



*Dipartimento di Impresa e Management*  
*Corso Magistrale di Consulenza aziendale*  
*Cattedra di Tecnica e deontologia professionale*

***FAIR VALUE E IFRS 13. PRIME EVIDENZE DAL  
MONDO DELL'INTERMEDIAZIONE  
CREDITIZIA.***

RELATORE

Prof. Alessandro Mechelli

CANDIDATO

Emanuele Ferrari

CORRELATORE

Prof. Alessandro Musaio

Matr. 661831

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

## *Indice*

<i>Inroduzione</i>	<i>p. 5</i>
<b>CAPITOLO PRIMO: VALUTAZIONE DELL'AZIENDA E</b>	
<b>DETERMINAZIONE DEI VALORI DI MERCATO</b>	<i>p. 11</i>
1.1. I metodi patrimoniali	<i>p. 15</i>
1.1.1. Metodo patrimoniale semplice	<i>p. 16</i>
1.1.2. Il metodo patrimoniale complesso	<i>p. 17</i>
1.2. Metodi reddituali	<i>p. 19</i>
1.3. I metodi misti	<i>p. 21</i>
1.4. Raccomandazioni dell'Unione degli Esperti Contabili	<i>p. 23</i>
1.5. Determinazione dei prezzi azionari	<i>p. 24</i>
1.6. Il Dividend Discount Model	<i>p. 26</i>
1.6.1. I dividendi	<i>p. 31</i>
1.6.2. Il tasso di attualizzazione	<i>p. 34</i>
1.6.2.1. Il Capital Asset Pricing Model	<i>p. 36</i>
1.6.2.2. L'Arbitrage Pricing Theory	<i>p. 44</i>
1.6.3 Il tasso di crescita “g”	<i>p. 46</i>
1.7 Il metodo dei multipli	<i>p. 48</i>
1.8. Fonti di scostamento dai valori fondamentali.	<i>p. 52</i>
<b>CAPITOLO SECONDO: IL RUOLO DELLE INFORMAZIONI</b>	
<b>SUI MERCATI E L'INTRODUZIONE DELL'<i>INTERNATIONAL</i></b>	
<b><i>FINANCIAL REPORTING STANDARD</i> 13.</b>	
	<i>p. 57</i>

2.1. Il mercato dei capitali	p. 60
2.2. Le informazioni come soluzione alle inefficienze del mercato	p. 64
2.3. Gli obblighi informativi ed il bilancio d'esercizio	p. 69
2.4. Il ruolo del principio di prudenza e le distorsioni provocate nel processo di valutazione	p. 75
2.5. L'introduzione dei principi contabili internazionali; in particolare il ruolo del <i>fair value</i>	p. 77
2.6. La rappresentazione in bilancio al <i>fair value</i> : il ruolo del principio contabile internazionale IFRS 7 e l'effetto dell'introduzione dell'IFRS 13.	p. 82
 CAPITOLO TERZO: LA <i>VALUE RELEVANCE</i> . GLI STUDI EMPIRICI AD ESSA DEDICATI NELLA LETTERATURA ED I MODELLI ECONOMETRICI DI INDAGINE.	
3.1. La <i>value relevance</i> e la letteratura derivata dal “ <i>capital market research accounting</i> ”	p. 93
3.2. <i>Value relevance</i> dell'informativa di bilancio e segnatamente della gerarchia del <i>fair value</i> nella letteratura economica	p. 98
3.3. Modelli di indagine della <i>value relevance</i>	p. 111
3.3.1. I <i>price models</i>	p. 112
3.3.2. I <i>return models</i>	p. 118
3.3.3. I <i>balance sheet models</i>	p. 122
 CAPITOLO QUARTO: PROBLEMI E FENOMENI DI NATURA ECONOMETRICA ED ECONOMICA, INDIVIDUAZIONE E LORO TRATTAMENTO.	
4.1. Strumenti di analisi della solidità dei risultati statistici	p. 126
4.2. Le distorsioni provocate da problematiche di natura econometrica	p. 129

4.2.1. L'effetto di scala	p. 129
4.2.2. Caratteristiche specifiche delle imprese	p. 132
4.2.3. Le <i>other information</i>	p. 134
4.3. Le distorsioni provocate da problematiche di natura economica	p. 135
4.3.1. L'inefficienza dei mercati	p. 136
4.3.2. Presenza di imprese in perdita	p. 137
4.3.3. I <i>prices leaded earnings</i>	p. 139
4.3.4. La presenza di redditi transitori.	p. 142
CAPITOLO QUINTO: LA <i>VALUE RELEVANCE</i> DELL'IFRS 13	p. 145
5.1. Ambito di ricerca	p. 148
5.2. Classificazione degli studi empirici sulla <i>value relevance</i>	p. 149
5.3. Formalizzazione del fine della ricerca	p. 152
5.4. La selezione del campione statistico	p. 156
5.5. Selezione del modello di regressione ed implementazione del modello selezionato	p. 163
5.6. Considerazioni conclusive sulla <i>value relevance</i> dell'IFRS 13	p. 174
<i>Bibliografia</i>	p. 181
<i>Sitografia</i>	p. 187

## *Introduzione*

Il bilancio di esercizio è uno strumento che nasce con lo scopo di rendere edotti vari soggetti rispetto all'andamento di una impresa. Tra questi possiamo individuare i soggetti interni all'impresa stessa, che attraverso una chiara, trasparente e puntuale rendicontazione, ha modo di valutare lo sviluppo della propria attività; un altro soggetto questa volta esterno, fortemente interessato all'andamento di un'azienda, è rappresentato dal fisco, che attraverso la documentazione fornita e certificata dall'impresa stessa, ha modo di determinare la base imponibile sulla quale calcolare l'imposta da esigere. La platea di soggetti che rappresenta il numero più consistente di individui interessati ad avere informazioni rispetto al corso dell'attività svolta da un'impresa, è però rappresentata dai finanziatori societari attuali e potenziali. Questi devono assumere delle decisioni rispetto alla possibilità di investire o meno il proprio tempo, impegno e patrimonio, in una specifica attività. Per prendere questa decisione è chiaramente necessario per l'investitore effettuare una stima del valore dell'impresa, per poter determinare il giusto prezzo al quale egli possa decidere di partecipare al rischio di tale attività.

Perché il bilancio possa assumere effettivamente un ruolo in questo processo estimatorio, è necessario che le informazioni in esso contenute siano *value relevant*. La *value relevance* rappresenta la condizione per la quale il mercato, nel valutare un'attività, utilizzi in maniera diretta i valori indicati nei bilanci delle imprese. Quando questa condizione è verificata, è possibile constatare che

vi sia un'evidenza empirica dell'esistenza di una relazione statisticamente significativa fra i valori esposti in bilancio ed un indicatore sintetico del valore economico dell'impresa, solitamente rappresentato dalla sua quotazione di borsa. Si assume di fatti che il mercato grazie a sue precipue caratteristiche, sia in grado di determinare, attraverso il processo di incontro tra domanda ed offerta, un prezzo che riesca a rappresentare in maniera coerente e corretta, il valore delle partecipazioni al capitale di rischio delle società in esso quotate. Nella letteratura economica degli ultimi anni, la *value relevance* ha rappresentato un elemento di acceso dibattito. Il fermento generatosi ha dato luogo allo sviluppo di una serie di ricerche tra le quali è possibile citare il contributo di numerosi studiosi tra i quali: Ball Brown e Beaver, i quali hanno dato, si potrebbe affermare, i natali agli studi in questo ambito, ma anche Barth, Thomas, Song e Yi e nel panorama nazionale, Ferraro, Mechelli, Silvestri, per fare solo alcuni nomi. All'unanimità, si potrebbe affermare, questi ricercatori hanno individuato l'esistenza di una relazione significativa tra i valori esposti in bilancio ed i prezzi ai quali queste le azioni vengono scambiate sui mercati regolamentati. Un altro aspetto comune alle varie ricerche, è rappresentato dall'evidenza che esistano comunque delle sistematiche differenze tra il valore del patrimonio netto calcolato su base bilancistica e la capitalizzazione di mercato. Questa differenza sorge per una serie di ragioni, tra le quali evidentemente una non perfetta corrispondenza tra il valore di attività e passività valutate secondo i criteri di valutazione suggeriti dai principi contabili nazionali ed il loro effettivo valore economico. Una soluzione a questa problematica, è rappresentata dall'introduzione di nuovi principi che valorizzano i processi di negoziazione attraverso i quali sono individuati i valori effettivi degli *asset*. A decorrere dal primo gennaio del 2013, per le imprese obbligate ad adottare i principi contabili internazionali, viene previsto di dover fornire una informativa esaustiva e puntuale rispetto alle voci valutate secondo i processi di determinazione del valore di tali attività e passività, su di una base ispirata ai processi di mercato, segnatamente le

valutazioni al *fair value*. Questa ulteriore previsione, se da un lato genera la possibilità di aumentare il rischio che gli amministratori ricorrano a politiche di valutazione discrezionali al solo fine di occultare pratiche mirate all'ottenimento di vantaggi personali, dall'altro permette, se utilizzato con criterio e coadiuvato da alcune ulteriori precauzioni adottate su iniziativa spontanea ovvero normativa, di aumentare l'affidabilità dell'informativa finanziaria e con essa, la sua significatività da un punto di vista informativo nelle valutazioni operate dagli investitori. Nel continuare il percorso di studio relativo alla *value relevance*, obiettivo dichiarato di questa tesi può essere individuato nella ricerca di evidenze rispetto all'esistenza o meno di una relazione statisticamente significativa tra le informazioni contabili fornite dal nuovo principio IFRS 13 e le valutazioni del mercato rispetto alle imprese. Sulla base di un processo ed uno studio teorico, si ritiene che la correlazione tra i valori di bilancio espressi al *fair value* ed il valore di mercato delle imprese, sia effettivamente positivo e statisticamente significativo. Ciò, si anticipa, verrà confermato da una ricerca empirica, la quale con un elevato livello di confidenza statistica dimostrerà l'esistenza della prospettata correlazione. Per effettuare questo studio si è scelto di analizzare le quotazioni di un campione europeo di intermediari finanziari, nello specifico di banche nell'intervallo di tempo che comprende gli esercizi chiusi a partire dal primo gennaio 2013, riguardanti quindi gli esercizi 2013 e 2014, periodo nel quale il principio IFRS 13 ha trovato applicazione.

Gli intermediari finanziari, rappresentano un elemento fondamentale nel funzionamento di un sistema economico; essi permettono il funzionamento dei mercati dei capitali, sui quali creano le condizioni necessarie affinché vi sia l'incontro di domanda ed offerta di importi finanziari, garantendo il flusso di capitali indispensabile per il funzionamento dell'economia reale. Nel novero di queste entità un ruolo di prevalente importanza è rappresentato dalle banche che storicamente rappresentano una delle principali fonti di reperimento dei fondi necessari alle imprese, in particolare lì dove queste, per scelta o per

manca di requisiti, non si rivolgano ai mercati dei capitali.

Nonostante l'interesse che si può nutrire per istituti di questo genere, non è l'importanza del loro ruolo nel sistema economico ad aver determinato la scelta della banche come oggetto della ricerca. La decisione di selezionare un campione composto da banche si vedrà è stata assunta sulla base dello specifico contenuto delle sue attività e passività, le quali sulla scorta delle previsioni dei principi IAS/IFRS, vengono in buona parte valutate attraverso il *fair value*, la cui significatività, alla luce delle nuove previsioni introdotte dall'IFRS 13, è oggetto primario di ricerca.

Per illustrare secondo un itinerario logico, le considerazioni e gli elementi teorici che si trovano a fondamento del processo di ricerca, il lavoro compiuto è stato suddiviso in cinque capitoli.

Nel primo capitolo, verranno trattati i più comuni strumenti di valutazione delle aziende, con una particolare attenzione ai modelli utilizzati in maniera più diffusa nei processi di stima di carattere finanziario, attraverso i quali è possibile determinare il valore di un'azienda sulla base di elementi per l'appunto di natura finanziaria, che rappresentano gli *input* logicamente più coerenti nella valutazione di un'attività, quale può essere considerata una partecipazione.

Nel secondo capitolo si analizzerà il ruolo dell'informativa finanziaria nei processi di valutazione, come fonte per reperire le informazioni e gli elementi necessari all'implementazione di una stima del valore di mercato dell'impresa. In tale contesto verrà valutato il ruolo dell'IFRS 13 nel panorama finanziario, come strumento atto a garantire l'affidabilità dell'informativa di bilancio.

Il terzo capitolo, dopo una breve illustrazione degli studi compiuti precedentemente in tale ambito, contiene una disamina dei principali strumenti econometrici, indispensabile per poter affrontare con cognizione di causa un processo di ricerca statistica incentrato su fenomeni economici.

Nel quarto capitolo si tratterà dei principali fenomeni di carattere statistico ed economico, in grado di determinare delle distorsioni nei risultati di una ricerca.



La conoscenza, seppur limitata, di tali fenomeni pare a mio avviso, indispensabile per valutare in maniera critica i risultati empirici, e per correggere dove possibile il processo di analisi, in maniera tale da prevenire per quanto possibile tali fenomeni.

Il quinto ed ultimo capitolo, presenterà la ricerca effettuata per lo studio della *value relevance* del principio IFRS 13, illustrando nel dettaglio l'impianto teorico utilizzato, il processo di formulazione dell'ipotesi di fondo, lo svolgimento della ricerca e la conclusione che si anticipa, permetterà di confermare le ipotesi formulate sulla scorta della teoria applicata ed illustrata.

Per concludere e prima di passare all'esposizione del mio lavoro, terrei molto a ringraziare tutte le persone che mi sono state affianco negli anni di università e quelle che ci sono state fin da prima. Il primo ringraziamento va alla mia famiglia, mio padre e mia madre, immancabile sostegno in qualunque fase della mia vita, devo a loro quello che sono e quello che sarò; le mie sorelle che nonostante vari e continui battibecchi sanno di essere importantissime per me come io so di esserlo per loro; nonni e zii che mi hanno permesso di vivere serenamente un rapporto di famiglia che mi ha dato la possibilità di crescere in un clima sano e stimolante; Maria Vittoria, una persona per me davvero speciale ed insostituibile, che mi tiene sempre motivato e mi sprona a dare il meglio di me; tutti i miei amici con i quali ho condiviso i momenti più belli della mia vita; ancora una volta vorrei dedicare un pensiero ed un ringraziamento speciale a mia madre, che ha superato un momento difficilissimo dimostrando tutta la sua forza e di voler rimanere con noi e con me in questo mio cammino; in ultimo luogo, ma non per merito, vorrei ringraziare il Professor Mechelli ed il Dottor Cimini per l'aiuto che mi hanno fornito e la stima che mi hanno accordato.

Ringrazio davvero tutti quanti per quello che hanno fatto e per quello che sono sicuro faranno per me nella vita.

Roma,

11/09/2015

Emanuele Ferrari.

## CAPITOLO 1

# VALUTAZIONE DELL'AZIENDA E DETERMINAZIONE DEI VALORI DI MERCATO

Sommario: 1.1 - I metodi patrimoniali; 1.1.1 - Metodo patrimoniale semplice; 1.1.2. - Il metodo patrimoniale complesso; 1.2. - Metodi reddituali; 1.3. - I metodi misti; 1.4. - Raccomandazioni dell'Unione degli Esperti Contabili; 1.5. - Determinazione dei prezzi azionari; 1.6. - Il *Dividend Discount Model*; 1.6.1 - I dividendi; 1.6.2. - Il tasso di attualizzazione; 1.6.2.1. - Il *Capital Asset Pricing Model*; 1.6.2.2. - L'*Arbitrage Pricing Theory*; 1.6.3. - Il tasso di crescita “*g*”; 1.7. - Il metodo dei multipli; 1.8. - Fonti di scostamento dai valori fondamentali.

La dottrina aziendalistica ha sviluppato vari modelli di determinazione del valore di un'azienda; la determinazione del valore dell'azienda per differenti ragioni, di carattere pratico, strategico od anche per esplicita previsione normativa avviene in momenti specifici della vita della stessa: può avvenire in prossimità del verificarsi di un'operazione straordinaria, nella fase di chiusura dell'attività per determinarne il valore di liquidazione, per valutare l'andamento e sviluppare piani strategici o più semplicemente in chiusura di esercizio con la redazione del bilancio di esercizio. Lo scopo di questi differenti

processi di valutazione, comporta l'utilizzo di differenti criteri, dettati dalla specificità del fine della valutazione, che può portare a differenti conclusioni sulla consistenza del patrimonio e sul valore accordabile all'azienda dalle parti interessate al processo di stima. È chiaro di fatti, che mentre nella redazione di un bilancio di liquidazione si utilizzano criteri per l'appunto di liquidazione, valutando tutte le attività rientranti nel patrimonio dell'impresa a valori di immediato realizzo, per i bilanci d'esercizio o per le situazioni patrimoniali redatte al fine di ricapitolare lo stato dell'impresa per la determinazione di nuovi piani strategici, si utilizza una ipotesi di valutazione del capitale che prende il nome di *going concern*, che determina una valutazione basata sul principio della continuazione aziendale, con delle differenze significative però anche nell'ambito del bilancio d'esercizio; è infatti importante sottolineare la differenza esistente nelle finalità dei bilanci redatti secondo i principi nazionali basati sulle prescrizioni del codice civile e dei principi emanati dall'OIC ed i bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali emanati dallo IASB. Mentre per le norme dettate dall'impianto civilistico il fine ultimo del bilancio d'esercizio è individuato nella rappresentazione chiara veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa, la finalità delle rappresentazioni di bilancio redatte a norma dei principi contabili internazionali è quella di fornire informazioni utili ad attuali e potenziali investitori, prestatori di capitale ed altri creditori nell'assunzione di decisioni sulla concessione di risorse all'entità, divenendo la rappresentazione veritiera e corretta non più il fine, ma uno strumento attraverso il quale diviene possibile fornire queste informazioni significative e rilevanti. È possibile inoltre osservare fra questi due differenti *corpus* normativi, la sussistenza di una significativa differenza di fondo: il bilancio civilistico muove da un principio di prudenza, basato sul valore storico delle attività iscritte in bilancio, per determinare quei valori che permettono di determinare il valore di un patrimonio potenzialmente distribuibile agli azionisti con un elevato livello di certezza; il bilancio redatto secondo gli IAS/IFRS invece è finalizzato alla

determinazione del valore attuale puntuale di attività e passività, al fine di fornire una valutazione dell'azienda che possa esser utile a tutti gli operatori di mercato escludendo quindi dal novero dei principi di redazione il principio di prudenza, che svolgerebbe altrimenti un ruolo di parte nel processo di valutazione delle voci di bilancio, andando ad incontrare le esigenze prudenziali di quelli, tra quelli che vantano diritti patrimoniali sull'impresa, più avversi al rischio. Il principio di valutazione sulla quale sono fondati i principi internazionali, è più prossimo alle finalità di una valutazione operata per determinare l'ammontare al quale un'azienda può essere scambiata tra due parti interessate, valore questo che interessa ai fini dello sviluppo di questo lavoro perché porta a comprendere come oltre a due agenti, anche una molteplicità di essi possano addivenire ad una stima del valore di scambio dell'azienda o di elementi rappresentativi del patrimonio e di diritti di controllo e partecipazione di questa. Un processo di determinazione di questo valore di scambio, può portare a stime che rispecchiano alcune inefficienze contrattuali determinate da: valutazioni di carattere soggettivo che portano a valutare medesime aziende in base a parametri differenti, i quali quasi inevitabilmente generano valori differenti; asimmetrie informative che portano a valutazioni differenti non in base a differenti valutazioni degli stessi parametri, ma determinate per l'appunto da un differente bagaglio informativo sul quale può essere strutturato il processo di stima; inefficienze del processo di contrattazione, che quando caratterizzano un contesto di mercato rappresentano una base di valutazione del mercato stesso<sup>1</sup>. Un processo di determinazione del valore di mercato di un'impresa non può essere influenzato dalla presenza di queste inefficienze, dovendosi quindi garantire il rispetto di per lo meno tre requisiti di un'attendibile metodologia di valutazione:

---

1

La trattazione di questi argomenti viene rimandata al prossimo capitolo, nel quale verranno analizzate determinanti e soluzioni individuate dalla letteratura economica.

1. razionalità, ovvero il metodo deve essere concettualmente valido e dotato di coerenza teorica;
2. obiettività, ovvero il metodo deve essere concretamente applicabile;
3. generalità, ovvero il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nel processo di negoziazione e dagli effetti del trasferimento dell'azienda<sup>2</sup>.

Il valore al quale si deve addivenire in un processo di stima del capitale economico di un'impresa, deve essere caratterizzato dall'utilizzo nel processo di valutazione di criteri di generalità, che non rifletta dunque le posizioni soggettive delle controparti.

Al fine di determinare questo valore economico, la dottrina economica ha sviluppato differenti modelli fondati sull'applicazione di differenti, seppur sempre razionali principi; si inizierà la trattazione illustrando i metodi basati sulla valutazione del patrimonio delle aziende a partire dagli elementi rappresentati nello stato patrimoniale delle aziende, al quale verrà poi aggiunto nel modello che prende il nome di metodo patrimoniale complesso, il valore di attività intangibili non presenti nelle rappresentazioni bilancistiche per specifiche ragioni; verranno poi introdotti i metodi reddituali che permetteranno una valutazione dell'azienda sulla base delle prospettive di rendimento future e dei metodi misti per i quali il valore dell'azienda sarà da una parte rappresentato dal valore del patrimonio, per un'altra parte rappresentato dai rendimenti futuri attesi<sup>3</sup>. Verrà successivamente introdotto un metodo sviluppato dall'Unione degli Esperti Contabili, prima di introdurre quelle metodologie che rappresentano i criteri di maggiore interesse e maggiormente diffusi in sede di valutazione di aziende e nel processo di

---

<sup>2</sup> G. ZANDA -M. LACCHINI -T. ONESTI, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, 2013, Torino.

<sup>3</sup> Un modello utilizzato da molti aziendalisti, che come sarà possibile osservare più in là nella trattazione, rappresenterà un concetto a fondamento del modello sviluppato nel 1995 da Ohlson.

formazione dei prezzi di mercato: il *Dividend Discount Model* ed il metodo dei multipli. Al fine di fornire quindi una chiara esposizione degli argomenti il capitolo verrà così strutturato: nel paragrafo 1.1. verranno illustrati nel dettaglio i metodi patrimoniali distinguendo in due sotto paragrafi le differenze sussistenti tra i metodi patrimoniali definiti semplici e quelli complessi; il paragrafo 1.2. illustrerà i metodi reddituali di valutazione delle aziende; i paragrafi 1.3. ed 1.4. tratteranno di quei metodi che prendono il nome di metodi misti, cogliendo degli spunti dall'uno e dall'altro metodo di valutazione previamente illustrati, esplicitando anche quelle che sono le raccomandazioni proposte dall'Unione degli Esperti Contabili in merito; il paragrafo 1.5. avrà il ruolo di introdurre gli strumenti di determinazione del valore dei titoli azionari più utilizzati nella pratica lasciando poi il compito di illustrare nel dettaglio il *Dividend Discount Model* al paragrafo 1.6. strutturato in una serie di sotto paragrafi, deputati a fornire delucidazioni relativamente a tutte le componenti necessarie ad implementare il modello, mentre nel paragrafo 1.7. verrà descritto un metodo alternativo, e se si vuole più semplice, il metodo dei multipli; in ultimo sarà presentato il paragrafo 1.8., nel quale saranno trattati alcuni elementi di natura finanziaria e non, i quali determinano sui mercati uno scostamento fra i valori teorici delle azioni e quelli effettivamente adottati in sede di negoziazione.

### 1.1. I metodi patrimoniali.

Questi metodi patrimoniali sono basati su valutazioni fondate su valori di tipo stock contenuti nei bilanci d'esercizio ed espressi, per lo meno nel sistema contabile italiano, a valori di costo. Questi sistemi di valutazione si fondano su di un principio di valutazione analitica dei singoli elementi componenti l'attivo ed il passivo dell'azienda, definendone il valore economico per differenza. Una

stima basata su questi principi può ritenersi fondata quando si ritiene che l'impresa generi un rendimento in linea con il ritorno atteso dai fornitori di capitale di rischio essendo noto che nonostante l'applicazione di un modello di stima patrimoniale, la determinazione del valore di un'attività come può essere considerata l'azienda, deriva dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, che in questo contesto può essere rappresentato dalla seguente relazione:

$$K' = R/i$$

dove ,

$R$ , rappresenta il valore economico dell'azienda;

$i$ , rappresenta il tasso di rendimento atteso del capitale di rischio;

$K'$ , rappresenta il valore rettificato del patrimonio netto.

Sulla scorta di queste definizioni e di questi elementi teorici comuni ai metodi patrimoniali in senso lato, vengono introdotti ora i due differenti metodi che fanno derivare il valore dell'azienda dalla sua consistenza patrimoniale.

#### 1.1.1. Metodo patrimoniale semplice.

Il metodo di stima basato sul valore patrimoniale dell'impresa parte dal valore rappresentato in bilancio del patrimonio netto, valore questo ricavato concettualmente per differenza fra attivo e passivo patrimoniale. Il bilancio di esercizio italiano, viene redatto sulla base di principi ispirati al canone della prudenza così come indicato in maniera evidente dagli articoli 2423 *bis* e 2426 del codice civile, che portano ad un valore sia delle attività che delle passività, non rispecchianti i reali valori correnti di delle singole voci, che sulla base del principio di prudenza appena citato, portano ad una valutazione che tende a



sottostimare il valore di mercato del capitale economico dell'impresa<sup>4</sup>. Per questa ragione, al fine di operare una corretta valutazione dell'impresa, il metodo patrimoniale semplice, prevede una sostituzione delle valutazioni operate attraverso i principi bilancistici, con stime che permettono di esprimere le varie voci a valori correnti di sostituzione, desunti dal mercato o da processi di stima, di tutte le voci di bilancio, che portano ad una nuova stima corretta del valore dell'attivo e del passivo, che per differenza permettono di individuare il valore del patrimonio netto rettificato. Il processo di rettifica passa per quattro fasi fondamentali che permettono di esprimere il patrimonio a valori economici:

- individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale da valutare;
- revisione contabile;
- calcolo delle rettifiche da apportare;
- stima finale del patrimonio netto contabile.

Ognuna di queste fasi assume un valore fondamentale di semplice individuazione, ed il loro rispetto permette di determinare un valore oggettivo ed affidabile del capitale economico dell'impresa.

### 1.1.2. Il metodo patrimoniale complesso.

Quando si utilizza il metodo patrimoniale semplice, le voci che vengono valorizzate sono quelle che per le loro caratteristiche, sono comunque già transitate nello stato patrimoniale del bilancio d'esercizio. Con il metodo

---

<sup>4</sup> La sottostima del valore economico come facilmente desumibile, deriva da un processo di sistematica sottostima delle attività e sovrastima delle passività. Le prime di fatti, sono rappresentate in bilancio al valore di costo ammortizzato, che quindi porta alla situazione nella quale alcuni cespiti rappresentati potenzialmente una significativa fonte di reddito, non vengono rappresentati perché interamente ammortizzati negli esercizi precedenti; le passività al contrario, devono essere iscritte anche quando nel futuro potrebbero non realizzarsi, anticipando quindi effetti negativi che potrebbero non verificarsi.

patrimoniale complesso, si valorizzano quei beni di natura intangibile che contribuiscono alla formazione del valore economico dell'impresa, i quali però non possono essere iscritti nel bilancio d'esercizio e che non hanno un autonomo valore di mercato. Questi sono rappresentati solitamente, secondo la dottrina aziendalistica da: *know how*, portafoglio lavori, organizzazione umana, licenze ed autorizzazioni, marchi, brevetti, insegne e concessioni. La creazione di tutte queste competenze specifiche e caratteristiche distintive delle singole aziende, che determinano una parte alle volte significativa dell'azienda, ha comportato dei costi che in caso di acquisizione di un'impresa già avviata non dovrebbero essere sostenuti. In proposito Zanda afferma: “se si valutasse il capitale economico di un'azienda unicamente facendo fondamento sul metodo patrimoniale semplice, non verrebbero valutati elementi immateriali presenti nell'impresa, che sono i veri fautori del successo competitivo della stessa”<sup>5</sup>. L'incremento del patrimonio netto generato dalla presenza di questi elementi intangibili, può essere assunto solo lì dove questa si trovi in una situazione di equilibrio economico, nella quale quindi queste caratteristiche specifiche dell'impresa abbiano modo di generare questo extra valore. Tale osservazione nasce dalla considerazione che per poter essere annoverata tra le immobilizzazioni intangibili, oltre ad essere un oggetto di costo, come detto sostenuto in maniera dilazionata nel tempo, deve possedere le caratteristiche di essere funzionali a generare parte del reddito dell'attività. Sulla base di questa descrizione, il valore del patrimonio netto rettificato ottenuto in base al metodo di valutazione patrimoniale semplice, viene maggiorato del valore delle immobilizzazioni intangibili non contabilizzate. La ricostruzione del valore delle immobilizzazioni in parola può avvenire secondo una procedura indicata da Guatri<sup>6</sup>, il quale propone di ricostruire esercizio per esercizio il patrimonio produttivo, recuperando dal conto economico quei costi relativi alla formazione

---

<sup>5</sup> G. ZANDA -M. LACCHINI -T. ONESTI, opera citata, 2013, pagina 204.

<sup>6</sup> L. GUATRI, Trattato sulla valutazione delle imprese, Egea, 1998, Milano.

di questi valori intangibili e non annoverabili ai sensi di legge tra le immobilizzazioni tecniche immateriale, con una procedura che prende il nome di R.E.I. (Reddito Economico Integrato). Ricordando il concetto espresso all'inizio del paragrafo, in questo caso la valutazione operata attraverso questo procedimento, è valida qualora il reddito prodotto sia in grado di remunerare in maniera congrua sia il valore del patrimonio netto espresso dal bilancio, sia la componente relativa alle immobilizzazioni non contabilizzate secondo la relazione:

$$R = i(K' + V.IMM)$$

dove le voci assumono i valori noti e V.IMM. rappresenta il valore delle immobilizzazioni non contabilizzate.

## 1.2. Metodi reddituali.

I metodi finora visti, risultano validi sotto la condizione puntuale che il reddito che verrà generato in ogni esercizio dall'impresa, sia uguale al reddito atteso sulla base di valutazioni teoriche da parte degli investitori che hanno versato del capitale di rischio nell'impresa. Questa ipotesi appare affatto restrittiva, se si considerano le vicissitudini e caratteristiche delle varie imprese. Sulla scorta di questa considerazione, la dottrina appare affermare in maniera concorde che la stima del capitale economico di un'impresa, debba essere valutato sulla scorta di metodologie basate su di un processo di attualizzazione dei redditi che verranno prodotti dall'azienda nei periodi successivi; questa considerazione nasce dalla premessa logica che un'azienda ha un suo valore specifico, in quanto idonea a produrre un flusso di redditi in un futuro più o meno esteso.

I metodi reddituali sono quindi basati sull'attualizzazione di flussi che

esprimano la *performance* dell'impresa, rappresentata da flussi operativi ovvero da flussi diretti alla proprietà. Le scelte dei flussi determina delle specifiche considerazioni e conseguenti modificazioni del modello generale che sarà oggetto di descrizione.

Come già introdotto, è possibile valutare un'azienda in base al flusso atteso di redditi che essa produrrà attraverso l'attualizzazione degli stessi secondo un tasso di attualizzazione appropriato, selezionato in base alle caratteristiche specifiche dell'impresa e del flusso che si è deciso di utilizzare. Secondo il concetto fondamentale quindi il valore  $W$  di un'azienda è determinato in base a dei flussi di cassa che verranno generati in un prossimo futuro puntualmente individuati e stimati. A proposito di questo ragionamento, è possibile considerare che la stima dei flussi di reddito oltre un certo orizzonte temporale comporta delle difficoltà pressoché insormontabili; per tale ragione oltre un certo periodo viene inserito un valore terminale o di realizzo dell'impresa, che stima il valore dell'azienda nell'anno  $n$ -esimo come suo valore di liquidazione, determinato quindi con un criterio patrimoniale semplice, nel quale vengono considerati i valori stimati di liquidazione di attività e passività dell'impresa a quella data, ovvero come suo valore di continuazione dell'attività attraverso un metodo reddituale semplificato, del quale a breve si accennerà. Quanto detto fin qui è riassumibile nella seguente equazione:

$$W = \sum R(s)/(1+i)^s + VF(n)/(1+i)^n$$

dove,

$R(s)$ , rappresenta il reddito dell'impresa nel periodo  $s$ ;

$VF(n)$ , rappresenta il valore di realizzo dell'impresa al tempo  $n$ .

Rimanendo comunque la previsione dei valori puntuali dei rendimenti dell'impresa una attività al quanto complessa, solitamente chi si occupa di valutazione delle imprese utilizza un metodo reddituale che prende il nome di

puro o semplice; questo metodo determina il valore di un'azienda secondo questa semplice relazione matematica:

$$W = R/i$$

dove le variabili assumono valori noti, con la specificazione che la variabile  $R$  è riferita ad un parametro reddituale unico, normalizzato, medio costante nel tempo. Questa formula viene applicata assumendo il concetto generale di impresa, vista come soggetto economico atto a perdurare, comportando la possibilità di assumere un valore finale di realizzo dell'impresa  $VF$  così lontano nel tempo da assumere un valore attuale prossimo allo zero, rendendone superflua la considerazione nella relazione metodologica proposta.

### 1.3. I metodi misti.

Una via intermedia tra i metodi di valutazione legati ai valori oggettivamente determinabili del patrimonio e quelli stimati in base ad osservazioni ed assunzioni soggettive, è rappresentata dai metodi che vengono raggruppati sotto la classificazione di metodi misti. Questi modelli di valutazione si basano sulla considerazione che in processo di valutazione del valore dell'azienda, gli investitori prendano in considerazione entrambi i parametri di valutazione (reddito e patrimonio) secondo dei coefficienti di ponderazione, che possono di volta in volta essere modificati in base a considerazioni specifiche del valutatore. Questo criterio anticipa il modello sviluppato nel 1995 da J.A. Ohlson, che attraverso una specifica relazione metodologica individua una relazione statistica tra un indicatore sintetico del valore economico dell'impresa ed una funzione di patrimonio e reddito.

Un metodo misto di semplice applicazione è rappresentato dal così chiamato "metodo del valore medio", con il quale viene come suggerito dal nome,

determinato il valore dell'impresa ponderando con coefficiente  $\frac{1}{2}$  il patrimonio netto, nella sua versione rettificata, ed il valore derivante dall'applicazione del metodo reddituale semplice. Questa relazione può essere intuitivamente rappresentata dalla seguente formula:

$$W = 1/2 (K' + (R/i))$$

dove i termini assumono i significati noti.

Con una rielaborazione della formula, è possibile ricondurre il valore dell'impresa alla somma fra il valore del patrimonio netto rettificato ed un mezzo dell'avviamento:

$$W = K' - 1/2 ((R/i) - K').$$

Questa intuizione viene presa come base per l'elaborazione di un ulteriore metodo di valutazione che prende il nome di “metodo della durata limitata dell'avviamento” o metodo anglosassone, per il quale il valore dell'impresa è dato dal patrimonio netto rettificato al quale viene aggiunto il valore del sovrareddito misurato come differenza fra reddito atteso per i periodi di riferimento e la remunerazione normale del capitale di rischio rappresentato dal patrimonio netto rettificato, moltiplicato per il valore attuale di una rendita di durata limitata, sulla base del concetto largamente condiviso, che i sovraredditi generati da un'impresa hanno una durata limitata, in conseguenza del processo competitivo che tende ad annullare con il tempo le occasioni di generare extra profitti.

#### 1.4. Raccomandazioni dell'Unione degli Esperti Contabili.

L'UEC, costituita nel 1951, per la valutazione delle imprese consiglia l'adozione dei metodi misti con una particolare attenzione a due metodi specifici:

1. il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, illustrato nel paragrafo precedente con il nome “metodo del valore medio”, secondo il quale il valore dell'azienda è determinato con fattori di ponderazione pari ad un mezzo, dal valore derivante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice dal valore determinato in base all'applicazione del metodo reddituale semplificato;

2. il metodo diretto o degli anglosassoni anch'esso illustrato nel paragrafo precedente, che riconduce il valore dell'impresa ad una composizione formata da patrimonio netto rettificato ed avviamento determinato come attualizzazione di una rendita temporanea i cui flussi sono rappresentati da extra profitti.

Elemento comune dei due metodi è l'introduzione dell'avviamento<sup>7</sup>, come componente da aggiungere al valore del capitale netto rettificato per determinare il valore economico dell'azienda. L'avviamento al quale si fa riferimento è quello generato autonomamente dall'impresa per via di temporanei o permanenti vantaggi competitivi, che le permettono di conseguire un reddito eccedente quello normalmente richiesto per lo stesso tipo di investimento, il quale deve essere calcolato a parte non potendo essere iscritto in bilancio ai sensi dell'art. 2426 del codice civile, il quale prevede esplicitamente la possibilità di iscrivere l'avviamento solo quando questo sia acquisito a titolo oneroso previo consenso del collegio sindacale.

---

<sup>7</sup> Avviamento inteso sia come valore positivo (*goodwill*), che come valore negativo (*badwill*).

### 1.5. Determinazione dei prezzi azionari.

Nella prassi professionale di determinazione del valore delle aziende si fa ricorso come si è detto nell'introduzione di questo capitolo, a vari metodi di valutazione, ognuno con delle caratteristiche che lo rendono più o meno adeguato o congruo per la determinazione del valore di un'azienda in una specifica fase della sua vita, con le sue caratteristiche precipue.

Quando la determinazione del valore di una società viene operata su imprese che hanno stabilito di quotarsi sui mercati regolamentati, le metodologie descritte fino a questo punto lasciano spazio a dei criteri di valutazione che si basano sull'utilizzo di valori reperibili da fonti ritenute attendibili, ovvero le comunicazioni effettuate dalle imprese al mercato con i vari documenti informativi di carattere contabile e non, certificati da revisori e sottoposti ad un incessante controllo da parte di operatori di mercato ed istituti di vigilanza specificamente costituiti.

Sulla base di dette informazioni ogni individuo può giungere ragionevolmente a delle valutazioni che, se impostate nella corretta maniera utilizzando dati adeguati, portano a delle stime non dissimili da quelle proposte dal mercato, rendendo in questo modo i prezzi azionari un elemento caratterizzato da un alto livello di certezza, elemento fondamentale nella determinazione della verificabilità, caratteristica imprescindibile per certificare l'affidabilità di un dato.

Nella prassi, il processo di stima del valore di mercato di un'impresa e più specificamente del valore di mercato del capitale di rischio e conseguentemente del prezzo di borsa di una singola azione, è basato al ricorso di due metodi distinti, i quali poggiano su due ragionamenti differenti, ma che fanno affidamento sulla citata verificabilità e conseguente affidabilità dei valori



espressi dai corsi azionari e a monte, dalle informazioni fornite dagli stessi emittenti. I due metodi di determinazione del valore di mercato delle partecipazioni al capitale di rischio sono quindi rappresentati da:

1. *Dividend Discount Model*
2. metodo dei multipli.

Il primo, come verrà illustrato qui di seguito poggia sul concetto di base di ogni valutazione di carattere finanziario, che il valore di un progetto è determinato dal valore attuale dei redditi o dei flussi di cassa che sarà in grado di generare. Sviluppando questo concetto, un'azienda può essere vista come un insieme di progetti tendenzialmente a VAN positivo. Come noto una caratteristica del valore attuale netto dei progetti, è costituita dalla possibilità di sommare i vari valori attuali dei singoli investimenti per determinare il valore di un insieme di molteplici progetti d'investimento, che come detto sopra rappresenta in termini finanziari la sostanza dell'azienda. Sulla base di detto ragionamento è possibile sviluppare il *dividend discount model*, sulla scorta del quale il prezzo al quale viene scambiata sui mercati un'azione, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa attesi per il detentore del titolo, *id est*, il valore attuale di una rendita, i cui flussi di cassa sono rappresentati dai dividendi.

Il secondo metodo che verrà illustrato è rappresentato dal metodo dei multipli. Questo modello è basato sul concetto comune al *dividend discount model* ed a tutti i differenti modelli di valutazione finanziari, che il valore di tutte imprese può essere determinato sulla base di elementi individuati comuni, utilizzati nell'implementazione di modelli riconosciuti come efficaci ed affidabili. Questi strumenti di valutazione permettono di giungere ad una stima del valore delle imprese riproducibile e verificabile da ogni singolo operatore, il quale può essere considerato quindi come valore certo ed univocamente determinabile. È allora possibile stimare il valore di una società, in termini di capitalizzazione di borsa, o di una singola azione, attraverso l'utilizzo di un singolo valore

specifico dell'impresa, rappresentato ad esempio dai ricavi o dai dividendi, che viene moltiplicato per un coefficiente, chiamato per l'appunto multiplo, individuato sul mercato come media dei multipli ricavati da imprese che presentano caratteristiche simili.

### 1.6. Il *Dividend Discount Model*.

I mercati finanziari, permettono l'incontro di domanda ed offerta di un insieme vastissimo di titoli di varia natura compresi i titoli rappresentativi della partecipazione al capitale di rischio di un'azienda, notoriamente le azioni.

Perché avvenga effettivamente lo scambio è necessario che l'attuale proprietario di un titolo azionario, ritenga che il mercato valuti le partecipazioni da lui detenute, almeno quanto le valuti lui stesso; dall'altra parte vi deve essere un acquirente, che desideri entrare in possesso dei titoli azionari, disposto chiaramente ad acquistare fino al momento in cui il mercato offra i titoli di interesse ad un prezzo inferiore od uguale al prezzo di riserva dell'operatore. Perché entrambe le affermazioni possano essere verificate, è necessario che il prezzo di riserva di venditore ed acquirente siano i medesimi; in ragione di ciò si parla in finanza di legge del prezzo unico<sup>8</sup>.

Il *dividend discount model* fa risalire il prezzo di un'azione al valore dei flussi di cassa attesi per gli azionisti, i dividendi, attualizzati secondo un opportuno tasso di sconto. Il valore di un titolo azionario è quindi riconducibile secondo un noto schema, alla somma di tutti i dividendi attesi nel periodo di detenzione del titolo, attualizzati ad un dato tasso di sconto, come rappresentato dalla seguente relazione:

---

<sup>8</sup> Si veda in proposito fra i molti: J.B. BERK –P.M. DE MARZO, Corporate Finance, Prentice Hall, 2011.

$$P(0) = D(1)/(1+r(E)) + D(2)/(1+r(E))^2 + D(3)/(1+r(E))^3 + \dots + D(n)/(1+r(E))^n$$

dove,

$P(t)$ , rappresenta il prezzo di un'azione al tempo  $t$ ;

$D(t)$ , rappresenta il dividendo staccato dall'impresa al tempo  $t$ ;

$r(E)$ , rappresenta il tasso di rendimento atteso per il capitale di rischio investito nell'impresa.

Sulla determinazione dell'opportuno tasso di rendimento per il capitale investito si tornerà più avanti, per ora è sufficiente ricordare che il tasso applicato è specifico per ogni singola impresa ed è determinato da una serie di fattori, la maggior parte dei quali non dipendenti dalle caratteristiche specifiche della stessa. La determinazione dei dividendi per ogni periodo di attività dell'impresa può risultare quasi certamente un'impresa piuttosto ardua se non impossibile; per questa ragione la prassi prevede che i flussi determinati nel loro specifico ammontare, vengano stimati per un periodo di circa cinque anni (periodo coerente con l'orizzonte temporale tipico di un *business plan*, documento analitico dal quale si tende a ricavare i dati necessari per le previsioni di breve-medio periodo), che può estendersi per un orizzonte temporale di otto fino ad un massimo di quindici anni a seconda delle condizioni di operatività dell'impresa in questione<sup>9</sup>. Superato un periodo nel quale sia ragionevole prevedere dei flussi di cassa puntuali, la prassi ha sviluppato come soluzione pratica, l'introduzione in un periodo specifico di un

---

<sup>9</sup> Risulta di fatti evidente che un business plan e di conseguenza un previsione dettagliata di flussi di cassa e dividendi distribuibili, è possibile per lunghi periodi solo in mercati caratterizzati da una forte stabilità per una posizione dominante dell'impresa, per la maturità del settore di appartenenza, per il possesso di un brevetto, una concessione o un'esclusiva o varie altre ragioni, che permettano di formulare delle stime sufficientemente affidabili. Al contrario in settori caratterizzati da forte dinamismo o da condizioni di mercato particolarmente difficili ed imprevedibili, come anche a causa di contingenze specifiche dell'impresa, può non essere agevole o sensato redigere business plan dettagliati per periodi che eccedano i due o tre esercizi al massimo.

prezzo prevedibile di alienazione della partecipazione. Questo valore di vendita viene determinato attraverso l'attualizzazione di una rendita perpetua, coerentemente con la concezione di impresa come istituto economico atto a perdurare, che ha inizio nell'anno  $n+1$ , i cui flussi sono rappresentati dal dividendo che si prevede l'impresa sarà in grado di distribuire dal periodo  $n+1$  in avanti, attualizzato secondo un tasso coerente con le previsioni operate per i periodi antecedenti alla data di alienazione. Questa soluzione permette di rappresentare il valore attuale (leggasi prezzo) di una partecipazione con la seguente relazione metodologica:

$$P(0) = D(1)/(1+r(E)) + D(2)/(1+r(E))^2 + \dots + D(n)/(1+r(E))^n + P(n)/(1+r(E))^n$$

dove tutti i termini assumono valori noti. Il prezzo dell'azione in  $n$  ( $P(n)$ ) come già descritto, rappresenta quindi il valore attuale alla data  $n$  di tutti i dividendi che verranno staccati dal titolo oggetto di valutazione.

Questo modello di determinazione puntuale può comportare delle volte un dispendio di risorse eccessivamente oneroso, è per questa ragione che spesso si tende ad utilizzare il *dividend discount model* come modello di attualizzazione di una rendita perpetua i cui flussi di cassa sono tutti uguali al dividendo erogato in  $t=1$ . Introducendo questa semplificazione, sulla scorta delle considerazioni fin ora presentate, è possibile determinare il prezzo di un'azione dell'azienda che si sta valutando attraverso la semplice e nota relazione:

$$P(0) = D(1)/r(E).$$

Come è facile constatare, il modello appena presentato prende in considerazione un contesto di attività statico, caratterizzato da una crescita nulla; questa semplificazione appare però eccessiva e rischia di invalidare un modello che presenta numerosi vantaggi pratici. Una prima soluzione per

inserire la crescita all'interno del *dividend discount model*, si basa sull'ultima versione presentata, ovvero quella che deriva il prezzo dell'azione dall'attualizzazione di una rendita perpetua i cui flussi in questo caso però, partono dal valore del dividendo nel periodo  $t=1$ , crescendo ad un tasso determinato  $g$  in ogni periodo successivo<sup>10</sup>. Basandoci sulla descrizione appena effettuata, è possibile rappresentare il modello, sviluppato e corretto con un tasso di crescita costante del dividendo, attraverso la seguente relazione:

$$P(0) = D(1)/[r(E) - g]^{11}.$$

A proposito del modello qui presentato è immediato osservare che la correzione introdotta, obbliga ad assumere una nuova forte semplificazione: l'impresa ha la capacità di crescere in eterno. Ciò risulta immediatamente impossibile da un punto di vista concettuale, è di fatti impensabile che un'impresa possa trovare e collocarsi su di un mercato caratterizzato da una crescita indeterminata della domanda, ed anche dove ciò fosse per assurdo ipotizzabile, resta inverosimile che un'azienda presenti la capacità tecnica ed organizzativa di impostare una produzione che raggiunga nel tempo un volume sostanzialmente infinito. Ai fini della valutazione di un'impresa però, considerando che i flussi di cassa vengono attualizzati di anno in anno, e che più sono lontani nel tempo, meno il loro valore influisce sulla stima del valore dell'impresa, tale semplificazione può essere di fatto accettata. Per rendere più coerente in termini logici l'introduzione della crescita nel processo di determinazione dei futuri flussi di

---

<sup>10</sup> La crescita che viene qui descritta, relativa ai dividendi, come risulterà evidente nella descrizione che in seguito verrà presentata, deriva non dalla crescita del tasso di dividendo applicato dall'impresa, ma da una crescita dei ricavi dell'attività tipica, che assumendo la costanza del *dividend yield*, determinerà una corrispondente crescita del dividendo in termini percentuali.

<sup>11</sup> Questa relazione è la soluzione semplificata di una serie geometrica crescente ad un tasso  $g$ , dove quindi  $D(n+1)$ , il dividendo del periodo  $n+1$ , è pari al dividendo del periodo precedente  $n$ , maggiorato di un fattore  $1+g$ , rispettando cioè la serie  $D(n+1)=D(n)(1+g)$ .

dividendi, è comunque di agevole implementazione l'inserimento di un'ulteriore assunzione: un determinato tasso di crescita, soprattutto se elevato, può essere sostenuto dall'azienda solo per periodi relativamente brevi, non potendosi ragionevolmente ritenere che un'impresa sia in grado di individuare e sfruttare per lunghi periodi, opportunità di investimento che riescano a sostenere una crescita dell'impresa sistematicamente superiore a quella del mercato nel quale opera. Per tale ragione è stato sviluppato un modello di valutazione, basato sull'attualizzazione dei flussi di dividendi, a due o più stadi. Ogni stadio di questo metodo di valutazione è caratterizzato da un differente tasso di crescita che viene utilizzato per la previsione dei dividendi che verranno erogati di anno in anno.

Il modello fin qui presentato nelle sue differenti versioni utilizza il valore attuale del flusso di dividendi per determinare il valore di una singola azione. Esiste un metodo alternativo ispirato allo stesso principio finanziario, ovvero che il valore di un'attività è pari al valore attualizzato dei ricavi che si prevede riuscirà a generare. Questo modello stabilisce il valore dell'equity, vero oggetto dei metodi di valutazione del prezzo azionario e della capitalizzazione di borsa, come valore residuo di un processo di stima che parte dalla determinazione del valore di mercato dell'impresa, al quale vengono sottratti i debiti al netto dei valori finanziari immediatamente liquidabili e della cassa. Il modello che prende il nome di *discounted free cash flow model*, utilizza per la determinazione del valore dell'impresa non i flussi immediatamente disponibili per gli azionisti, ma il valore dei flussi netti generati dall'attività tipica dell'impresa. L'ammontare dei debiti da sottrarre<sup>12</sup> a questo valore, è immediatamente desumibile dai valori riportati dal bilancio d'esercizio. Ciò che residua da questa semplice operazione aritmetica, è rappresentato da tutto il valore dell'impresa destinato ai fornitori del capitale di rischio, e questo

---

<sup>12</sup> I debiti residui quando si presenta il valore delle passività al netto dell'attivo prontamente liquidabile, nelle aziende che si trovano in uno stato di equilibrio strutturale, dovrebbe essere rappresentato quasi esclusivamente da debiti di natura finanziaria.

valore non dovrebbe in condizioni normali, discostarsi dal valore della capitalizzazione di mercato desunta attraverso l'applicazione del *dividend discount model*.

Dopo aver descritto la logica ed il funzionamento di questi modelli, pare opportuno soffermarsi sugli elementi sui quali gli stessi sono strutturati in modo da poter definire in quale maniera selezionare importi e tassi corretti e coerenti con l'effettivo andamento e prevedibile futuro sviluppo dell'azienda e del mercato nel quale si trova ad operare.

#### 1.6.1. I dividendi.

Come si è già avuto modo di sottolineare, un'attività finanziaria ha un valore proporzionato ai flussi di cassa che si prevede essa genererà nel futuro e che quindi diverranno elementi del patrimonio dell'investitore. I flussi di cassa in questione chiaramente a priori non sono conoscibili ma solo stimabili in base ad informazioni note sul prevedibile futuro andamento dell'attività della quale si vuole effettuare una valutazione. Come introdotto in precedenza, per prassi le valutazioni vengono effettuate attraverso l'attualizzazione di flussi puntualmente determinati, desumibili dalle previsioni esplicitate e giustificate nei *business plan* presentati dall'azienda che contengono tutte le valutazioni e le informazioni necessarie per addivenire ad una stima ragionevole e ponderata delle prevedibili entrate future per l'impresa. La determinazione di questi flussi di cassa, si estende necessariamente per un orizzonte temporale circoscritto, solitamente di cinque anni, che può dilatarsi o ridursi a seconda della fase di vita dell'impresa, delle condizioni di mercato nelle quali opera, ovvero di specifiche contingenze. Ad esempio una impresa che si trova ad operare in un settore nel quale è necessaria una specifica concessione, ovvero nella quale si è venuta a creare una struttura monopolistica sia di carattere naturale e strutturale del mercato (che presenta comunque dei margini di

incertezza dovuti alla possibilità che l'introduzione di un prodotto sostitutivo o di una nuova tecnologia possa modificare le attuali condizioni di operatività), che di natura istituzionale (derivante da un monopolio legale che chiaramente garantisce la posizione di monopolista a meno di modificazioni della normativa a riguardo), potrà effettuare delle stime anche puntuali dei prevedibili flussi di cassa futuri con un ampio margine di affidabilità. Per i periodi che superano nel tempo un'orizzonte nel quale è possibile operare delle stime in qualche misura giustificabili e condivisibili, è necessario individuare una misura del flusso di cassa che possa essere considerata una corretta rappresentazione della capacità reddituale dell'impresa o del capitale. A tal fine è necessario individuare una misura tendenzialmente prudente del flusso di cassa generabile nel primo periodo non compreso nel *business plan* da inserire nella formula semplificata di determinazione del valore attuale di una rendita che, come si è detto per la natura stessa dell'impresa, si assume di durata indefinita<sup>13</sup>. Questo flusso, che nel caso del *dividend discount model* è rappresentato dai dividendi, deve rappresentare un importo che si prevede l'azienda sarà in grado di generare e distribuire in condizioni di normale esercizio dell'impresa. Per questa ragione il dividendo di riferimento, deve essere normalizzato, ovvero depurato da tutte quelle componenti reddituali di natura straordinaria, che l'impresa non sarà quindi prevedibilmente in grado di replicare nel tempo. Una volta operata questa procedura di normalizzazione, un'ulteriore operazione da compiere per derivare una misura del dividendo che possa definirsi realistica ed affidabile, è necessario effettuare un'analisi di sensitività che permette di osservare come il valore attuale della rendita, si modifica al variare dei flussi previsti. Per tenere conto dei possibili scenari, il dividendo che viene inserito nella formula di attualizzazione, dovrebbe

---

<sup>13</sup> La formula alla quale si fa riferimento è quella già illustrata in precedenza secondo la quale:

$$W = R/i$$

dove il flusso è rappresentato dal primo dividendo del periodo nel quale non è più possibile stabilire valori puntuali in maniera affidabile.



rappresentare un valore atteso, ovvero dovrebbe essere calcolato come una media ponderata di flussi di cassa coerenti con differenti scenari di attività e di prevedibile sviluppo del mercato, ponderati per le probabilità che vengono attribuite al verificarsi dei vari scenari ipotizzati. Un'ulteriore precauzione che viene alle volte adottata in sede di definizione dei flussi di cassa da attualizzare, è l'applicazione del metodo di Stoccarda<sup>14</sup>. Questo strumento permette di definire dei flussi stimati in maniera maggiormente prudentiale, comportando però delle variazioni nel tasso di interesse che deve essere utilizzato nell'attualizzazione dei dividendi. Questo strumento prevede di applicare una riduzione del trenta per cento sui flussi di cassa attesi per scontare già nella determinazione delle entrate future il rischio intrinseco nell'attività d'impresa; l'introduzione di questa soluzione, comporta come accennato degli effetti sul tasso di sconto utilizzato per attualizzare il flusso di dividendi atteso: avendo il metodo di Stoccarda già depurato i flussi da una componente rappresentante il rischio, l'utilizzazione del tasso di rendimento atteso per il capitale di rischio  $r(E)$  comporterebbe una duplicazione dello sconto applicato per il rischio rappresentato dall'investimento in attività rischiose, rendendo opportuna l'applicazione di un tasso di sconto pari al rendimento atteso per un titolo privo di rischio  $r(rf)$ . Esposte le modalità adottate nella prassi per determinare i dividendi che verranno erogati in futuro, rimane comunque necessario considerare che per quanto sia possibile in qualche misura prevedere gli effetti del contesto economico e delle scelte relative alla politica dei dividendi adottate dal management, resta comunque vero che determinati effetti provocati spesso dal mercato, ma alle volte anche da effetti imprevedibili delle scelte del soggetto economico non siano valutabili in maniera oggettiva ex ante. Tralasciando i fattori esogeni che sfuggono al controllo degli amministratori della società, è possibile comunque compiere delle osservazioni relativamente all'effetto delle scelte discrezionali compiute

---

<sup>14</sup> G. ZANDA -M. LACCHINI -T. ONESTI, opera citata, 2013

dal management, soprattutto relativamente a come queste esercitino un'influenza sul valore di mercato delle azioni. È noto che secondo il teorema enunciato da Modigliani e Miller nel 1961<sup>15</sup>, le scelte relative ai dividendi da distribuire e la parte di ricavi da trattenere per effettuare gli investimenti in attività produttive, non influenzano il valore delle partecipazioni nel capitale di rischio di una società. La teoria sviluppata dai due studiosi considerava però per loro espressa previsione, un contesto di mercato perfetto che non ne rispecchia quindi le effettive condizioni. Gli investitori, sono influenzati nelle loro valutazioni dalle scelte degli amministratori rispetto alle politiche di dividendo e quando non ne condividono le aspettative sui risultati attesi dei nuovi investimenti, tendono a penalizzare le imprese che scelgono di trattenere piuttosto che distribuire gli utili.

#### 1.6.2. Il tasso di attualizzazione.

Nel processo di attualizzazione di un valore monetario disponibile nel futuro, è necessario utilizzare un tasso di sconto che sia coerente con il livello di rischio atteso dell'attività nella quale il capitale è stato investito nonché con il flusso di cassa che si intende attualizzare. Solitamente i processi di valutazione delle aziende, determinano una stima del valore delle stesse, sulla base di un processo di attualizzazione di differenti flussi di cassa, ai quali devono essere applicati differenti tassi di attualizzazione, i quali devono cioè essere coerenti con il flusso monetario che si intende attualizzare. Quando si vuole stimare il valore del capitale di rischio di un'impresa, chiaramente i flussi di cassa che verranno utilizzati, come si è avuto modo di spiegare nel paragrafo precedente, sono rappresentati dai flussi di cassa indirizzati a qualunque titolo ai detentori dei titoli di proprietà del capitale stesso; in tal caso il più coerente da utilizzare,

---

<sup>15</sup> M.H. MILLER -F. MODIGLIANI, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, 1961.

sarà rappresentato dal tasso di rendimento atteso per un investimento rischioso appartenente alla stessa classe di rischio  $r(E)$ , la cui determinazione sarà oggetto di trattazione nel corso del paragrafo. Se l'obiettivo è invece rappresentato dalla stima del valore dell'azienda, senza quindi distinguere quale parte del valore generato sia indirizzata ai soci e quale invece a fare fronte ai costi ed alla remunerazione del capitale di finanziamento fornito non a titolo di capitale di rischio, è necessario trovare una misura di rendimento che rappresenti una media ponderata tra il tasso di rendimento del capitale di rischio, ed il tasso di rendimento del capitale di debito. Tale valore viene determinato attraverso una relazione metodologica che fornisce un tasso medio ponderato per i fattori di composizione del capitale che in dizione anglosassone prende il nome di *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Il WACC non sarà oggetto di trattazione in questo capitolo, non sembrando questa la sede adeguata per affrontare in maniera esaustiva l'argomento, ci si limiterà quindi ad osservare e studiare esclusivamente il processo di determinazione del tasso di rendimento atteso per il capitale di rischio. Dovendo il tasso di attualizzazione essere applicato ad un singolo flusso di cassa atteso nel futuro, questo ragionamento è necessariamente applicabile anche nel processo di attualizzazione di una molteplicità di entrate di cassa, composto da un punto di vista teorico da una serie di flussi possibilmente attualizzabili in maniera autonoma. I flussi di cassa attesi di un progetto, sono caratterizzati da un livello di rischio che può essere assunto uniforme per i vari periodi nei quali questi flussi verranno realizzati, in quanto derivanti dalla realizzazione di un progetto caratterizzato da un suo specifico livello di rischio. Secondo l'accezione presentata precedentemente di impresa come insieme di progetti a VAN tendenzialmente positivo quindi, risulta agevole comprendere che ogni progetto attuato nella realizzazione di quella che è l'attività tipica dell'azienda, è a sua volta caratterizzato da uno specifico livello di rischio. Questo rischio nel suo insieme può essere valutato come rischio relativo all'attività tipica svolta dall'impresa alla quale ci si sta riferendo e quindi di tutti i flussi di cassa

generati nello svolgimento di questa attività, risultando in più gli stessi indistinguibili per un soggetto esterno alla società<sup>16</sup> in mancanza della diffusione di un puntuale piano industriale e di investimento. Il tasso di rendimento atteso per il capitale investito in uno specifico progetto, o in questo caso in una specifica società, è proporzionato quindi ad un livello medio di rischio che il mercato associa non ai singoli flussi di cassa, ma alla rischiosità dell'attività tipica dell'emittente.

In linea di principio il tasso di rendimento permette la remunerazione dell'investitore a fronte dell'assunzione di una serie di rischi connessi all'immobilizzazione del capitale in quella specifica attività o azienda, che possono essere in via teorica singolarmente individuati per determinare la corretta remunerazione per ogni categoria di rischio. Quando si fa riferimento alle attività rischiose in particolare, una quota significativa del rendimento è legata al rischio intrinseco della specifica attività svolta, che deve garantire una congrua remunerazione in grado di convincere l'operatore ad investire il proprio capitale in detta iniziativa.

#### 1.6.2.1. Il *Capital Asset Pricing Model*.

A questo proposito, quando si ragiona sull'opportunità di immobilizzare o meno il proprio capitale in una specifica attività, si utilizza come criterio di scelta il costo opportunità del capitale, cercando quindi di individuare tra le possibili alternative quella che a parità di livello di rischio appare come la più remunerativa; ogni investimento, per determinarne la convenienza e remuneratività, viene messo a confronto con quello che prende il nome di costo

---

<sup>16</sup> Tra i quali possono essere annoverati in linea di massima gli azionisti che non si trovano in posizioni di controllo o particolare esposizione finanziaria, che come noto non hanno alcuna possibilità di ingerire direttamente sulla gestione ed entrare in possesso di informazioni di carattere privilegiato e di conseguenza non possono avere cognizione delle specifiche di ogni singolo progetto, non dovendo essere questi rendicontati separatamente nei documenti obbligatoriamente diffusi sul mercato.

opportunità del capitale.

Per determinare la remuneratività e sopra tutto il rischio di uno specifico investimento, si tende ad utilizzare le serie storiche dei vari titoli, assumendo una certa costanza nell'andamento dei risultati dell'azienda che si vuole valutare. Attraverso l'analisi della storia delle imprese, è possibile ricavare una media dei rendimenti, che rappresenterà il rendimento atteso per i periodi successivi, e la varianza degli stessi, che rappresenterà per gli investitori una misura del rischio relativo al titolo in analisi.

Partendo da questo principio nel 1952 Harry Markowitz<sup>17</sup>, pubblica un articolo nel quale illustra una teoria per la costruzione di un portafoglio azionario. Proprio sulla base della considerazione della combinazione rischio rendimento delle varie aziende quotate sul mercato, l'economista ha ipotizzato che fosse possibile individuare una combinazione di titoli con caratteristiche differenti e con attitudini diverse rispetto all'andamento dei mercati, per la quale fosse stato possibile ridurre, fino a quasi azzerare, il livello di rischio combinato del portafoglio composto da questa serie di partecipazioni. Ciò risulta possibile poiché alcune imprese assumono un comportamento pro-ciclico mentre altre invece hanno una relazione di tipo anti-ciclico nei confronti del mercato. Questa considerazione porta a capire che per il mercato il rischio specifico di ogni singola impresa non assume rilevanza nelle scelte di investimento, potendo questo essere diversificato ed eliminato; l'unico rischio che rimane significativo per gli investitori, è quello legato all'andamento del mercato che non può essere diversificato<sup>18</sup>.

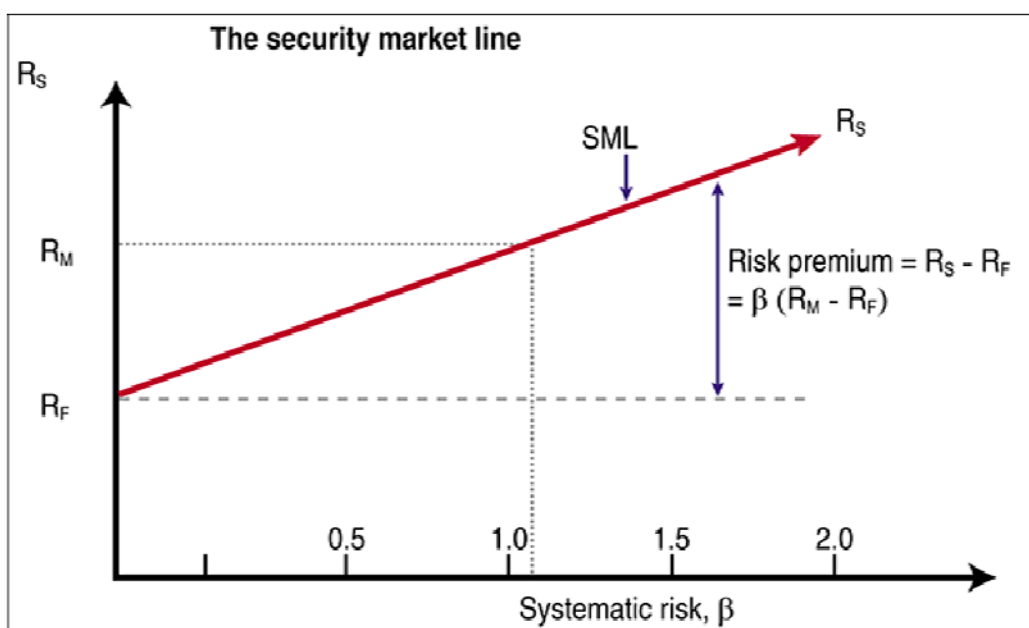
---

<sup>17</sup> H.M. MARKOWITZ, Portfolio Selection, Journal of Finance, 1952.

<sup>18</sup> L'intuizione di Markowitz, permette di comprendere il perché il mercato non dia valore alle politiche di diversificazione messe in atto dalle singole aziende. Per gli investitori il rischio specifico di una attività, può facilmente venire ridotto attraverso una adeguata politica di diversificazione del proprio portafogli, non vi è quindi ragione alcuna per la quale delle azioni che permettano di ridurre il rischio specifico dell'azienda possa portare dei benefici agli operatori di mercato. Al contrario nel vero politiche di diversificazione messe in atto da una singola azienda, possono creare una condizione di minore remuneratività del capitale investito, poiché invece di concentrare le competenze e le energie nell'attività tipica, nella quale con tutta probabilità l'azienda è in grado di produrre risultati soddisfacenti, le si disperde in attività più o meno collegate che producono solitamente rendimenti inferiori.

Questo ragionamento è alla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), un modello sviluppato per determinare il tasso di rendimento richiesto ad un'azienda operante in uno specifico settore e che rappresenta il principale criterio per determinare il tasso di sconto da utilizzare nei modelli di valutazione di tipo *equity*. Come specificato sopra, quello che conta per il mercato è il settore di appartenenza della società nella quale si investe e non le sue specifiche caratteristiche. Il modello si basa sulla semplice assunzione, che al crescere del rischio della specifica attività cresce anche il livello di remunerazione atteso dagli investitori.

Immagine 1.



Nell'immagine 1 è possibile osservare la *Security Market Line* (SML), che rappresenta graficamente il concetto espresso precedentemente dell'esistenza

---

di questa relazione positiva tra rischio e rendimento atteso. Il CAPM esprime con una semplice relazione metodologica il significato di detto ragionamento:

$$r(E) = r(rf) + \beta[r(m) - r(rf)]$$

dove,

$r(E)$ , rappresenta il rendimento atteso per il capitale di rischio di una impresa operante in uno specifico settore;

$r(rf)$ , rappresenta il rendimento atteso per un titolo privo di rischio;

$\beta$ , rappresenta una misura del rischio sistematico;

$r(m)$  rappresenta il rendimento del portafogli di mercato.

Partendo dall'analisi del tasso di rendimento atteso per un titolo privo di rischio, è possibile osservare graficamente che rappresenta l'intercetta della SML con l'asse delle ordinate. Questo sta a significare che il tasso *risk free* non ha alcuna interazione con l'andamento del mercato <sup>19</sup> e rappresenta il rendimento più basso che ci si possa aspettare di ricevere da un titolo in assoluto. Questo tasso varia da mercato a mercato e di norma rappresenta il rendimento dei titoli di stato emessi nella nazione nel cui mercato regolamentato è quotato il titolo del quale si vuole determinare il rendimento atteso  $r(E)$ . Nonostante i titoli di stato vengano assunti come privi di rischio, è chiaro che condizioni specifiche del contesto socio-politico ed economico di una singola nazione possano comportare variazioni nel livello di remunerazione minimo richiesto dagli agenti di mercato per investire in tali titoli.

---

<sup>19</sup> Si vedrà di fatti che il  $\beta$  rappresenta la misura nella quale il rischio di un titolo è legato al rischio non diversificabile dal mercato.

Tabella 1.1<sup>20</sup>

Mercato	Descrizione	Data Ultimo	Ultimo
AUSTRIA	AGB 10A	17:29	1,04%
BELGIO	OLO 10A	17:29	1,08%
DANIMARCA	Gov.Bond 10A	17:29	0,97%
FINLANDIA	FGB 10A	17:29	0,78%
FRANCIA	Oat 10A	17:29	1,08%
GERMANIA	Bund 10A	17:29	0,73%
IRLANDA	IGB 10A	17:29	1,40%
ITALIA	BTP 10A	17:29	1,91%
PAESI BASSI	Gov.Bond 10A	17:29	0,92%
PORTOGALLO	OT 10A	17:29	2,61%
REP. CECA	Gov.Bond 10A	17:29	0,88%
SLOVENIA	Gov.Bond 10A	17:29	2,01%
SPAGNA	Bonos 10A	17:29	2,30%
UNGHERIA	Gov.Bond 10A	17:29	3,74%

Dati forniti da vwd group Italia - Fonte dati: MTS

Nella Tabella 1.1, riportante i tassi a 10 anni dei principali titoli di stato negoziati nei mercati europei, è possibile osservare come il livello del rendimento assunto come privo di rischio si modifichi a seconda della nazione emittente. Solitamente il tasso di riferimento utilizzato è rappresentato dal rendimento del Bund tedesco, che viene utilizzato quindi nell'implementazione del CAPM.

Per il tasso di rendimento del mercato  $r(m)$  viene seguito il medesimo ragionamento legato al concetto di relazione ad inclinazione positiva tra rischio e rendimento. Questo rappresenta la remunerazione mediamente pagata dal mercato ai detentori dei titoli quotati. L'intero portafogli di mercato, composto per definizione da tutte le imprese quotate in una singola nazione, comprende imprese caratterizzate da livelli di rischio estremamente differenti fra di loro,

---

<sup>20</sup> Dati al 30/8/2015 forniti da [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).



che di conseguenza devono garantire tassi di remunerazione che oscillano lungo tutto il ventaglio dei rendimenti osservabili, a partire dal più elevato pagato dalla impresa che si trova nello stato di maggior rischio, fino ad arrivare al tasso privo di rischio. Anche qui vi sono varie differenze rilevabili nelle molteplici nazioni presso le quali sono quotate le società emittenti essendovi differenze di rischio sistematico (ovvero non diversificabile) nei vari contesti nazionali. Il valore del rendimento medio atteso del mercato assume rilevanza in quanto permette di individuare il premio per il rischio che gli investitori si attendono per investire in un'attività rischiosa piuttosto che in un'attività priva di rischio. Il premio per il rischio è individuato attraverso la differenza  $[r(m) - r(rf)]$ , che mostra quindi paese per paese il premio che viene richiesto in media al mercato dei capitali di rischio, senza specificare il settore di attività.

Le considerazioni che sono state presentate finora, sono quindi riferite esclusivamente al mercato senza specificazioni di settore di attività o altre caratteristiche che possano avere effetti sulle valutazioni di mercato.

Come introdotto sopra, l'unica misura di rischio che dovrebbe essere presa in considerazione in sede di determinazione dell'adeguato rendimento da aspettarsi da un titolo nel quale si è deciso di investire, è il rischio sistematico, ovvero quel rischio che non è diversificabile, in quanto legato alle condizioni del mercato e non alle specifiche caratteristiche e vicissitudini di una specifica impresa o di uno specifico settore. La relazione esistente fra il rischio del mercato e quello di uno specifico settore è misurata all'interno del modello CAPM dal *beta* ( $\beta$ ), che rappresenta una misura della sensibilità di un titolo alle variazioni dei risultati del mercato. Il valore di questo indicatore di sensibilità viene misurato attraverso la relazione:

$$\beta = \sigma(i, m) / \sigma^2(m)$$

dove,  $\sigma(i, m)$  rappresenta la covarianza tra il titolo ( $i$ ) selezionato ed il mercato ( $m$ ), mentre  $\sigma^2(m)$  rappresenta la varianza del mercato.

Comportando il calcolo del  $\beta$  non poche difficoltà di carattere pratico e statistico, relative ad esempio alla raccolta dei dati utili, alla scelta dell'orizzonte temporale di riferimento o all'eliminazione di valori estremi che rischiano di distorcere i risultati riducendone la significatività da un punto di vista statistico nella pratica si è soliti ricorrere a dati contenuti in specifici database<sup>21</sup> che presentano tutti i dati necessari al processo di valutazione di un'azienda presentando ad esempio il valore del *beta* per ogni singola azienda contenuta nell'archivio, ed un valore del *beta* di settore, che può essere utilizzato nell'implementazione del CAPM. Il valore del *beta* presentato da questi archivi informatici come quello misurato attraverso la relazione illustrata, non tiene conto per come è strutturato di caratteristiche specifiche delle imprese, che come asserito in precedenza non dovrebbero influenzare il costo del capitale di rischio. In vero la dottrina economica ha sviluppato alcuni correttivi che permettono di tenere conto di determinate caratteristiche in grado di modificare l'effettivo livello di rischio delle imprese. Un primo elemento in grado di modificare in maniera non trascurabile il livello di rischio dell'impresa, è il livello di leva operativa (del quale però già il *beta* individuato per settore negli archivi ai quali si è fatto riferimento, subisce una discreta influenza poiché le varie aziende operanti in medesimi settori, tipicamente presentano strutture di costo non dissimili fra di loro), solitamente però questo elemento viene preso in scarsa considerazione; un secondo elemento il quale però è stato trattato in maniera più approfondita dagli economisti è il livello di leva finanziaria della singola impresa della quale si vuole valutare il rischio. Per esprimere il valore di *beta* rilevante ai fini della determinazione del rischio dell'azienda in questione, viene utilizzata la relazione sviluppata

---

<sup>21</sup> A titolo d'esempio si citano Yahoo Finance, il database a pagamento Bloomberg ed il database sviluppato da Damodaran.

dall'economista Robert Hamada, (la quale solitamente viene utilizzato per le imprese non quotate) che permette di depurare il rischio di una singola impresa dall'effetto sul rischio introdotto dall'indebitamento, attraverso la seguente relazione metodologica:

$$\beta(L) = \beta(U)[1 + (1 - t)(D/E)]$$

dove,

$\beta(U)$ , rappresenta il *beta unlevered* ovvero il *beta* del capitale di rischio;

$\beta(L)$ , rappresenta il *beta levered*, ossia il *beta* relativo ad una società indebitata;

$t$ , rappresenta l'aliquota fiscale;

$D/E$ , rappresenta il livello di leva finanziaria.

Nella stima del livello di rischio dell'impresa oggetto di valutazione, risulta quindi opportuno determinare in via preliminare il valore del rischio dell'attività in assenza di indebitamento, per poi correggere questo importo per il livello di leva operativa effettivamente caratterizzante la società di riferimento.

In conclusione si può ora descrivere il ruolo del *beta* nella relazione del CAPM illustrata in precedenza. Alla luce di quanto descritto, è possibile ora affermare che il *beta* viene quindi utilizzato per esprimere quanto il rischio della specifica impresa sia legato al rischio di mercato, permettendo di calcolare attraverso  $\beta[r(m) - r(rf)]$  il premio per il rischio da applicare al titolo in questione, in modo da poter definire, aggiungendo il tasso per un titolo privo di rischio  $r(rf)$ , il costo opportunità  $r(E)$  dell'impresa *resima*.

### 1.6.2.2. L'Arbitrage Pricing Theory.

Un modello alternativo a quello descritto in precedenza è rappresentato dall'*Arbitrage Pricing Theory* sviluppato da Stephen Ross nel 1976<sup>22</sup>. Questo modello si sviluppa a partire da un ragionamento differente rispetto a quello che troviamo a fondamento del *Capital Asset Pricing Model*, che si basa sul concetto di identificazione e costruzione di un portafoglio efficiente. L'APT parte dal concetto che il rendimento di un'azione dipenda parzialmente da fenomeni di natura macroeconomica e parzialmente da fenomeni che influenzano direttamente i risultati delle singole imprese, chiamati elementi di disturbo. Questo ragionamento porta alla formulazione della seguente relazione:

$$r - r(rf) = \beta(1)r[r(1) - r(rf)] + \beta(2)[r(2) - r(rf)] + \dots + \beta(n)[r(n) - r(rf)]$$

sulla base di alcune assunzioni:

- il premio per il rischio dipende dal premio per il rischio associato ai vari fattori;
- il premio per il rischio di una particolare azione, è sensibile in maniera differente ai vari fattori;
- in assenza di dipendenza tra il rischio della specifica azienda ed i fattori di rischio (ovverosia con tutti i *beta* pari a zero) non si ha un premio per il rischio.

Questa teoria si basa sulla costruzione di un portafoglio seguendo uno schema di arbitraggio, vendendo cioè allo scoperto titoli privi di rischio per finanziare l'acquisto di portafogli rischiosi con esposizione pari ad uno ai differenti fattori di rischio. Sulla base del modello sviluppato da Ross, Eugene Fama e Kenneth French<sup>23 24</sup> in collaborazione con Mark Carhart, hanno sviluppato un modello a

---

<sup>22</sup> S. ROSS, The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory* 1976.

<sup>23</sup> E.F. FAMA -K.R. FRENCH, Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, *Journal of*

quattro fattori, nel quale si ipotizza la combinazione di quattro portafogli nei quali viene praticata una politica arbitraggista, al fine di ricavare il rendimento atteso per un determinato titolo. Come nel modello di Ross, i tre studiosi assumono che il rendimento atteso di un titolo dipenda dal premio per il rischio ottenuto come remunerazione per differenti fattori di rischio, in proporzione all'esposizione della specifica azienda a tale rischio. I portafogli inseriti nel modello, prevedono l'utilizzo di politiche d'arbitraggio secondo quattro differenti strategie:

- un portafogli (*Mkt*), nel quale venga venduto allo scoperto un certo ammontare di titoli di stato (*risk free*), acquistando un titolo rappresentativo del mercato;
- un portafogli (*SMB*), costruito vendendo allo scoperto titoli delle aziende con maggiore capitalizzazione di mercato ed acquistando i titoli con la minore capitalizzazione di mercato<sup>25</sup>;
- un portafogli (*HML*), costruito vendendo allo scoperto titoli relativi ad aziende con un basso valore del *book to market ratio*, ed acquistando azioni di imprese che presentano una tendenza opposta<sup>26</sup>;
- un portafogli (*PRIYR*), costruito con una strategia che prende il nome di *Momentum*, la quale prevede la vendita allo scoperto azioni rappresentanti la

---

Finance, 1995.

<sup>24</sup> E.F. FAMA -K.R. FRENCH, Industry Costs of Equity, Journal of Financial Economics, 1997.

<sup>25</sup> Il portafogli *Small-Minus-Big* permette di individuare il premio per il rischio pagato per le aziende con minore capitalizzazione di mercato: il loro valore attuale è inferiore rispetto alle imprese con una maggiore capitalizzazione, poiché essendo aziende ad alta capacità di produzione di reddito, il mercato si attende rendimenti più elevati rispetto alle concorrenti, anche perché risultano necessariamente caratterizzate da un maggiore livello di rischio rispetto alle imprese con alta capitalizzazione di mercato.

<sup>26</sup> Il portafogli *High-Minus-Low* rispetta lo stesso principio del portafoglio *Small-Minus-Big* per il quale il valore attuale dei flussi di dividendi attesi per le singole azioni relative alle imprese più profittevoli, risulta maggiormente scontato, e quindi a parità di dividendi, di livello inferiore, rispetto a quello delle imprese meno profittevoli. A parità di valore del denominatore, ovvero del valore contabile dell'impresa, un denominatore di valore inferiore, associato quindi ad una impresa più profittevole, restituisce un *book to market ratio* di valore inferiore rispetto a quello di una impresa con più bassi livelli di redditi attesi.

partecipazione al capitale di rischio delle aziende che hanno conseguito i risultati peggiori nell'esercizio precedente e l'acquisto di azioni delle società che hanno presentato vice versa, i risultati migliori.

Questo modello risulta più complesso di quello proposto dal CAPM, ma ha il vantaggio di eliminare possibili distorsioni derivanti dall'inefficienza che caratterizza il mercato, prendendo in considerazione tutti quegli elementi che a modo di vedere di Fama French e Carhart, sono in grado di giustificare il rendimento atteso per ogni specifica azienda. Moltiplicando i premi relativi ad ogni categoria di rischio per un coefficiente specifico per ogni singola impresa, è possibile determinare quindi il premio per il rischio che deve essere aggiunto ad un quinto fattore, rappresentato dal tasso di rendimento relativo ad un titolo privo di rischio, secondo la seguente relazione:

$$r(E) = r(rf) + \beta^{Mkt}[r(Mkt) - r(rf)] + \beta^{SMB}r(SMB) + \beta^{HML}r(HML) + \beta^{PR1YR}r(PR1YR)$$

I due modelli presentati, il CAPM ed il APT, sono dotati di un forte impianto strutturale, che permette di considerarli entrambi validi; sarà quindi lo stimatore a decidere in base alle proprie preferenze, conoscenze ovvero al livello di dettaglio che intende utilizzare, quale delle due alternative risulti più adeguata alle esigenze del processo di valutazione.

### 1.6.3. Il tasso di crescita “g”.

Un ulteriore fattore da tenere in considerazione in sede di definizione del valore di mercato delle azioni attraverso il *Dividend Discount Model*, è rappresentato dal tasso previsto di crescita dei ricavi e di conseguenza dei dividendi distribuibili ai proprietari delle azioni delle quali si sta operando la valutazione. La crescita nei ricavi o dividendi di un'azienda, deriva da fattori

interni ed esterni che essa è alle volte in grado di controllare, mentre altre volte no. La crescita può essere determinata da un fattore esogeno come una crescita spontanea della domanda, non generata quindi da strategie aziendali; ma questo sviluppo della richiesta potrebbe anche essere conseguenza di strategie di differenziazione o di campagne di marketing<sup>27</sup>, o dell'introduzione di una innovazione in grado di acquisire quote di mercato. Nel breve-medio termine, come per i dividendi attesi, è possibile stimare in maniera puntuale la crescita prevista in base alle strategie ed allo studio dei movimenti del mercato di sbocco, analizzati nei *business plan* aziendali, sulla base dei quali è possibile operare una stima dotata di un elevato grado di affidabilità. Quando il tasso di crescita da stimare eccede un orizzonte temporale nel quale risulti possibile attuare delle previsioni con un sufficiente grado di certezza, bisogna determinare la prevedibile capacità di sviluppo dell'azienda in base a dei fattori determinati dalle politiche di lungo periodo della società. In prima approssimazione, pare ragionevole assumere che un'azienda non possa all'infinito presentare una crescita che ecceda significativamente il tasso di sviluppo del settore di appartenenza, lì dove è anche necessario considerare che un settore a sua volta affronta fasi di vita comuni a tutti i prodotti e settori di mercato che nel lungo termine, se non destinati a sparire, in fase di maturità raggiungeranno un livello di stabilità che porterà ad assumere un livello di crescita prossimo allo zero in termini reali. Da un punto di vista pratico è comunque possibile stabilire il livello di crescita a lungo termine dell'impresa, basandosi sull'analisi delle politiche di investimento.

I dividendi erogati da un'impresa dipendono dai rendimenti, dal numero delle azioni e tasso di dividendo adottato:

$$D(t) = [\text{Ricavi}(t)/\text{azioni emesse}(t)] * \text{tasso dividendo}.$$

---

<sup>27</sup> Considerate da alcuni in se uno strumento di differenziazione, in grado di generare apprezzamento e notorietà presso il pubblico.

Introducendo un'ipotesi semplificatrice, si assume che le aziende investano nell'attività produttiva, e di conseguenza nella crescita, una frazione dei ricavi complementare al tasso di dividendo applicato. Considerando che la variazione dei ricavi è data dal rendimento incrementale originato dai nuovi investimenti, è possibile formulare la seguente relazione:

$$g = (\text{variazione dei ricavi} / \text{ricavi}) = (1 - \text{tasso di dividendo}) \text{ROI}$$

ma avendo assunto che gli investimenti siano costituiti esclusivamente dalla frazione di ricavi non distribuiti agli azionisti è possibile affermare che il *ROI* (*Return On Investments*)

è uguale al ROE (*Return On Equity*). Sulla base delle assunzioni introdotte è quindi possibile affermare che nel lungo periodo il tasso di crescita dei dividendi “*g*” dipende dalle politiche di distribuzione dei dividendi (e di conseguenza dal tasso di reinvestimento degli utili) e dal rendimento che l'impresa è in grado di garantire sul capitale investito dagli azionisti:

$$g = \text{RetentionRate} * \text{ROE}.$$

### 1.7. Il metodo dei multipli.

Dopo aver analizzato il *Dividend Discount Model*, che permette di determinare il valore delle azioni sulla base del valore attuale dei flussi di cassa attesi che esse saranno in grado di garantire ai loro detentori, può essere introdotto un metodo sintetico alternativo, quello basato sui multipli di mercato.

Questo modello si basa sulla citata legge del prezzo unico<sup>28</sup>, secondo la quale

---

<sup>28</sup> Si veda in proposito quanto detto nel paragrafo 1.6.



sul mercato il prezzo rispecchia le aspettative di tutti gli operatori. Se questa legge è verificata sui mercati, e si assume che ciò sia vero, allora è probabilmente possibile confrontare le imprese su delle singole dimensioni, in particolare su quei valori che solitamente vengono utilizzati dagli investitori per determinare il prezzo dei titoli azionari. I multipli rappresentano un metodo sintetico di valutazione, in quanto non vengono influenzati dalla scala delle imprese ed anzi, permettono proprio di mettere a confronto imprese di dimensioni diverse giungendo a delle valutazioni che rispettano per le ragioni sopra esposte, i criteri di valutazione utilizzati dal mercato. Per poter utilizzare i multipli di mercato, è necessario preliminarmente selezionare delle imprese che siano effettivamente comparabili; perché questo sia possibile bisogna anzi tutto individuare con un certo livello di precisione il settore di appartenenza trovandosi solitamente le imprese a possedere caratteristiche simili quando operano nello stesso mercato; dopo di che bisogna valutare se le imprese possiedono delle peculiarità che possano determinare delle differenze significative rispetto alla concorrenza, che non sono perlomeno al momento, rispecchiate nei ricavi o nella dimensione che si è scelto di utilizzare come valore per effettuare il confronto.

Tra i multipli di mercato ve n'è sicuramente uno che ha raccolto i maggiori consensi, divenendo il più utilizzato in sede di valutazione di un titolo azionario; questo multiplo è rappresentato dal *Price Earnings Ratio*. Come è possibile intuire dal suo nome, questo multiplo viene calcolato come rapporto fra una misura del valore dell'azienda, solitamente il prezzo rilevato sul mercato, ed una misura contabile normalizzata dei risultati conseguiti, rappresentati solitamente dagli utili per azione<sup>29</sup>. Il ragionamento che si trova alla base dell'utilizzo dei multipli, risiede nel concetto base della finanza per il

---

<sup>29</sup> È importante che il reddito che si seleziona come elemento da inserire al numeratore, sia depurato da qualunque tipo di elemento di natura straordinaria (che quindi l'azienda non sia in grado di replicare in futuro), il quale non può rappresentare un elemento sulla base del quale costruire uno strumento di valutazione dell'impresa.

quale quando si acquista un'attività, si sta acquistando il diritto sui flussi di cassa che essa sarà in grado di generare. Data l'esistenza di differenze soprattutto dimensionali nelle imprese, sia come causa che come conseguenza della maggiore o minore portata degli utili che saranno in grado di generare, è necessario poter individuare uno strumento che dia conto di una misura di valutazione e comparazione, e questa soluzione è stata individuata proprio nei multipli.

Il *P/E Multiple* come già introdotto, viene calcolato quindi su base azionaria, e poggia sulle basi di ragionamenti finanziari validi anche per il *Dividend Discount Model*: scomponendo opportunamente il multiplo in questione è di fatti osservabile che esso dipende dalle stesse variabili che determinano il prezzo di un'azione in base al *DDM*:

$$\begin{aligned} P/E &= P(0)/EPS(1) = [D(1)/EPS(1)]/[r(E) - g] \\ &= \text{tassodi dividendo}/[r(E) - g] \end{aligned}$$

Il metodo dei multipli di mercato per avere efficacia, deve ricorrere a dei multipli stimati come media dei valori di mercato per imprese operanti nello stesso settore, dovendo comunque essere garantita la rappresentatività del multiplo utilizzato, in modo da essere influenzato il meno possibile da caratteristiche specifiche delle singole imprese. Appare evidente che utilizzare un multiplo calcolato sulla base di una sola impresa, comporta il rischio di influenzare il risultato del processo di valutazione per l'utilizzo di un coefficiente che rispecchi caratteristiche peculiari dell'impresa sulla base della quale questo sia stato determinato. Il lavoro richiesto dall'individuazione di tutte le imprese che possiedono le medesime caratteristiche, il calcolo dei rispettivi multipli, l'eliminazione degli *outliers* ed il calcolo della media di questi, potrebbe rappresentare un ostacolo all'utilizzazione di questo semplice ed immediato metodo di valutazione. Come per le misure dei *beta* dei quali si è ampiamente trattato in precedenza, è fortunatamente possibile reperire questi dati su degli specifici archivi su base informatica, eliminando la necessità di

compiere l'altrimenti indispensabile e dispendioso sforzo di ricerca. Calcolato od individuato il multiplo coerente con caratteristiche coerenti con quelle dell'impresa delle cui azioni si vuole determinare il prezzo, è sufficiente moltiplicarlo per il valore degli utili normalizzati per ottenere il risultato ricercato.

L'utilizzo del *Price Earnings Ratio*, implica alcune considerazioni relative alle dimensioni che vengono utilizzate per determinarne il valore. Quando il multiplo viene calcolato sulla base di risultati già conseguiti, ovvero quelli ricavabili dal bilancio d'esercizio, ci si riferisce ad esso con il termine anglosassone *trailing multiple*. Il problema di un multiplo calcolato sulla base di dati passati, è rappresentato dall'inevitabile conseguenza che esso non può rispecchiare il valore dell'andamento anche semplicemente nell'immediato futuro dell'impresa. Come già illustrato sarebbe relativamente semplice utilizzare dati attesi per un prossimo futuro; quando nel calcolo del multiplo si decide di utilizzare in maniera più appropriata un dividendo stimato, solitamente relativo all'esercizio in corso e che verrà distribuito nel corso del successivo anno, si parla di *forward multiple*. Un altro correttivo sviluppato dalla dottrina, trova fondamento nell'idea che il mercato probabilmente, quando è caratterizzato da un sufficiente livello di efficienza informativa, sconta sul prezzo delle azioni informazioni già di dominio pubblico, ma che per motivazioni solitamente di carattere contabile, non possono essere riportate nella determinazione degli utili d'esercizio e chiaramente neanche nella scelta dell'ammontare di dividendi distribuibili agli azionisti. Per le ragioni ora esposte si è valutato di correggere quindi il multiplo per il tasso di crescita atteso nei ricavi dell'impresa. Questa variante prende il nome di *Price, Earnings, Growth ratio*<sup>30</sup>, calcolato come:

$$P.E.G. = [P(0)/EPS(1)]/g$$

---

<sup>30</sup> C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di Bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

dove il tasso di crescita viene introdotto per discriminare fra imprese che, nonostante siano caratterizzate da un simile multiplo P/E, presentano tassi di crescita differenti che se noti per gli investitori, determinano di conseguenza una differente stima del prezzo al quale esse vengono scambiate sul mercato.

### 1.8. Fonti di scostamento dai valori fondamentali.

Analizzati gli strumenti che sulla base dei fondamentali permettono di determinare il prezzo di mercato dei titoli azionari, è opportuno soffermarsi brevemente su elementi anche non di natura finanziaria, solitamente rispecchianti aspettative personali di investitori o amministratori, che comportano uno scostamento fra i valori attesi determinati su di una base teorica e puramente finanziaria, ed i valori osservati sui mercati.

Una prima classe di elementi che determinano queste distorsioni nei prezzi vengono studiate dalla finanza comportamentale<sup>31</sup>. Questi studi partono dall'assunto che gli individui non si comportano sempre in maniera razionale, e ciò emerge in maniera chiara nei loro atteggiamenti verso il rischio e le probabilità. Ragionando sull'avversione degli individui al rischio Kahneman e Tversky hanno sviluppato la nota *Prospect Theory*<sup>32</sup>, secondo la quale gli individui valutano i risultati dei loro investimenti sulla base non del valore attuale delle attività possedute, ma rispetto alle variazioni occorse nel loro patrimonio. In conseguenza di ciò, mostrano una chiara riluttanza nel subire delle perdite, anche se di dimensione ridotta, e pretendono di conseguenza dei rendimenti più elevati per compensare il rischio, rispetto a quelli determinabili

---

<sup>31</sup> La finanza comportamentale rappresenta una branca della psicologia comportamentale, un ambito di studio che si occupa di analizzare le implicazioni dei fattori psicologici nelle scelte di carattere economico-finanziario.

<sup>32</sup> D. KAHNEMAN -A. TVERSKY, A Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 1979.

in base all'applicazione di formule finanziarie. Passando invece ad un'analisi relativa alla percezione soggettiva delle probabilità, gli investitori mostrano una chiara e ricorrente tendenza a sovrastimare le probabilità di avvenimento di un evento positivo o negativo, sulla base delle proprie esperienze recenti. Spesso poi l'effetto combinato di avversione al rischio ed incapacità di stimare in maniera oggettiva le probabilità, porta gli individui ad assumere atteggiamenti conservativi, spingendoli ad esempio a non cambiare la propria posizione rispetto ad un titolo, anche quando questo cambiamento appare ragionevole in termini finanziari.

Oltre ad elementi di natura strettamente psicologica, vi sono altre valutazioni di carattere economico, che comportano la nascita delle differenze osservabili tra valori di mercato e prezzi teorici delle azioni. In questo ambito bisogna ragionare sulle differenti tipologie di azioni che le imprese hanno facoltà di emettere. I titoli ai quali solitamente si fa riferimento sono i titoli ordinari, i quali garantiscono diritti patrimoniali e diritti di controllo sull'impresa, in misura proporzionale, come espresso dalla previsione un'azione un voto, dove ogni azione rappresenta una quota (di eguale misura rispetto a tutte le altre) di partecipazione al capitale di rischio della società, come previsto nel nostro ordinamento dall'art. 2348 del codice civile. Allo stesso articolo viene però prevista la possibilità di emettere differenti categorie di azioni fornite di particolari diritti, ma che devono essere comunque uguali all'interno della singola categoria. Tra queste rientrano le azioni di risparmio introdotte dalla legge 216 del 1974, caratterizzate dalla mancanza del diritto di voto ad esse associato e dalla possibilità di essere emesse solo da società quotate alla Borsa Italiana. Precedentemente per questa particolare categoria di azioni, era previsto dal Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/1998) che lo statuto dovesse indicare una misura minima di dividendi erogabili in ogni esercizio. Nonostante questa previsione non sia più in vigore, la quasi totalità delle azioni di risparmio, e di quelle che conferiscono diritti di voto solo su particolari ed individuati argomenti, garantiscono ai loro detentori dei

dividendi maggiorati rispetto a quelli conferiti dalle azioni ordinarie, come compensazione della loro ridotta o nulla possibilità di ingerire sulla gestione o sulle scelte relative a fondamentali momenti di vita dell'impresa. Il valore che il mercato attribuisce al diritto di controllo può essere misurato attraverso la suddivisione del valore delle azioni in *investment segment* ed in un *vote segment*. La scissione di queste due parti del prezzo di un'azione permettono di dimostrare empiricamente che il diritto di voto, determina una maggiorazione del valore di un titolo rispetto al valore determinato in base ai fondamentali; questo premio assume un valore inferiore o superiore al verificarsi di determinate condizioni. Nei mercati dove si sperimenta un basso livello di protezione degli azionisti di minoranza, i pacchetti azionari che permettono di ottenere il controllo dell'ente, godono di un premio molto elevato, mentre pacchetti di minoranza che forniscono diritti di voto assolutamente insufficienti per ingerirsi in maniera utile all'interno dell'attività dell'impresa presentano un premio per il voto decisamente inferiore. Questo valore si riduce ulteriormente quando non sono previsti, o i diritti forniti delle azioni scambiate non permettono di esercitarli, meccanismi che permettano di esperire azioni di responsabilità nei confronti di amministratori o soci di maggioranza. Fino a poco tempo fa, solo limitatamente ad alcuni mercati esteri era possibile osservare come il premio pagato dal mercato per azioni incorporanti diritti di voto, si accrescesse per le azioni fornite di diritti di voto plurimo. In seguito ad una previsione normativa di recente introduzione, è ora possibile anche in Italia prevedere che le società emettano azioni che forniscono il diritto di esercitare più di un voto. Con la recente conversione del Decreto Competitività (d.l. 91/2014 convertito in legge 116/2014 nel mese di agosto) è stato modificato l'art 2351 del codice civile inserendo la possibilità per le società per azioni, di emettere titoli azionari forniti di plurimi diritti di voto, fino ad un massimo di tre. La legge citata ha comportato delle modifiche anche per il Testo Unico della Finanza, il quale vieta all'art. 127 *sexies* per le

società emittenti quotate su mercati regolamentati di emettere azioni con diritti di voto plurimi, potendo però le stesse successivamente alla quotazione mantenere le azioni a diritto di voto plurimo anteriormente emesse con la facoltà di nuove emissioni, entro determinati limiti, di partecipazioni fornite delle medesime caratteristiche. L'articolo 127 *quinquies* introdotto dalla medesima legge, introduce però per le società già quotate sui mercati regolamentati, la facoltà di emettere delle *loyalty shares*, ovvero sia delle azioni che garantiscono a fronte del continuato possesso da parte dello stesso investitore della medesima azione per un periodo di almeno due esercizi, la possibilità di esercitare un diritto di “voto maggiorato”, che permette di raggiungere al massimo la quota di due voti per azione. L'introduzione di queste nuove previsioni normative permetterà di osservare anche sul mercato azionario domestico, ad un incremento del valore di quotazione di determinate azioni in ragione dei maggiori diritti di carattere non patrimoniale conferiti, che per determinate ragioni anche psicologiche, come il compiacimento di certi individui nel raggiungere posizioni di controllo, possono superare significativamente il valore attribuito per ragioni esclusivamente di carattere finanziario.

## CAPITOLO 2

# IL RUOLO DELLE INFORMAZIONI SUI MERCATI E L'INTRODUZIONE DELL'*INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARD 13*.

Sommario: 2.1. - Il mercato dei capitali; 2.2. - Le informazioni come soluzione alle inefficienze del mercato; 2.3. - Gli obblighi informativi ed il bilancio d'esercizio; 2.4. - Il ruolo del principio di prudenza e le distorsioni provocate nel processo di valutazione; 2.5. - L'introduzione dei principi contabili internazionali; in particolare il ruolo del *fair value*; 2.6. - La rappresentazione in bilancio al *fair value*; il ruolo del principio contabile internazionale IFRS 7 e l'effetto dell'introduzione dell'IFRS 13.

L'esercizio dell'attività d'impresa, comporta lo svolgimento di una serie di atti e negozi coordinati e finalizzati al raggiungimento dell'oggetto sociale. Per ragioni di natura differente sono previsti dalla legge obblighi informativi di vario genere, che permettono di registrare in maniera puntuale ogni



operazione compiuta nel tentativo di raggiungere tale obiettivo, e di diffonderla ad una serie di soggetti interessati per ragioni differenti all'andamento dell'azienda. In origine la contabilità nasce per ragioni ravvisabili nell'esigenza dell'imprenditore di avere traccia dell'andamento dei suoi affari, per poter organizzare la produzione e la vendita, tenere traccia di fornitori e creditori e per riuscire a comprendere l'andamento generale della sua attività. Naturalmente le scritture sono sempre state utilizzate anche ai fini impositivi, permettendo al sistema tributario di individuare in maniera puntuale l'andamento dei ricavi e dei costi, per conoscere alla conclusione di ogni esercizio, l'ammontare della materia imponibile.

È necessario considerare poi che un fattore indispensabile nell'esercizio di qualunque attività produttiva è rappresentato dal capitale; il capitale non può sempre derivare nella sua interezza, dalla ricchezza personale dell'imprenditore, perché questa può non essere sufficientemente capiente, ovvero perché per diversificare il proprio rischio, un individuo può decidere di non immobilizzare la propria ricchezza in una sola attività. Per poter accedere a delle fonti esterne di finanziamento è requisito necessario poter fornire preliminarmente le informazioni necessarie affinché il finanziatore sia in grado di addivenire ad una valutazione sufficientemente attendibile della solvibilità dell'imprenditore o dell'impresa, in maniera tale da poter stabilire se, quanto ed a quali condizioni, esporsi nei suoi confronti.

Il sistema economico moderno e globalizzato, offre alle imprese l'opportunità di espandere la loro produzione verso l'esterno in maniera potenzialmente e virtualmente illimitata. La realizzazione di nuovi piani di sviluppo, richiede necessariamente nuovo capitale, che non sempre le banche sono in grado od intenzionate a fornire. In determinate condizioni poi la credibilità e solidità di un'impresa o di un marchio, fanno sì che il pubblico sia in condizioni di accordare una tale fiducia all'impresa, da essere disposto ad investire il proprio capitale in essa, ad un costo che potrebbe rivelarsi per la stessa, alle volte inferiore a quello rappresentato dagli interessi che dovrebbero essere versati

ad istituti di finanziamento classici. Perché il pubblico di investitori possa riversare la propria fiducia nei confronti di una specifica impresa, è però necessario che essa gli fornisca tutte le informazioni necessarie per comprendere le aspettative di sviluppo e prima ancora il proprio livello di rischiosità ed affidabilità. Per affrontare un argomento così complesso, dotato di una serie di implicazioni a livello sia aziendale, che del mercato nel suo complesso, il capitolo è stato così strutturato: il paragrafo 2.1. introduce alcune considerazioni generali sui mercati dei capitali, con un particolare riferimento alla questione legata all'efficienza dei mercati stessi, la quale determina il ruolo ed il valore dell'informativa fornita e diffusa presso il pubblico degli investitori. Assunto che il mercato presenta caratteristiche tali che è possibile affermare sia caratterizzato da un livello di efficienza semi-forte, il paragrafo 2.2. introduce il ruolo dell'informativa societaria come strumento di correzione delle asimmetrie informative dei mercati. Determinato il ruolo delle comunicazioni obbligatorie, il capitolo 2.3. presenta il novero della documentazione che i soggetti quotati sono tenuti a redigere e diffondere. Il paragrafo 2.4. fornisce un'analisi del ruolo del principio di prudenza caratterizzante i principi di redazione dei bilanci nel contesto italiano, in particolare come il ricorso allo stesso, possa determinare in sede di valutazione delle distorsioni di rappresentazione rispetto al reale valore dell'impresa. I paragrafi 2.5. e 2.6. sono incentrati sulla descrizione del ruolo che l'introduzione della valutazione al *fair value*, congiuntamente all'introduzione dei principi contabili internazionali, ha avuto sulla rappresentazione di bilancio e sulla significatività dell'informativa, anche alla luce delle ulteriori e più stringenti previsioni introdotte, con efficacia per i bilanci redatti a partire dal primo gennaio 2013, dal principio contabile internazionale IFRS 13.

## 2.1. Il mercato dei capitali.

Come asserito poco sopra, la principale fonte di finanziamento delle società di maggiori dimensioni, è rappresentato da capitale di rischio reperito sui mercati regolamentati. Il mercato è composto da una serie sterminata di individui i quali investono il proprio capitale in attività rischiose aspettandosi una remunerazione congrua al livello di rischio assunto. Perché questi agenti decidano effettivamente di immobilizzare i propri risparmi in questo genere di attività, è necessario che essi vengano costantemente informati sull'andamento delle imprese e sulle relative notizie *price sensitive*. Per poter ragionare in maniera più lineare sul significato e l'importanza dell'informativa finanziaria, è preventivamente necessario operare una breve analisi dei mercati, delle loro caratteristiche e dei fattori che rendono indispensabile un approfondito e vasto livello di informativa societaria da diffondere sul mercato.

Nel contesto nazionale il principale mercato sul quale è possibile scambiare titoli azionari, è rappresentato dal Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana SpA; insieme ai mercati alternativi (*trading venue*) nati con l'emanazione nel 2004 della direttiva MIFID<sup>33</sup>, il MTA rappresenta un mercato secondario, ovvero il mercato sul quale i titoli vengono scambiati da agenti che non necessariamente hanno acquistato le azioni direttamente dall'emittente, la quale raccoglie i capitali esclusivamente sul mercato primario<sup>34</sup>, e che quindi

---

33

MIFID: *Markets In Financial Instruments Directive*, direttiva 2004/93/CE.

<sup>34</sup> Il mercato primario è rappresentato dal mercato sul quale, ovvero dal momento nel quale, le imprese che stabiliscono di emettere dei titoli raccolgono effettivamente il capitale attraverso la creazione di nuovi titoli. La sottoscrizione dei nuovi titoli viene solitamente operata da un *pool* di investitori istituzionali, il consorzio di collocamento, che acquista a seguito di un processo di contrattazione con l'emittente, l'intero ammontare dei titoli di nuova emissione per poi rivenderli sul Mercato Telematico Azionario. La previsione del successivo collocamento presso il pubblico di investitori, permette il figurarsi dell'istituto della sollecitazione del pubblico risparmio. In questo contesto l'informativa rivolta al mercato rappresenta un argomento di primaria importanza, è per questo previsto che l'emittente prima di poter effettivamente dar luogo a questo processo di diffusione dei propri titoli, debba redigere un documento, il prospetto informativo, che permetta i vari operatori di mercato, di venire informati in maniera esaustiva, su tutte le informazioni rilevanti relative alla società ed ai titoli di prossima emissione, in modo che essi possano

vendono o comprano azioni in base alle loro aspettative sulla futura capacità reddituale dell'impresa, sulla scorta di informazioni recepite da varie fonti. Il prezzo al quale le azioni vengono scambiate, è determinato su questi mercati come del resto in qualunque transazione basata su un processo di contrattazione, sulla base delle varie informazioni possedute dai vari agenti, che permettono di formulare delle valutazioni sulla scorta delle quali determinare il prezzo di scambio. Come si è visto nel capitolo precedente, secondo la regola del prezzo unico le quotazioni azionarie dovrebbero essere caratterizzate dalla certezza sia del processo di determinazione, che dalle informazioni utilizzate per implementare questo processo. Questo ragionamento ha un impianto teorico solido e rispetta delle assunzioni universalmente condivisibili, è quindi possibile asserire che gli investitori scambiano al prezzo che rappresenta esattamente il valore attuale atteso dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di generare per questi, tutto ciò salvo che il mercato sia caratterizzato da imperfezioni. In presenza di imperfezioni il meccanismo di determinazione del prezzo basato sull'utilizzo di processi e formule finanziarie incontra un ostacolo significativo, poiché in tale contesto gli agenti non hanno più un criterio oggettivo attraverso il quale effettuare una stima del valore dei titoli da scambiare, entrando in gioco delle valutazioni di carattere strettamente soggettivo, in grado di generare distorsioni anche significative rispetto alle previsioni ed alle valutazioni formulate sulla base dei modelli indicati. Le principali imperfezioni che possono caratterizzare i mercati sono rappresentate dalla sbagliata distribuzione della forza contrattuale, da valutazioni incoerenti o distorte di carattere personale e dall'inefficienza dei mercati. Lì dove può essere con facilità asserito che la dimensione dei mercati, con la varietà dei soggetti che vi operano e quindi data l'elevata possibilità di incontrare individui che

---

addiventare ad una valutazione ponderata ed informata della convenienza o meno del potenziale investimento, sulla base delle loro conoscenze e valutazioni di carattere personale.

condividano le valutazioni sulle azioni oggetto di transazione, permetta di risolvere le problematiche legate alla forza contrattuale ed alle valutazioni personali, altrettanto non può essere affermato a proposito dell'inefficienza dei mercati. Nel 1953 Maurice Kendall<sup>35</sup> provò a studiare i mercati per individuare dei cicli nell'andamento dei prezzi, senza però riuscirvi. Il fatto che il corso azionario segua un corso casuale, permette di affermare che le variazioni dei prezzi sono totalmente indipendenti fra di loro. La ragione che si trova alla base di questo fenomeno è ravvisabile nel comportamento degli investitori, i quali non appena individuano un *trand* definito nel corso dei prezzi un determinato titolo, pongono in essere delle strategie di investimento che man mano annullano il ciclo stesso. Questo comportamento fa sì che un determinato ciclo, abbia modo di formarsi per il tempo necessario al mercato per individuarlo sulla base delle informazioni che è in grado di elaborare. Proprio in base alla velocità di elaborazione delle informazioni, ed al set delle informazioni utilizzate per assumere le decisioni di investimento si ha una distinzione dei mercati in tre differenti categorie. La capacità degli agenti di elaborare in maniera coerente e corretta determinate notizie e dati, esprime una misura dell'efficienza del mercato nel quale operano, ed infatti la categorizzazione che si vuole presentare distingue il mercato proprio in base alla forma di efficienza che lo contraddistingue. Sono state individuate in proposito dalla letteratura tre distinte forme di mercato caratterizzate da aspetti che permettono di distinguerle in maniera immediata l'una dall'altra e nello specifico sono:

1. mercato efficiente in forma debole;
2. mercato efficiente in forma semiforte;
3. mercato efficiente in forma forte.

---

<sup>35</sup> M.G. KENDALL, The Analysis of Economic Time Series, Part One. Prices, Journal of the Royal Statistical Society, 1953.

Nel mercato efficiente in forma debole gli investitori non sono in grado di fare alcuna previsione razionale delle prospettive futuro di mercato e non sono in grado di elaborare in maniera coerente ed utile le informazioni ricavabili sul mercato; per le sopracitate ragioni l'unico elemento sul quale vengono assunte le scelte di investimento è rappresentato dalle serie storiche dei rendimenti delle azioni. Una strategia di investimento fondata su tale processo decisionale, assume come presupposto l'uniformità degli andamenti passati e futuri dei prezzi delle azioni, ed esclude la razionalità assoluta che era parsa caratterizzare i processi di valutazione fin ora analizzati.

Quando si afferma che il mercato sia caratterizzato da una efficienza in forma semiforte, si sta assumendo che le decisioni di investimento, vengano operate oltre che sui dati passati relativi alla *performance* delle imprese valutate, anche sulla base di informazioni di dominio pubblico relative all'azienda od al contesto nel quale essa si trova ad operare. Questa forma di mercato presenta delle caratteristiche interessanti, poiché si fonda sul concetto che gli individui non prendano le decisioni in maniera totalmente avulsa dalle condizioni di mercato attuali, e che anzi utilizzino informazioni presumibilmente relative al prospettato andamento futuro dell'impresa, correggendo le valutazioni storiche sulla scorta di fattori che permettano di operare stime convincenti sul prossimo futuro.

Quando ci si riferisce ad un mercato efficiente in forma forte, si considera un contesto nel quale gli investitori sono in grado di entrare a conoscenza di tutte le possibili informazioni relative alle imprese. In questo contesto non esiste una distinzione tra informazioni di dominio pubblico ed informazioni private o privilegiate; le decisioni di investimento vengono assunte esclusivamente sulla base di queste informazioni che permettono di avere piena conoscenza delle future prospettive di sviluppo dell'impresa.

Alcuni studi empirici condotti da Patell e Wolfson<sup>36</sup>, dimostrano che il mercato

---

<sup>36</sup> J.M. PATELL -M.A. WOLFSON, The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earning and Dividend Announcements, Journal of Financial Economics, 1984.

mostra alcune evidenze a favore della forma di efficienza semiforte, sulla base di una valutazione della rapidità con la quale il mercato sconta delle nuove informazioni. Gli autori a questo proposito hanno dimostrato che oltre a sussistere una forma semiforte di efficienza sul mercato, gli investitori sono in grado di elaborare in maniera corretta nel giro di 5 o 10 minuti le nuove informazioni, con un assestamento pressoché definitivo del prezzo. L'efficienza come si è detto più dietro del paragrafo, è un fattore di imperfezione dei mercati che non è possibile eliminare solo grazie alla dimensione e varietà degli stessi. Gli investitori possono trovarsi in determinate occasioni in difficoltà a causa di uno scarso livello informativo, o a causa di informazioni diffuse nel mercato in maniera incoerente o inefficace, determinando delle asimmetrie informative tra investitori e fruitori dei capitali, che determinano una condizione di potenzialmente grave inefficienza del sistema economico, risolvibile esclusivamente attraverso un miglioramento degli obblighi di natura informativa, da un punto di vista sia qualitativo che quantitativo.

## 2.2. Le informazioni come soluzione alle inefficienze del mercato.

L'impianto normativo italiano, prevede una serie di obblighi informativi per le tutte le tipologie di società. Questi obblighi rispecchiano le esigenze di informazioni relative a tutti i soggetti che entrano a contatto con l'impresa, che necessitano di avere cognizione dell'andamento della stessa per poter effettuare delle valutazioni sull'opportunità di investire in termini di impegni commerciali, contrattuali o finanziari. Perché un soggetto sia disposto a rischiare il proprio patrimonio in una specifica impresa, è quindi necessario gli vengano fornite una serie di informazioni sufficientemente dettagliate ed affidabili sul prevedibile andamento futuro dell'impresa, nonché sullo stato

---

attuale della stessa in termini di solidità e solvibilità. In questa ottica chiaramente è facile ravvisare la presenza di una divergenza di interessi fra gli amministratori delle imprese ed i proprietari del capitale di rischio e degli altri fattori necessari alla produzione, tanto più quando si ragiona su società quotate. Questo problema è stato studiato in maniera puntuale e metodica da Berle e Means che nel 1932 sviluppano la *agency theory*<sup>37</sup>, sottolineando la possibilità che quando il contesto economico è caratterizzato da una separazione fra principale ed agente, le asimmetrie informative insite nel rapporto generano una situazione nella quale in mancanza di un adeguato flusso informativo, l'agente può compiere azioni che generano vantaggi personali, a scapito dell'interesse dei proprietari dell'azienda i quali non possono reagire in maniera adeguata non avendo possibilità di riconoscere il verificarsi di una tale situazione. Uno studio ulteriore compiuto da Jense e Meckling<sup>38</sup> nel 1976 ha sviluppato una teoria legata al maggiore problema di agenzia caratterizzante la realtà delle imprese che presentano una chiara separazione tra proprietà e controllo, ovvero l'azzardo morale. L'azzardo morale consiste nella situazione nella quale un individuo, l'agente, opera per conto ma non nell'interesse di un altro soggetto, il principale; questa situazione, permessa dalla mancanza di un adeguato sistema informativo genera differenti tipi di comportamenti opportunistici individuabili in tre specifiche fattispecie:

- *Earnings Retention*;
- orizzonte temporale;
- avversione al rischio dei manager.

---

<sup>37</sup> A.A. BERLE -G.C. MEANS, *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

<sup>38</sup> M.C. JENSEN -W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976.



Il problema dell'*Earnings Retention* deriva dalla discrezionalità con la quale gli amministratori possono stabilire il piano di distribuzione dei dividendi; le informazioni che vengono fornite dall'impresa dovrebbero esplicitare in modo chiaro agli azionisti quale sarà il flusso di cassa loro indirizzato nei vari esercizi. Esiste chiaramente un *trade off* tra il desiderio degli azionisti di ricevere un lauto ritorno in forma di dividendi, che vuol dire flussi di cassa immediatamente spendibili o reinvestibili per gli stessi, e le possibilità di crescita di carattere endogeno dell'impresa garantite dal riutilizzo all'interno dell'impresa dei ricavi generati. Lì dove è immediato comprendere che la crescita è un fattore positivo per gli azionisti che possono in tal caso profittare di una crescita potenziale di profittabilità dell'azienda, è un poco meno intuibile il fatto che la crescita dimensionale possa rappresentare un incentivo distorto per gli amministratori che guadagnano in termini monetari, ma anche e soprattutto di immagine e potere contrattuale. Per permettere all'azienda di crescere in termini di dimensioni, i manager saranno allora incentivati ad investire in tutti i progetti che gli si presentano, reinvestendo così flussi di cassa che se distribuiti ai loro legittimi proprietari, sarebbero potenzialmente potuti essere ricollocati in investimenti più profittevoli.

Il problema dell'orizzonte temporale si lega immediatamente al problema dell'*earnings management*<sup>3940</sup>. Gli amministratori, in mancanza di un sistema normativo adeguato relativo alle informazioni che devono essere diffuse sul mercato, che limiti e punisca in maniera severa il ricorso a pratiche valutative discrezionali inadeguate, sono incentivati a modificare i dati contabili in maniera da far figurare rendimenti più elevati nell'orizzonte temporale di loro

---

<sup>39</sup> Si vedano fra i tanti studiosi che hanno contribuito allo studio di questo particolare argomento: P.M. DECHOW R.G. SLOAN- A.P. SWEENEY, *Detecting Earnings Management*, *The Accountin Review*, 1995.

<sup>40</sup> Gli studi sull'*Earnings management*, nonostante siano divenuti argomento di forte interesse negli studi compiuti dai più noti accademici statunitensi, derivano da un filone di ricerca che aveva preso piede in Italia in tempi precedenti. Di fatti già Onida nel suo "Natura e limiti della politica di bilancio in «Scritti in onore di Ugo Caprara»" del 1975, tratta le politiche di bilancio.

competenza. In ragione della durata determinata e solitamente di breve periodo delle cariche degli stessi, questi sono portati a modificare le risultanze dei documenti contabili e finanziari in maniera tale da concentrare nel breve periodo per lo meno da un punto di vista contabile, i rendimenti che nella realtà dei fatti saranno realizzati in periodi successivi.

Il problema legato all'avversione al rischio dei manager, consiste nella differenza di atteggiamento nei confronti del rischio da parte di manager ed azionisti. Mentre questi ultimi nei loro piani di investimento sono teoricamente tenuti ad occuparsi solo del rischio sistematico, i manager ragionano su un differente tipo di rischio, ovvero quello specifico dell'attività svolta dall'azienda per la quale essi lavorano. Fama<sup>41</sup> a questo proposito, sottolinea che mentre gli azionisti possono diversificare il rischio dei loro investimenti costruendo un adeguato portafoglio azionario, i manager investo nell'impresa il loro bene principale, nello specifico il loro capitale umano, ovvero l'insieme delle loro competenze e conoscenze, la cui crescita e valorizzazione dipende dai loro successi, preferendo quindi ridurre al minimo il rischio di fallimento dei progetti nei quali investono, a scapito della redditività potenziale degli azionisti.

A seguito dell'esposizione delle principali problematiche legate alle contingenze ed alle caratteristiche delle società di maggiori dimensioni, dove ci si riferisce chiaramente alle società quotate, risulta evidente l'importanza dei flussi informativi nel garantire una sana e prudente gestione dell'impresa, al fine in primo luogo di evitare la sottrazione di ricchezza da parte degli agenti, a scapito dei principali, rappresentati nel caso di specie dagli azionisti.

Le informazioni societarie, quando sono caratterizzate da un accertabile ed elevato livello di affidabilità, permettono quindi di controllare il comportamento dei manager, potendo verificare il loro comportamento ed in qualche maniera obbligandoli ad adottare le scelte più corrette e convenienti

---

<sup>41</sup>E.F. FAMA, Agency problems and the theory of the firm, Journal of Political Economy, 1980.

nell'ottica e nell'interesse della proprietà, e di comprendere l'effettivo andamento attuale della società, al fine di poter elaborare delle previsioni sul futuro<sup>42</sup>. Perché le informazioni fornite dai documenti e dalle dichiarazioni societarie, sia obbligatori che non, si rivelino effettivamente utili, al di là di costituire uno strumento di controllo come asserito, devono costituire un elemento sulla base del quale gli investitori possano operare le loro strategie. Affinché si rivelino un utile strumento di decisione, le informazioni devono permettere agli investitori di formulare delle valutazioni rispetto a:

1. entità dei flussi attesi;
2. la cadenza temporale dei flussi di cassa attesi;
3. il rischio associato ai flussi di cassa attesi.

Le comunicazioni fornite dalle società devono, sulla base di quanto asserito finora, costituire quindi uno strumento attraverso il quale l'investitore, attuale o potenziale, possa essere in grado di formulare una valutazione razionale dell'impresa. In questa affermazione risiede il concetto di *value relevance* dell'informazione, che rappresenta il punto focale dell'intero sforzo presentato in questo studio. Perché l'informazione possa essere *value relevant*, è indispensabile quindi che non sia affetta e che anzi, rappresenti un rimedio alle asimmetrie informative e più in generale alle inefficienze che caratterizzano il mercato. Come si avrà modo di osservare più avanti nella trattazione, l'affidabilità rappresenta una caratteristica essenziale di un'informazione che possa essere ritenuta significativa in sede di valutazione di un titolo azionario o più in generale di un'azienda, è proprio su questo punto

---

<sup>42</sup>Le informazioni fornite dal bilancio e dagli altri documenti presentati nel corso dell'esercizio dalle società, devono permettere agli azionisti di fare considerazioni sulla così detta *cash generating ability*, ovvero sull'attitudine dell'impresa a generare dei flussi di cassa con ammontare e scadenze prevedibili e sui quali sia possibile anche operare valutazioni relative al grado di certezza con il quale si può prevedere essi si verificheranno.

che Maines e Whalen<sup>43</sup> sulla scorta di un'analisi dei principi sui quali si poggiava il *Conceptual Framework* del FASB precedentemente alla revisione operata nel 2010<sup>44</sup>, individuano le due caratteristiche principali che deve possedere un'informazione perché possa ritenersi affidabile:

- rappresentazione veritiera;
- verificabilità.

Un grande passo in questa direzione è stato compiuto grazie all'introduzione dei principi contabili internazionali, in particolare grazie all'IFRS 7 prima, ed all'IFRS 13 poi, in ragione soprattutto della previsione relativa all'esplicitazione dei criteri di determinazione del valore di specifiche poste di bilancio, agendo così direttamente sul criterio della verificabilità<sup>45</sup>.

### 2.3. Gli obblighi informativi ed il bilancio d'esercizio.

Esplicitato il ruolo dell'informativa societaria ed in particolare di quella di

---

<sup>43</sup> L.A. MAINES-J.M. WAHLEN, The Nature of Accounting Information Reliability: Inferences from Archival and Experimental Research, Accounting Horizons 2006;

<sup>44</sup> Si citano le caratteristiche qualitative indicate dal *framework* di tale periodo, in quanto erano quelle prese in considerazione dai due autori nel momento della stesura del loro articolo. Per completezza di informazione pare opportuno sottolineare che a seguito della revisione operata nel 2010, le caratteristiche che si richiede il bilancio posseda per essere comprensibile e per raggiungere il fine ad esso richiesto (che per il FASB è rappresentato dalla utilizzabilità del bilancio come fonte di informazioni rilevanti) sono rappresentate dalla significatività, comprensibilità, attendibilità e comparabilità. Tutte queste vengono già considerate anche nello studio citato come fondamentali nella redazione di un bilancio d'esercizio, ma con la previsione normativa introdotta nel *framework* assumono se così si può dire, una dignità di legge che le porta ad essere delle caratteristiche necessarie oltre che di buon senso e buona prassi.

<sup>45</sup> Questo argomento sarà oggetto di trattazione nei prossimi paragrafi.

natura finanziaria (ovvero la sua funzione di elemento di base per le valutazioni operate dal mercato), si può procedere ad una breve disamina degli obblighi relativi per l'appunto alle comunicazioni che l'impresa deve fornire al mercato.

Differenti tipi di società hanno obblighi informativi di vario genere anche in ragione della differente platea alla quale devono diffondere tali informazioni e della natura delle stesse. Le società di minori dimensioni in particolare le società di persone devono rispettare i requisiti minimi in termini di scritture obbligatori, viene di fatti espressamente previsto dall'art. 2214 del codice civile un generico obbligo a carico dell'imprenditore commerciale, di detenere il libro giornale, il libro degli inventari e le altre scritture richieste dalla natura e dimensioni dell'impresa. Quando il discorso si sposta su società che per loro emanazione si rivolgono ad un pubblico più ampio, cresce anche il numero delle comunicazioni che devono essere fornite all'esterno; ci si riferisce in questo contesto alle società di capitali che per espressa previsione dell'art. 2423 c.c. sono tenute alla redazione del bilancio d'esercizio composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Il bilancio d'esercizio deve essere approvato e depositato presso il registro delle imprese, diventando così di dominio pubblico, corredato da una relazione sulla gestione redatta dagli amministratori ai sensi dell'art. 2428 c.c., dalla relazione dei collegio sindacale (art. 2429 c.c.) e dalla relazione del revisore legale. Quando le società si rivolgono al pubblico risparmio, rientrando nella categoria delle società aperte, ovvero stabiliscono di rivolgersi ad un pubblico di dimensioni ancor più vaste, emettendo i propri titoli su di un mercato regolamentato, devono sottostare ad un impianto normativo più specifico e stringente. Queste società sono di fatti disciplinate dalle norme generali dettate per le società del loro tipo, e da una disciplina particolare contenuta sostanzialmente nel d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza) ed in regolamenti specifici e provvedimenti attuativi, relativi all'organizzazione interna, alla tutela del pubblico risparmio, all'efficienza ed alla trasparenza dei mercati e del controllo societario e dei

capitali. Riferendosi in particolare alle società quotate, se si fa riferimento all'informativa societaria, la normativa contenuta nel TUF relativa agli obblighi informativi, viene attuata e diffusa al pubblico ed alla CONSOB, nel rispetto delle prescrizioni contenute nel Regolamento Emittenti.

Le informazioni più rilevanti che un'impresa quotata sui mercati regolamentati deve fornire, sono relative ad eventi e circostanze che possono determinare un'influenza sensibile sui processi di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari, alcune informazioni relative all'organizzazione ed agli assetti di controllo della società<sup>46</sup> e le informazioni periodiche di carattere finanziario. Tali comunicazioni sono diffuse attraverso lo SDIR (Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate) alla CONSOB ed ai media, il quale garantisce la massima e rapida diffusione delle informazioni *price sensitive* al mercato; inoltre è previsto l'obbligo per le società di pubblicare tali contenuti sul proprio sito internet dove per previsione di legge devono rimanere consultabili per i successivi cinque anni, entro l'apertura del mercato del giorno successivo a quello della divulgazione dell'informazione.

Le informazioni che in questa sede possono essere considerate di maggior interesse, sono quelle diffuse periodicamente dall'impresa ed in particolare quelle a contenuto finanziario. L'art 154 *ter* del Testo Unico della Finanza prevede al primo comma che le società che possiedono strumenti diffusi tra il pubblico, ed in particolare le quotate, debbano presentare entro 120 giorni dalla data di chiusura del bilancio un progetto di bilancio d'esercizio. Questo proforma deve essere pubblicato, come illustrato *supra* sulla base di precise previsioni normative, sul sito della società e diffuso attraverso specifici mezzi al mercato, ai media ed alla CONSOB, corredato da una relazione sulla gestione redatta dal consiglio di amministrazione, una relazione del collegio sindacale o suo corrispondente, la relazione di revisione ed una attestazione

---

<sup>46</sup> Un esempio è rappresentato dall'obbligo di comunicazione anche a mezzo stampa dei patti parasociali in base alla previsione dell'art. 122 del d.lgs. 58/1998.

del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari<sup>47</sup>. Il bilancio ed i documenti finanziari e contabili sono redatti in conformità ai principi contabili internazionali applicabili riconosciuti nella Comunità europea ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, ovvero devono essere rispettati nella redazione dei documenti contabili, i principi IAS/IFRS emanati dallo IASB. Tale previsione comporta che il bilancio presenti una struttura differente ed ampliata rispetto a quella prevista dal codice civile. Oltre al bilancio il TUF prevede per le società quotate altri obblighi informativi di carattere periodico; un primo obbligo in questo senso è rappresentato dalla prescrizione secondo la quale “entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell' esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154-bis, comma 5 [ovverosia la dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari *n.d.r.*]. La relazione sul bilancio semestrale abbreviato del revisore legale o della società di revisione legale, ove redatta, è pubblicata integralmente entro il medesimo termine”. La relazione intermedia sulla gestione deve contenere ai sensi del quarto comma dell'art 154 *ter*, almeno riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell' esercizio ed alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio, introducendo una previsione relativa ad un documento che ragioni su di un'ottica prospettica, utile per gli investitori ai fini della valutazione delle prospettive per

---

<sup>47</sup> Il dirigente preposto è una figura inserita nel contesto societario italiano dalla legge sulla tutela del risparmio (Legge 262/2005) attraverso l'inserimento dell'art. 154 *bis* all'interno del d.lgs. 58/1998, sulla scorta delle previsioni del *Sarbanes Oxley Act* del 2002. Il ruolo del dirigente preposto consiste nell'obbligo di predisporre “adequate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario.”

l'immediato futuro dell'impresa. In aggiunta al bilancio d'esercizio ed al bilancio semestrale, il medesimo articolo, prevede la redazione e la pubblicazione entro 45 giorni dalla chiusura del primo e del terzo trimestre, di un resoconto intermedio di gestione. Questo resoconto mira a fornire agli investitori delle informazioni di carattere qualitativo relative a:

- la situazione patrimoniale e l'andamento economico dell'emittente e delle sue imprese controllate nel periodo di riferimento;
- un'illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell'emittente e delle sue imprese controllate.

Gli emittenti possono comunicare a terzi dati previsionali ed obiettivi quantitativi relativi all'andamento della gestione purché sia soddisfatta perlomeno una delle seguenti condizioni:

1. i dati siano messi a disposizione del pubblico secondo le modalità previste dal TUF e dal regolamento emittenti;
2. i soggetti destinatari di tali informazioni, siano tenuti al rispetto della riservatezza relativa ai dati dei quali sono entrati in possesso.

Sulla base delle previsioni operate gli amministratori stessi valutano l'andamento dell'impresa rispetto alle aspettative maturate. Questi documenti formano la base delle aspettative di ulteriori soggetti, quali gli analisti finanziari, che elaborano questi dati al fine di operare previsioni sul probabile andamento dell'impresa. Quando tali previsioni vengono frustrate, solitamente il mercato reagisce applicando uno sconto anche irrazionale sulla valutazione del titolo, determinando una riduzione della sua quotazione.



Le informazioni finanziarie di carattere ricorrente, permettono agli investitori di reperire regolarmente informazioni relative alle società quotate; questo gli permette di elaborare abbastanza frequentemente delle stime relative alle aspettative di rendimento legate alle stesse, e perciò di determinare il prezzo al quale sono disposti a scambiarle sul mercato. Se il prezzo venisse però determinato esclusivamente sulla base di queste informazioni, esso subirebbe delle variazioni esclusivamente allo scadere di ogni trimestre. Nella verità dei fatti, vi sono una serie di informazioni che circolano sui mercati relativamente alla prevedibile *performance* futura delle società, basate sull'elaborazione da parte del mercato di una serie di informazioni macroeconomiche, legate al settore o specifiche relativamente alla zona od all'attività tipica dell'impresa che si vuole valutare, alle volte derivanti direttamente dalla società stessa, suscettibili di rappresentare un elemento di valutazione da parte degli operatori di mercato. È stato introdotto prima in proposito, che le società quotate ai sensi dell'articolo 181 del TUF, sono obbligate a diffondere tempestivamente al mercato, le informazioni suscettibili di determinare delle variazioni anche significative delle quotazioni azionarie a meno che la diffusione di tali informazioni, non vada a ledere dei legittimi e tutelabili interessi economici della società in questione.

È legittimo chiedersi in tale contesto, quale sia il ruolo da attribuire al bilancio d'esercizio nel mercato moderno, dato il flusso quasi ininterrotto di informazioni sfruttabili da qualunque agente per operare delle valutazioni. Il bilancio rappresenta ancora un momento di riassunto relativo ad un intero anno di attività, che permette di comprendere lo stato di cose e di salute dell'impresa, attraverso il quale è possibile ricavare informazioni<sup>48</sup> relative alle prospettive di crescita futura ed elaborare stime e valutazioni relative all'affidabilità di tali comunicazioni.

---

<sup>48</sup> Si pensi ad esempio alla relazione sulla gestione redatta dagli amministratori.

## 2.4. Il ruolo del principio di prudenza e le distorsioni provocate nel processo di valutazione.

Il principio di prudenza, o *conservatism* in dizione anglosassone, è il criterio che fin dall'inizio della disciplina contabile è stato utilizzato come principio di rilevazione delle voci da iscrivere a bilancio. L'utilizzazione di tale principio comporta molteplici accorgimenti relativi alle modalità di rilevazione di cespiti, passività, ricavi e costi. “La sua applicazione determina una sistematica sottovalutazione del patrimonio netto rispetto al valore economico dell'azienda”<sup>49</sup>. Il principio di prudenza in ragione di questo effetto che produce in un potenziale processo di valutazione dell'impresa, è divenuto oggetto di studio per una serie di studiosi tra i quali è possibile citare Roychowdhury e Watts<sup>50</sup> i quali individuano la ragione del ricorso a tale principio, nello scopo che essi riconoscono al bilancio. I due studiosi di fatti non ritengono che lo scopo ultimo del bilancio risieda nella sua attitudine a mostrare il valore economico dell'azienda, bensì che questo sia individuabile nella funzione di fornire informazioni sull'entità del patrimonio disponibile per i soggetti che vantano pretese legittime nei confronti dell'impresa. Questo approccio rispecchia il tentativo di esprimere attraverso il bilancio, il valore sicuramente liquidabile ai vari finanziatori dell'impresa, secondo un'ottica che non tiene conto in alcuna maniera del valore generato dall'azienda grazie alla sua attività. Oggetto diffuso di studio è stato rappresentato dalla misurazione della perdita di valore rappresentabile, determinato dal ricorso a tale principio nella redazione del bilancio d'esercizio. Su tale punto gli studi di Ryan<sup>51</sup>, Givoly,

---

<sup>49</sup> A. MECHELLI, *La Value Relevance del Bilancio d'Esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

<sup>50</sup> S. ROYCHOWDHURY -R.L. WATTS, *Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting*, *Journal of Accounting and Economics*, 2007.

<sup>51</sup> S.G. RYAN, *Identifying Conditional Conservatism*, *European Accounting Review*, 2006.

Hayn e Natarajan<sup>52</sup>; Ryan in proposito sostiene si debba considerare come conseguenza del ricorso al principio di prudenza l'intera differenza fra il valore economico di un'azienda ed il suo patrimonio netto risultante dal bilancio d'esercizio. Questa definizione porta a considerare come effetto del *conservatism* anche la mancata rappresentazione in bilancio del valore attuale di tutti i progetti intrapresi dall'impresa. Givoly, Hayn e Natarajan, si trovano sostanzialmente in accordo con quanto asserito da Ryan, ed individuano l'origine di tale disallineamento in tre caratteristiche specifiche di tale principio:

- il divieto di rappresentare in bilancio il valore attuale dei progetti di investimento ed il conseguente incremento di valore degli *asset* aziendali che ne deriva;
- la rappresentazione del bilancio di alcuni *asset* al valore più basso tra quelli possibili;
- l'asimmetria che deriva dall'iscrivere in bilancio le perdite presunte ma non gli utili sperati.

Mentre la mancata rappresentazione nel bilancio del valore dei progetti non pare essere un problema significativo, in quanto essendo comunque una valutazione su base discrezionale, manca degli elementi necessari per conferirle un successivo livello di affidabilità, elemento caratteristica indispensabile di un documento diffuso al mercato, la rappresentazione in bilancio al costo minore tra quelli identificabili, pare trovarsi in qualche misura in contrasto con la veridicità delle informazioni fornite. Una possibile soluzione a questa problematica è rappresentata dall'introduzione delle valutazioni effettuate al *fair value*, che permettono di iscrivere in bilancio valori

---

<sup>52</sup> D. GIVOLY -C.K. HAYN -A. NATARAJAN, Measuring and Reporting Conservatism, The Accounting Review, 2007.

di attività e passività, coerenti con il loro valore di realizzo o estinzione su di un mercato efficiente; tale criterio è stato adottato in maniera particolarmente diffusa, grazie alle previsioni dei principi contabili internazionali, in base ai quali devono essere redatti i bilanci delle imprese appartenenti a determinate categorie dal primo gennaio 2005.

2.5. L'introduzione dei principi contabili internazionali; in particolare il ruolo del *fair value*.

Il regolamento europeo 1606 del 2002, ha sancito l'obbligo per gli stati membri dell'Unione Europea, di adeguare i propri ordinamenti in ambito di disciplina contabile per le società i cui titoli siano quotati sui mercati regolamentati alle previsioni ed ai principi emanati dallo IASB. Inizialmente i principi IAS/IFRS non rappresentavano un vero e proprio *corpus* normativo, venivano di fatti emanati dall'*International Accounting Standard Board*, come un insieme di indicazioni e di principi da adottare dove possibile per una migliore rappresentazione di bilancio; rappresentavano sostanzialmente la *best practice* contabile, e di fatti non sorprende che venissero inizialmente adottate dalle maggiori imprese operanti in particolare nel settore finanziario, con sede in paesi anglosassoni, nei quali la mancanza di previsioni normative puntuali, permetteva e permette tuttora di adottare i principi e le norme ritenute più adeguate alle condizioni di operatività dell'ente.

“Con l'omologazione sancita mediante l'emanazione di regolamenti della Unione Europea, gli IAS/IFRS cessano di rappresentare unicamente delle corrette regole tecniche di redazione dei bilanci ed assumono la configurazione di norme comunitarie ed altresì, giusta l'automatica efficacia dei regolamenti negli ordinamenti interni degli Stati membri dell'Unione Europea senza obbligo di recepimento espresso, di norme di diritto interno di ciascuno di

questi stati. In tal modo l'Unione ha inteso dotarsi, e dotare gli stati membri, di un assetto di norme di alto profilo in tema di contabilità e di bilanci, seppure con i limiti, le modalità e le opzioni offerte agli stessi stati”<sup>53</sup>. Il processo di adozione degli IAS/IFRS trova le sue origini con l'emanazione della direttiva del parlamento europeo e del consiglio dell'U.E. n. 2001/65/CE, con il quale furono inserite modifiche con riguardo ai criteri di valutazione riferite a specifici prodotti finanziari, tra i quali nello specifico gli strumenti derivati, i quali avevano sperimentato un'ampia diffusione nel mercato negli anni precedenti, insieme alle azioni ed altri titoli rappresentativi del capitale di rischio destinati ad essere negoziati sui mercati regolamentati. Oltre ai criteri di valutazione, l'aspetto forse più interessante ed innovativo era costituito dal fatto che la direttiva, auspicava e proponeva l'introduzione di una specifica informativa in nota integrativa rispetto a questi strumenti finanziari e venne introdotta la proposta di adottare, in luogo del costo storico, un criterio maggiormente aderente al valore di mercato, rappresentato dal *fair value*. A seguito dell'introduzione di queste previsioni, si è giunti all'emanazione del regolamento comunitario 1606 del 2002 di cui nell'introduzione al paragrafo, il quale fa salva la facoltà per gli Stati membri, di allargare il novero dei soggetti obbligati ad utilizzare i principi contabili internazionali e la possibilità di modificare in parte il contenuto di detti principi, prevedendo obblighi più stringenti. Sulla scorta di tale invito ad apportare correzioni in tale direzione, abbiamo assistito al licenziamento del d.lgs. 394 del 2003 e della legge delega n. 306 del 2003. Il decreto legislativo, modificando l'art. 2427 *bis* c.c., enuncia le informazioni che devono essere inserite da parte degli amministratori in nota integrativa, in particolare in riferimento agli strumenti derivati ed alle valutazioni al *fair value* operate in corso di redazione, al fine di applicare questo nuovo criterio di valutazione anche nell'ambito delle società non

---

<sup>53</sup> L. DE ANGELIS, Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali, Giuffrè Editore, Milano, 2011.

annoverabili fra quelle sottoposte all'obbligo di ricorrere all'utilizzo dei principi contabili internazionali. La legge delega n.306 del 2003 invece, sulla base della previsione del regolamento emanato dal Parlamento Europeo che permette ai vari stati membri di allargare la base di applicazione delle norme relative all'adozione dei principi contabili internazionali, stabilisce un novero di società soggette a tale impianto normativo ben più ampio di quello previsto dal regolamento 1606. Nello specifico le società operanti ed aventi sede legale in Italia, appartenenti alle seguenti categorie sono obbligate ad adottare i principi IAS/IFRS nella redazione dei propri bilanci:

- *a)* obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio delle società quotate, salvo quanto previsto alla lettera *e)*;
- *b)* obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio e consolidato delle società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico di cui all'articolo 116 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, salvo quanto previsto alla lettera *e)*;
- *c)* obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio e consolidato delle banche e degli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia;
- *d)* obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio consolidato delle società che esercitano le imprese incluse nell'ambito di applicazione del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173;
- *e)* obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio delle società che esercitano le imprese incluse nell'ambito di applicazione del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173, solo nel caso in cui sono quotate e non redigono il bilancio consolidato;

- *f*) facoltà di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio o consolidato delle società che non ne hanno l'obbligo ai sensi delle lettere precedenti, diverse da quelle che esercitano le imprese incluse nell'ambito di applicazione del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173, e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, ai sensi dell'articolo 2435-*bis* del codice civile.

La novità più significativa nel passaggio dai principi contabili nazionali a quelli IAS/IFRS, è però rappresentata probabilmente dall'introduzione della valutazione al *fair value*, in sostituzione della valutazione al costo storico di acquisto nei vari esercizi per le immobilizzazioni tecniche, e per il costo di acquisto o il valore stimato in base al metodo del patrimonio netto per le partecipazioni. Al di là di alcune implicazioni potenziali da un punto di vista fiscale<sup>54</sup> risolte dal decreto delegato 38/2005, è di maggiore interesse in questa sede ragionare sulle implicazioni di carattere informativo. Il ricorso al criterio del *fair value* assumendo le dovute precauzioni ed accorgimenti integrativi in materia di esposizione e certificazione del bilancio, permette agli investitori ed a tutti i fruitori delle informazioni contenute nel prospetto, di avere cognizione dei processi e delle basi di valutazione, attraverso le quali gli amministratori in sede di redazione del bilancio hanno determinato il valore delle voci iscritte nello stesso, garantendo così la rappresentazione veritiera e corretta e la verificabilità delle attestazioni dei redattori che rappresentano (come si è avuto modo di illustrare nel secondo paragrafo di questo capitolo e verrà illustrato più nel dettaglio avanti nel testo), la base dell'affidabilità delle

---

<sup>54</sup> Si pensi ad esempio alla potenziale plusvalenza generata dalla rivalutazione di beni strumentali, o più in genere di immobilizzazioni sia materiali che immateriali ammortizzate sulla base del criterio del costo storico, ma valorizzate invece al loro valore di mercato secondo quanto previsto dal principio del *fair value*. In relazione a queste ed altre evenienze il citato decreto delegato ha esplicitamente previsto che tutte le rivalutazioni piuttosto che transitare per il conto economico, devono direttamente essere iscritte nello stato patrimoniale a fronte delle quali devono essere iscritte delle riserve indisponibili, anche per la copertura delle perdite, se non come “cuscinetto” di ultima istanza, con l'obbligo di ricostituirlo negli esercizi successivi con gli utili eventualmente generati.

informazioni finanziarie <sup>55</sup> . L'affidabilità si ricorderà, è un elemento indispensabile affinché gli investitori possano utilizzare le informazioni fornite dalle società, per valutare le stesse in maniera corretta e coerente. Un impianto normativo che permette agli operatori di poter ricorrere ad informazioni non distorte, in grado di ridurre od annullare le asimmetrie informative che potenzialmente potrebbero limitare i contratti e le negoziazioni, rappresenta un elemento indispensabile per un mercato funzionante ed efficiente.

Una seconda considerazione relativa all'effetto dell'introduzione del *fair value* per gli investitori, risiede nell'eliminazione parziale delle problematiche determinate dal *conservatism*, principio che allontana il valore rappresentato nei bilanci d'esercizio, dal reale valore economico dell'impresa. L'introduzione del valore equo come metodo di stima del valore delle attività e delle passività iscritte nel bilancio dell'impresa, permette di rendere questo documento più rappresentativo del valore di mercato attribuibile all'impresa. Ipotizzando che tutte le voci venissero valorizzate attraverso questo metodo, per gli investitori l'unica correzione da apportare al fine di determinare il valore di mercato della società, sarebbe rappresentata dall'attualizzazione degli extra profitti che la stessa sia ritenuta in grado di generare, portando così il bilancio ad avere effettivamente un ruolo significativo nel processo di stima del “prezzo” dell'impresa.

## 2.6. La rappresentazione in bilancio al *fair value*: il ruolo del principio contabile internazionale IFRS 7 e l'effetto dell'introduzione dell'IFRS 13.

---

<sup>55</sup> È noto comunque, si ricorda, che la possibilità di utilizzare politiche discrezionali da parte dei soggetti incaricati di redigere i documenti informativi, quando può verificarsi per qualsivoglia motivo un conflitto d'interessi fra questi e coloro verso i quali le informazioni sono rivolte, può generare problemi di opportunismo. Le operazioni opportunistiche compiute da questi soggetti, attraverso il ricorso alla discrezionalità in sede di rappresentazione possono essere facilmente occultate, eliminando così gli effetti positivi legati all'adozione del *fair value*.



Il *fair value*, è stato introdotto dai principi contabili internazionali, e prima ancora dalla direttiva n. 2001/65/CE, con lo scopo iniziale di fornire informazioni puntuali relativamente ai prodotti finanziari derivati, che rappresentavano al tempo una novità finanziaria sulla quale le imprese adottavano politiche alle volte discutibili, portando ad abbassare il livello di fiducia degli investitori nei confronti delle informazioni loro fornite, e di conseguenza una riduzione di fiducia nei confronti dei mercati. Dopo le previsioni di esposizione dei valori al *fair value* contenute ad esempio nel principio IAS 39 rispetto alle immobilizzazioni finanziarie, nello IAS rispetto agli investimenti immobiliari e così via, nell'agosto 2005 lo IASB ha presentato il principio contabile internazionale IFRS 7 con efficacia per i bilanci chiusi dal primo gennaio 2007.

Il titolo del principio contabile in questione, ovvero *Financial Instrument: Disclosure* descrive il contenuto più significativo introdotto dall'IFRS 7: la prescrizione di obblighi in tema di informativa rispetto agli strumenti finanziari detenuti dalle imprese.

La *disclosure* che viene richiesta agli enti obbligati ad adottare i principi di redazione internazionale, riguarda segnatamente informazioni puntuali e specifiche relative agli strumenti finanziari detenuti dalle imprese, in particolare viene richiesta un'informativa dettagliata rispetto alle ragioni che hanno portato l'impresa a detenere tali partecipazioni, ovvero se sono detenute come immobilizzazioni, se lo scopo è di copertura o speculativo, indicando anche i rischi specifici connaturati alla natura del titolo ed alle condizioni di operatività dell'impresa ed alla congiuntura di mercato. Il contenuto del principio in questione, riguarda alcune modificazioni relative a principi contabili già applicati dai soggetti IAS/IFRS e l'introduzione di determinate novità:

1. aumenta la portata informativa richiesta dal principio IAS 32 relativamente agli strumenti finanziari;
2. si sostituisce alle previsioni del principio IAS 30 relative alla struttura ed al contenuto informativo dei bilanci e delle comunicazioni finanziarie di banche ed intermediari finanziari<sup>56</sup>;
3. riunisce il contenuto dei suddetti principi contabili in particolare rispetto alla tematica legata all'informativa finanziaria, lasciando allo IAS 32 il ruolo di prescrivere le regole di contabilizzazione ed esposizione in bilancio dei valori delle attività finanziarie.

L'IFRS 7, richiede quindi di presentare una informativa dettagliata rispetto alle attività finanziarie, in particolare prevede di fornire informazioni dettagliate su ogni categoria di strumenti finanziari, basandosi in prima battuta sulle categorie individuate dal principio IAS 39, aggiungendo poi l'obbligo di introdurre ulteriori classificazioni relative agli strumenti finanziari residuali, con la richiesta di motivare in nota integrativa le ragioni di tali

---

<sup>56</sup> In Italia le regole relative alla redazione dei bilanci delle banche, sono dettate dalla circolare n. 262/2005 emanata da Banca d'Italia. Nello specifico la circolare detta schemi e regole di valutazione e redazione dei bilanci degli enti da essa vigilati, indicando al capitolo 2 paragrafo 7 norme specifiche relative all'implementazione della nota integrativa, indicandone nello specifico il contenuto; prevede di fatti, che questa debba fornire informazioni dettagliate rispetto a:

- 1) parte A – Politiche contabili;
- 2) parte B – Informazioni sullo stato patrimoniale;
- 3) parte C – Informazioni sul conto economico;
- 4) parte D – Redditività complessiva;
- 5) parte E – Informazioni sui rischi e sulle relative politiche di copertura;
- 6) parte F – Informazioni sul patrimonio;
- 7) parte G – Operazioni di aggregazione riguardanti imprese o rami d'azienda;
- 8) parte H – Operazioni con parti correlate;
- 9) parte I – Accordi di pagamento basati su propri strumenti patrimoniali;
- 10) parte L – Informativa di settore.

Nello specifico nella parte A sezione 4, esplicita il contenuto informativo necessario relativo alle voci iscritte al *fair value* ricalcando lo schema proposto dal principio IFRS 7.

classificazioni e per ogni categoria individuata, informazioni relative alle caratteristiche ed alla natura ed il grado di rischio delle stesse.

In particolare vengono previste, nella sezione relativa alle comunicazioni sulle caratteristiche ed il ruolo dei vari strumenti finanziari, alcune specifiche informazioni da fornire in una specifica sezione della nota integrativa, rispetto agli strumenti iscritti al *fair value*. Nello specifico le informazioni più significative riguardano di esplicitare per singola categoria<sup>57</sup>:

1. la descrizione di come è stato determinato il *fair value*;
2. una gerarchia degli *input* utilizzati per determinare il valore degli strumenti finanziari al *fair value*;
3. le movimentazioni delle voci iscritte al *fair value* e come le voci appartenenti al terzo livello gerarchico hanno comportato variazioni sul valore finale di profitti e perdite;
4. le ragioni per le quali determinate voci non sono state iscritte e valutate al *fair value* nonostante rappresentasse il metodo di valutazione prescritto per tale attività o passività.

Il principio in questione introduce alcune previsioni fondamentali per dotare l'informativa finanziaria di quelle caratteristiche di trasparenza ed affidabilità indispensabili per rappresentare una significativa base di valutazione per gli operatori di mercato. Nello specifico la previsione di esplicitare il processo di determinazione del valore equo di ciascuna classe di strumenti finanziari, mette gli investitori nella condizione di poter esprimere delle valutazioni

---

<sup>57</sup> Le categorie sulle quali è previsto l'obbligo di fornire informazioni sono rappresentate in primo luogo da quelle individuate dal principio IAS 39 ovvero:

- immobilizzazioni finanziarie calcolate in base al valore al *fair value* di ricavi o perdite relative;
- strumenti detenuti per la vendita;
- prestiti e crediti;
- investimenti detenuti fino a scadenza.

In secondo luogo le categorie valutate al *fair value* possono essere liberamente determinate dagli amministratori in sede di redazione, sulla base di caratteristiche simili dei titoli.

rispetto all'adeguatezza dei processi adottati dagli amministratori ed alla coerenza dei risultati ai quali questi sono giunti. La conoscenza dei processi di valutazione e la conseguente possibilità di effettuare considerazioni sulle politiche di determinazione del valore degli investimenti da parte degli amministratori, comporta una maggiore attenzione del mercato sull'operato di questi, i quali adotteranno processi più trasparenti ed oggettivi di scelta e stima del valore. In tale maniera, una maggiore apertura informativa, determina una situazione nella quale gli amministratori hanno meno opportunità di adottare comportamenti inefficienti e di operare politiche di bilancio discrezionali ed arbitrarie; non è poi da sottovalutare l'eventualità che una maggiore attenzione che gli amministratori devono necessariamente adottare nella rendicontazione e nella valutazione delle operazioni finanziarie da essi compiute, ne determini una maggiore avvedutezza, riducendo la probabilità e l'incidenza di errori non intenzionali. La novità forse di maggior significatività introdotta da tale principio è però rappresentata dall'introduzione di una gerarchia del *fair value*. Questa previsione permette di classificare ogni categoria di attività e passività valutate al *fair value*, entro una di tre categorie specificamente individuate, sulla base degli *input* utilizzati per determinarne il valore da iscrivere in bilancio. Le categorie sono quindi distinte sulla base delle tre indicazioni fornite in precedenza dall'IFRS 7, ed attualmente dall'IFRS 13 di cui a breve si dirà. L'enunciato del principio sopra citato indica i criteri in base ai quali deve essere operata la suddivisione delle varie voci nei tre livelli dei quali viene richiesta la *disclosure* i quali nello specifico sono distinti in base alla provenienza degli input distinguendo fra prezzi direttamente osservabili sui mercati (livello 1), osservabili in maniera indiretta poiché assimilabili ai prezzi dei titoli quotati (livello 2) ed *input* non osservabili, la cui scelta ed utilizzazione è rimessa interamente alla discrezionalità del redattore (livello 3).

Un'evoluzione dei principi contabili internazionali, nella direzione di un processo di armonizzazione dei sistemi e delle norme contabili a livello globale,

è rappresentato dall'introduzione del principio contabile internazionale IFRS 13 che, nella sostanza e nella forma, si avvicina molto al principio americano SFAS n. 157 "*Fair value measurement*" emanato nel 2006 dal FASB. In conformità al Regolamento n. 1255/2012 della Commissione Europea, le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea sono tenute ad applicare l'IFRS 13 nei bilanci chiusi a decorrere dal gennaio 2013, o in data successiva, qualora un altro IFRS richieda o consenta valutazioni al *fair value* o richieda informazioni integrative sulle valutazioni del *fair value*. Questo principio contabile stabilisce un unico quadro di riferimento rispetto alla valutazione al valore equo degli *asset* aziendali, fornendo una nuova nozione di *fair value* che supera la definizione precedente, che portava a considerarlo come un principio in base al quale bisognasse definire il valore delle varie voci di bilancio, lasciandosi influenzare da condizioni specifiche dell'impresa. Nello specifico la nuova definizione di *fair value* lo presenta come "il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione", nella sostanza un "*exit price*", fornendo così una definizione neutra rispetto al ruolo che si assume nella cessione, che valorizza il processo negoziale ed imparziale utilizzato sui mercati per definire il valore di una attività o di una passività. L'IFRS 13 rappresenta per le imprese che redigono il bilancio secondo i dettami dei principi contabili internazionali, una linea guida unica rispetto alle modalità di applicazione delle valutazioni al *fair value* e della relativa *disclosure*. Di fatti, oltre a prevedere uno schema preciso di informativa qualitativa a proposito delle voci di bilancio valutate secondo questo principio, come è stato già illustrato, introduce una definizione unica di *fair value*, attraendo a se tutte le previsioni contenute nei vari principi relative a tale criterio. Nonostante il ruolo di principio unico in materia di valutazioni al *fair value*, ve ne sono taluni che hanno mantenuto il proprio ruolo in tale ambito, ed in particolare non si applica l'IFRS 13 a:

- le transazioni che prevedono pagamenti in titoli, la cui disciplina è contenuta nell'IFRS 2;
- le operazioni di *leasing* valutate e contabilizzate sulla base delle previsioni del principio IFRS 17;
- valutazioni simili a quelle operate attraverso il *fair value*, come le valutazioni delle rimanenze disciplinate dal principio IAS 2, e le variazioni nella stima di voci iscritte in bilancio, rivalutate attraverso una procedura di *impairment* come richiesto dal principio IAS 36.

A proposito dei processi di valutazione, il principio contabile in oggetto, indica dei principi da rispettare nella determinazione di un corretto valore equo e di conseguenza le informazioni che devono essere fornite al fine di rendere chiaro il processo di stima:

- individuare con certezza l'attività o la passività da valutare;
- in riferimento alle immobilizzazioni di carattere non finanziario, viene prescritto di utilizzare il suo costo opportunità più elevato<sup>58</sup>, anche in relazione alla possibilità di utilizzarle in maniera più efficiente combinata con altre attività<sup>59</sup>;
- il mercato sul quale una transazione ordinaria avrebbe luogo;
- le tecniche di valutazione più adeguate, indicando anche quali processi di valutazione ne aumenterebbero il valore atteso e quali lo ridurrebbero.

---

<sup>58</sup> In dizione anglosassone, che pare in qualche maniera più significativa, viene richiesto di fatti di indicare il valore di un *non-financial asset at his highest and best use*.

<sup>59</sup> La migliore disciplina economica notoriamente considera l'impresa un sistema olistico, ovvero un sistema nel quale "il valore attribuibile al complesso è sempre maggiore della somma dei valori attribuibili singolarmente agli elementi componenti". C. CARAMIELLO, *L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè Editore, 1993.

A proposito dei processi di valutazione, è esplicitamente previsto che i redattori del bilancio debbano utilizzare le procedure di valutazione più coerenti con gli *input* in loro possesso, utilizzando per quanto più possibile fonti informative di natura osservabile e certificabile. Lo scopo di un processo di valutazione è notoriamente rappresentato dalla determinazione del valore al quale sul mercato un'attività potrebbe essere acquistata o scambiata od una passività ceduta con la garanzia che il cessionario riesca a far fede agli obblighi contrattuali contenuti dal titolo.

Brevemente, le principali procedure di valutazione utilizzate per determinare il valore equo si basano su:

1. *market approach*, ovvero un processo mediante il quale si utilizzano i prezzi o altre informazioni ricavate direttamente dai mercati in relazione a transazioni nelle quali vengono negoziati titoli, passività o attività identiche o con caratteristiche assimilabili;
2. *cost approach*, che riflette il costo che sarebbe necessario sostenere per rimpiazzare il bene al suo stato corrente;
3. *income approach*, che utilizza un processo di attualizzazione di flussi di cassa attesi.

La maggiore novità introdotta dal principio IFRS 13, è rappresentata dall'estensione della previsione relativa al ricorso del *fair value* ed in particolare dell'informativa ad essa legata, anche alle voci non finanziarie, superando così le limitazioni previste dall'IFRS 7.

Nello specifico, viene richiesto che in nota integrativa vengano fornite informazioni chiare ed oggettive su ogni singola classe di attività e passività valutata al *fair value*, in relazione alle caratteristiche dell'attività o della passività, in relazione al rischio ad essa associato ed al livello della gerarchia del *fair value* alla quale essa appartiene.

La *disclosure* relativa alla gerarchia del *fair value*, rappresenta il contenuto informativo forse più immediato e significativo per gli investitori, nell'ottica di valutare la significatività e l'affidabilità delle informazioni fornite dal bilancio d'esercizio. Detto principio, ricalcando la previsione già introdotta dall'IFRS 7, richiede di fatti che in nota integrativa le voci valutate al valore equo, debbano essere classificate in uno dei tre livelli della gerarchia così individuati:

1. Prezzi quotati (non rettificati) su mercati attivi per attività o passività identiche (Livello 1);
2. Dati di input diversi dai prezzi quotati, ovvero prezzi e valori indirettamente osservabili ma ad essi assimilabili (Livello 2);
3. Dati di input relativi all'attività o alla passività che non sono basati su dati di mercato osservabili (dati non osservabili) (Livello 3).

Risulta di immediata comprensione l'effetto che tale previsione comporta sulla significatività<sup>60</sup> del bilancio. Il *fair value* in sé ha il ruolo di avvicinare con una certa efficacia, il valore bilancistico dell'impresa a quello di mercato, rendendo il bilancio uno strumento che con qualche correzione, permette di addivenire ad una corretta e coerente valutazione dell'impresa. L'introduzione di specifici e stringenti requisiti informativi, permette di garantire al bilancio quelle caratteristiche di verificabilità e chiarezza, indispensabili perché un investitore possa fare affidamento sulle informazioni in esso contenute. Avere una chiara cognizione delle fonti e dei processi di valutazione utilizzati per determinare il valore delle varie voci di bilancio, consente di fatti all'investitore di operare delle considerazioni avvedute sul processo di stima, di

---

<sup>60</sup> Intendasi significatività come *value relevance*, concetto già brevemente introdotto, che sarà oggetto di ampia discussione più avanti nella trattazione e rappresentate l'oggetto centrale della ricerca empirica rappresentate il vero scopo di questo lavoro.



confidare con un certo livello di affidabilità sulle asserzioni degli amministratori e di poter in definitiva, giungere in maniera più economica e pratica ad una valutazione corretta e coerente dell'impresa.

## CAPITOLO 3

# LA *VALUE RELEVANCE*. GLI STUDI EMPIRICI AD ESSA DEDICATI NELLA LETTERATURA ED I MODELLI ECONOMETRICI DI INDAGINE.

Sommario: 3.1. - La *value relevance* e la letteratura derivata dal “*capital market research accounting*”; 3.2. - *Value relevance* dell'informativa di bilancio e segnatamente della gerarchia del *fair value* nella letteratura economica; 3.3. - Modelli di indagine della *value relevance*; 3.3.1.- I *price models*; 3.3.2.- I *return models*; 3.3.3.- I *balance sheet models*.

Fino ad ora sono state indagate le metodologie di formazione di un prezzo sul mercato sulla base di elementi finanziari in un contesto di certezza nella quale l'agente economico è in grado di effettuare stime corrette dei flussi di cassa futuri ed individuare le varie classi di rischio con i relativi tassi di sconto, determinando così agevolmente il prezzo attraverso semplici relazioni finanziarie.

Sono state poi introdotte caratteristiche del sistema economico che possono minare la capacità di determinazione di valori certi sia per problematiche intrinseche alle varie aziende, sia per questioni che coinvolgono l'intero

sistema economico ed in particolare, ed è questo l'aspetto che in riferimento a questa ricerca assume la maggior rilevanza, le distorsioni create da problematiche di asimmetria informativa, le quali trovano la loro soluzione (almeno parziale) in un efficiente sistema di rendicontazione e trasmissione delle informazioni rilevanti al mercato.

Proprio per porre rimedio al problema della trasparenza, affidabilità ed efficienza delle comunicazioni, si è visto che a livello nazionale prima, sovranazionale poi, sono stati introdotti degli standard di redazione del bilancio, i quali garantiscono una chiara ed uniforme informativa, finalizzata a rendere partecipi i vari agenti, i quali intrattengono rapporti economici di varia natura con le imprese, di tutte le informazioni potenzialmente utili a prendere le loro decisioni in merito all'instaurazione ovvero alla continuazione della relazione con l'ente.

Per poter nel prossimo capitolo affrontare con cognizione di causa l'analisi di una ricerca empirica svolta sull'analisi della *value relevance* del principio contabile internazionale IFRS 13, è necessario preliminarmente illustrare il concetto di *value relevance* e come questo sia stato studiato dalla dottrina economica nel corso degli anni ed attraverso il complicato momento che si è venuto a creare dall'esplosione della crisi dei mercati finanziari del 2008; successivamente verranno indicate le varie classi di studi effettuati in ambito economico focalizzandoci in particolare sui così detti *price model*, ed illustrando nel dettaglio il modello introdotto nel 1995 da J.A. Ohlson; ulteriore argomento di ricerca sarà costituito dagli elementi di natura statistica ed economica che possono portare a delle distorsioni nell'ambito di una ricerca di tipo empirico.

Al fine di affrontare opportunamente tutti gli argomenti anticipati, il capitolo presenterà la seguente struttura: argomento di discussione nel primo paragrafo, 3.1., sarà la determinazione dell'ambito nel quale è possibile inquadrare gli studi relativi alla *value relevance*, che insieme all'*earnings management* ed al *timely loss recognition*, possono essere ricollocati in quel

filone di ricerca che va sotto il nome di *capital market research accounting*; nel paragrafo 3.2. verranno riassunti i principali contributi forniti dalla letteratura in materia, focalizzandosi in particolare sulle ricerche incentrate sull'individuazione e misurazione della *value relevance* della gerarchia del *fair value* nei sistemi contabili europeo e statunitense. Saranno oggetto di approfondita analisi delle 3 sezioni nelle quali è suddiviso il paragrafo 3.3., i vari modelli utilizzati dai ricercatori in materia di *capital market research accounting*. Nello specifico la sezione 3.1.1. sarà dedicata all'illustrazione dei *price models*, fra i quali il principale contributo è notoriamente attribuibile ad Ohlson ed al modello da lui sviluppato nel 1995; la sezione 3.3.2. presenterà i modelli denominati *return models* tra i quali il più noto è rappresentato dal modello sviluppato da Easton e Harris. L'ultima sezione del paragrafo sarà invece dedicata all'illustrazione dei *balance sheet model*, i quali non trovano però una forte diffusione negli studi in oggetto.

### 3.1. La *value relevance* e la letteratura derivata dal “*capital market research accounting*”.

Gli individui quindi, nella formulazione delle proprie decisioni economiche, hanno necessità di basarsi su elementi forniti spesso dalla stessa società nella quale vogliono investire il proprio capitale, trovandosi spesso in un inevitabile conflitto d'interessi. Questo problema si trova alla base della necessità di adottare principi via via più certi e trasparenti, ed è proprio da questa esigenza esternata dagli agenti economici che può essere sviluppata l'illustrazione del concetto di *value relevance*.

Non esiste nella letteratura economica una univoca definizione di questo concetto, ma lo si può con efficacia descrivere come l'attitudine dei valori di bilancio di contenere e fornire all'esterno, informazioni utilizzabili ed utilizzate

dagli operatori economici nella formulazione delle loro decisioni di investimento.

Lo studio di questa relazione fra le decisioni prese in campo economico e le informazioni fornite nei bilanci d'esercizio, è solitamente svolto con la ricerca di una relazione statisticamente significativa fra le varie voci indicate per l'appunto nei bilanci ed un qualche stimatore sintetico del valore che gli individui riconoscono ad una data impresa; come vedremo più sopra, molti sono stati gli indicatori utilizzati, ma tra questi ne esiste uno, sicuramente più semplice da individuare in primo luogo, e che riesce a mediare in qualche maniera ad errori di valutazione individuali attraverso quella che può essere definita, prendendo spunto dagli studi di Von Hayek, conoscenza comune e condivisa, e che quindi non è influenzata da informazioni e convinzioni specifiche e potenzialmente distorte dei singoli agenti economici; questo indicatore è il prezzo ed in particolare ci si riferisce solitamente al prezzo di borsa delle azioni delle società.

Le ricerche sulla *value relevance* trovano la loro naturale collocazione nell'ambito della "*capital market research accounting*", una tipologia di studi nata con i lavori di Ball e Brown<sup>61</sup> e di Beaver<sup>62</sup>. In base allo sviluppo della letteratura è stato possibile individuare la concentrazione degli studi intorno a determinati argomenti che nello specifico individuiamo nelle macro aree relative a:

- *value relevance;*
- *earnings management;*
- *timely loss recognition.*

---

<sup>61</sup> R. BALL-P. BROWN, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research, 1968.

<sup>62</sup> W.H. BEAVER, The Information Content of Annual Earnings Announcements: Empirical Research in Accounting Selected Studies, Journal of Accounting Research 1968.

In mancanza di una definizione specifica si può dire che il *timely loss recognition* si basa sull'idea che con l'introduzione di buoni standard di redazione dei bilanci, è possibile fornire un'informazione più affidabile, che ha la caratteristica di individuare rapidamente le perdite permettendo così al mercato di entrare a conoscenza di questa informazione particolarmente rilevante nei tempi necessari ad adeguare aspettative e strategie di investimento<sup>63</sup>.

L'*earnings management* è una pratica ai limiti delle norme legali che regolano la redazione del bilancio d'esercizio, che al contrario del reato di falso in bilancio, nel quale vengono modificate voci infrangendo propriamente le norme di redazione, riguarda una sottile ma significativa manipolazione delle voci discrezionali di bilancio che permette una distorsione dei risultati d'esercizio solitamente ricercata per interessi privati del soggetto economico. Buona parte della letteratura è indirizzata a descrivere ed individuare strumenti adatti a rintracciare tali tipi di comportamenti<sup>64</sup>.

Rispetto agli studi relativi alla *value relevance*, si è detto che mirano all'individuazione di una relazione tra i valori di bilancio ed un indicatore del valore dell'azienda. Secondo alcuni studiosi è necessario determinare il valore economico attraverso l'attualizzazione finanziaria dei sovraredditi attesi in base a valutazioni personali per determinare quello che viene indicato come *Market Value Added*<sup>65</sup>. Come facilmente comprensibile una valutazione basata su valutazioni di tipo soggettivo può essere influenzata da *bias* cognitivi ed errori vari di stima, per questa ragione la letteratura tende nella maggior

---

<sup>63</sup> M.E. BARTH-W. LANDSMAN-M. LANG, International Accounting Standards and Accounting Quality, Journal of Accounting Research, 2008.

<sup>64</sup> Si vedano tra gli altri C. LEUZ-D. NADA- P.D. WYSOCKI Earnings Management and Investor Protection: an international comparison, Journal of Financial Economics 2003; P.M. DECHOW R.G. SLOAN- A.P. SWEENEY Detecting Earnings Management, The Accountin Review 1995.

<sup>65</sup> Secondo la relazione  $Mva = \sum Eva * v^t$  dove  $v$  è il fattore di attualizzazione ed  $Eva$  rappresenta il valore economico aggiunto secondo la relazione  $Eva = (\text{tasso effettivo di remunerazione} - \text{tasso atteso}) * \text{capitale impiegato}$ .

parte dei casi ad utilizzare il prezzo di borsa delle azioni come indicatore sintetico del valore, pur non potendo trascurare la possibilità che anche questi soffrano di qualche tipo di distorsione generata da una lunga serie di fattori e che quindi, non riescano effettivamente a recepire a pieno il valore economico dell'azienda.

Individuato quindi l'indicatore più aderente alle necessità di uno studio di carattere empirico, è necessario fare qualche considerazione aggiuntiva su quegli elementi che permettono ai valori di bilancio di essere definiti *value relevant*. In particolare è necessario che il rendiconto annuale possa essere percepito dagli agenti come affidabile e più nello specifico per quelle voci che hanno una forte rilevanza nell'assunzione delle decisioni; prendendo esplicitamente spunto da quanto detto da Mechelli “quando i ricercatori indagano la presenza di una relazione statisticamente significativa tra valori di bilancio e prezzi di borsa, di fatto stanno congiuntamente verificando sia la rilevanza (*relevance*), sia l'affidabilità (*reliability*) delle informazioni rappresentate nei conti annuali delle imprese.”<sup>66</sup> L'affidabilità denota che le informazioni di natura contabile siano ragionevolmente libere da errori e che riescano a rappresentare in maniera veritiera e corretta le informazioni che sono dirette a diffondere <sup>67</sup>. Come già discusso *infra*, l'introduzione nel panorama europeo dei principi contabili internazionali, ha permesso di creare un maggiore affidamento dei soggetti verso i conti ed i risultati comunicati dalle imprese verso il mercato, generando così una crescita dei livelli di affidabilità di questi valori dimostrata tra l'altro da una serie di studi fra i quali quelli di L.A. Maines e J.M. Whalen. Data la crescita di fiducia dimostrata dal mercato per i valori espressi nei bilanci lo IASB ha mano a mano aggiornato i principi contabili, venendo incontro alle richieste espresse

---

<sup>66</sup> A. MECHELLI, *La Value Relevance del Bilancio d'Esercizio, modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli editore 2013 pagina 13

<sup>67</sup> L.A. MAINES-J.M. WAHLEN, *The Nature of Accounting Information Reliability: Inferences from Archival and Experimental Research*, Accounting Horizons 2006.

dagli operatori per rendere sempre più trasparente ed affidabile la comunicazione. Fra le norme che hanno statisticamente dimostrato la maggiore *value relevance* si hanno quelle che impongono la rappresentazioni di determinate voci al loro valore equo, tipicamente chiamato in dizione anglosassone *fair value*; questo criterio di determinazione del valore degli elementi contenuti nel bilancio, il quale fornisce agli operatori quello che è il valore genericamente riconosciuto ad un'attività ovvero ad una passività, ha dimostrato nella letteratura economica di avere un profondo livello di significatività per gli agenti economici, il quale tende anche ad aumentare in presenza di determinate condizioni del contesto economico e legale nel quale viene applicato. Come già ampiamente descritto in precedenza prima era richiesta una valutazione al *fair value* esclusivamente di determinati valori finanziari, a partire dal primo gennaio 2013 invece, le società che utilizzano per la redazione dei propri bilanci i principi contabili internazionali hanno dovuto adottare il nuovo IFRS 13, il quale prevede un ampliamento delle voci di bilancio valutate al *fair value* con l'ulteriore previsione dell'obbligo di indicare in nota integrativa informazioni aggiuntive relative alla classe di appartenenza delle voci in una gerarchia composta di tre livelli.

Sulla scorta di quanto previsto dal principio SFAS 157 quindi, si amplia di molto il livello di informazioni fornite al mercato, aumentando così potenzialmente il valore informativo di dette comunicazioni.

Secondo una parte della letteratura, esiste però il rischio che una vasta introduzione del *fair value* possa comportare un incremento delle pratiche di *earnings management* derivante da valutazioni discrezionali opportunistiche dei manager; questa riserva effettivamente preoccupante e perlomeno apparentemente non infondata, è però confutata dagli studi di E. Laghi, S. Pucci, M. Tutino e M. Di Marcantonio<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> E. LAGHI-S. PUCCI- M. TUTINO-M. DI MARCANTONIO Fair Value Hierarchy in Financial Instruments Disclosure. Is Transparency Well Assessed For Investors? Evidence from Banking Industry.



### 3.2. *Value relevance* dell'informativa di bilancio e segnatamente della gerarchia del *fair value* nella letteratura economica.

Prima di entrare nel merito degli elementi presi specificamente in considerazione per lo svolgimento dell'indagine oggetto del lavoro svolto, sembra opportuno presentare una breve disamina dei risultati delle ricerche precedentemente compiute dai vari studiosi nel campo dello studio della rilevanza dell'informativa finanziaria per il mercato, con uno sguardo più attento a quelli incentrati sugli effetti dell'applicazione dello SFAS 157 e dell'IFRS 7 prima e dell'IFRS 13 poi.

Alla base di questi lavori, vi è l'intenzione dei ricercatori di indagare e spiegare le relazioni tra l'informativa finanziaria ed economica presentata regolarmente dalle società e le decisioni degli operatori spiegate spesso volte attraverso modelli di indagine che cercano di individuare una relazione fra i prezzi formatisi sui mercati ed i valori espressi nei bilanci d'esercizio. Una caratteristica che l'informativa societaria deve necessariamente possedere perché possa ragionarsi su di una tale relazione è l'affidabilità (in dizione anglosassone *reliability*) ed è questa l'oggetto principale dello studio svolto da Maines e Whalen<sup>69</sup>.

Anzi tutto è opportuno riproporre la definizione di affidabilità proposta nel glossario del FASB secondo cui l'affidabilità denota la condizione per la quale le informazioni sono ragionevolmente non distorte da errori, e rappresentano fedelmente ciò che hanno lo scopo di rappresentare<sup>70</sup>.

Il FASB indica nel suo *Conceptual Framework* le due caratteristiche che un'informazione deve avere per poter essere definita affidabile: la rappresentazione veritiera e la verificabilità di quanto riportato; oltre alle due caratteristiche basilari viene aggiunto anche che la neutralità

---

<sup>69</sup> A.L. MAINES- J.M. WAHLEN opera citata, 2006.

<sup>70</sup> "Reliability denotes that accounting information is reasonably free from error and bias, and faithfully represents what it purports to represent", FASB 1980 Glossary

dell'informazione ne garantisce la *reliability*, intendendo con neutralità che il processo di formulazione e definizione dei principi secondo i quali devono essere redatti i bilanci, deve essere privo di preconcetti e di favore nei confronti di alcuno dei soggetti verso i quali le informazioni sono indirizzate. Come sottolineato dai due economisti, l'affidabilità è un concetto estremamente difficile da individuare e studiare; per questa ragione hanno dovuto elaborare una strategia di indagine basata sullo studio di relazioni basate sul concetto di informazione come rappresentazione di quelle dimensioni economiche (accordi commerciali, transazioni ed eventi vari) che determinano le aspettative sui flussi di cassa futuri dell'azienda. Sulla base di questa definizione lo studio è stato sviluppato sull'analisi di tre differenti relazioni:

- la relazione tra le attuali significative dimensioni economiche ed i flussi di cassa registrati nei periodi successivi;
- la relazione tra queste dimensioni economiche e la loro rappresentazione nei bilanci d'esercizio;
- la relazione esistente fra l'informativa di bilancio ed i flussi di cassa dei periodi successivi.

I vari *stakeholders* sono interessati, come noto, alla distribuzione temporale, alla certezza ed all'ammontare dei flussi di cassa futuri; chiaramente questi flussi sono conseguenza delle decisioni e delle operazioni poste in essere dalla società, questa relazione viene definita *economic relevance* delle decisioni che può essere influenzata da elementi specifici dell'impresa oggetto di indagine, ma anche da eventi fuori dalla sfera del controllo dell'agente. Lo scopo dell'informativa finanziaria, è quello di comunicare all'esterno attraverso degli schemi predefiniti, le decisioni di natura economica prese dall'ente ed i loro risultati; questo processo viene sintetizzato nell'*Accounting Relation*, a sua volta suddiviso in due sotto relazioni: l'*Accounting Relevance* e l'*Accounting Reliability*.

L'*Accounting Relevance* è funzione delle regole che vengono applicate nella redazione dei documenti e dei criteri di valutazione utilizzati (e.g. valore storico, *fair value*), mentre l'*Accounting Reliability* è relativa all'informazione in se ma è anche questa funzione delle variabili indicate già per il rapporto precedente. La scelta di un determinato *standard* di redazione del bilancio, comporta l'assunzione di scelte ed obblighi relativi alla classificazione ed alla valutazione degli elementi da riportare nell'informativa. Si è già detto che in base a quanto comunicato al mercato vengono fatte delle stime sui flussi di cassa futuri generabili dall'impresa, in questo contesto risulta evidente l'importanza della questione relativa all'affidabilità dell'informativa, poiché con una serie di informazioni male interpretate, o comunicate in maniera inadeguata od errata al mercato, si generano aspettative errate sull'andamento futuro che comporta una errata valutazione dell'emittente.

Per misurare gli effetti della variabile *reliability* nel mercato, gli studiosi hanno utilizzato due differenti approcci: un'analisi empirica dei dati raccolti sul mercato ed una predizione dei risultati attesi con l'utilizzo di modelli che permettono di analizzare separatamente l'effetto delle numerose variabili che influenzano il sistema.

Esplicitate quelle che sono le determinanti dell'affidabilità ed i rapporti attraverso i quali questa può essere studiata, i ricercatori hanno impostato il loro studio sull'analisi di due specifici aspetti: il raggiungimento dell'affidabilità dell'informativa, e la valutazione di questa affidabilità.

Rispetto al raggiungimento di un soddisfacente livello di affidabilità, vengono presi in considerazione vari aspetti quali le considerazioni alla base della definizione degli *standards*, gli incentivi, in particolare quelli del management che si trova occasionalmente in conflitto con gli altri stakeholders, e la tendenza ad evidenziare prontamente situazioni di difficoltà. In riferimento agli *standard setter* si afferma che questi attraverso le loro decisioni, determinano il livello di libertà che possono adottare i soggetti che redigono il bilancio; quando la norma è meno stringente, i *preparers* tendono ad utilizzare

un alto grado di discrezionalità dando luogo alle volte, a pratiche di *earnings management*, soprattutto lì dove la discrezionalità è ampia per i criteri di valutazione utilizzabili riducendo evidentemente l'affidabilità dell'informativa contabile. Oltre agli errori volontari è apparso come un regime normativo meno stringente agevoli il verificarsi di errori involontari da parte dei redattori<sup>71</sup>.

Relativamente alla verificabilità dell'informativa, gli studi si concentrano su come questa possa essere valutata e/o certificata da revisori, operatori e le autorità di vigilanza.

È chiaro che il parere espresso obbligatoriamente da parte dei revisori sulle informazioni presentate al mercato dagli emittenti, anche quelle diverse dal bilancio d'esercizio come richiesto dalla "legge sulla tutela del risparmio"<sup>72</sup>, mandano un forte segnale agli operatori rispetto al valore delle comunicazioni diffuse sul mercato. L'espressione di un parere conforme da parte di un soggetto esterno ed indipendente dalla società permette con un buon livello di confidenza di certificare la credibilità dell'informativa mitigando la forte asimmetria informativa che caratterizza le informazioni unilateralmente fornite dal soggetto in possesso di queste ultime<sup>73</sup>. Inoltre la previsione della

---

<sup>71</sup> A proposito del problema di errori compiuti dagli amministratori e dai responsabili della redazione dei documenti contabili e finanziari, va detto che spesso le difficoltà nascono dall'incompetenza di questi soggetti in materie di carattere specifico; di fatti soprattutto nella valutazione di quelle voci in cui è richiesta una buona dose di discrezionalità, vedi il *fair value* e più nel particolare le voci stimate sulla base di valutazioni soggettive che secondo la nuova normativa introdotta dall'IFRS 13 devono essere inserite nella terza classe, è richiesto un livello di conoscenza molto dettagliato dell'amministratore. Per risolvere questa problematica, che chiaramente esorbita dal solo contesto contabile, essendo la preparazione degli amministratori requisito necessario, ma assolutamente non sufficiente per una sana e corretta gestione dell'impresa, il codice di auto disciplina emesso da Borsa italiana S.P.A. all'art 2 nel criterio applicativo 2c2, introduce la previsione di un processo che nell'ambiente professionale prende il nome di *induction*, ovvero viene prevista la necessità di organizzare un percorso di formazione specifica per gli amministratori che stanno assumendo l'incarico al fine di permettergli di avere cognizione delle specifiche tecniche ed economiche del settore e dell'impianto normativo che lo regola.

<sup>72</sup> Legge 28 dicembre 2006, n.262.

<sup>73</sup> Negli studi di economia industriale e di economia dell'impresa, vi è una forte attenzione alle problematiche legate alla presenza di asimmetria nelle varie relazioni esistenti nel sistema economico. Più nello specifico quando si tratta di una situazione nella quale possono potenzialmente verificarsi problemi di *moral hazard*, quali appunto quelle in cui il mercato necessita di informazioni che hanno un valore di tipo economico, una

presenza e dello specifico ruolo dei revisori, fa sì che il bilancio debba essere sempre verificabile. Non si può ignorare però che anche i revisori possano avere in determinate situazioni degli incentivi distorti, ovvero più banalmente possano compiere degli errori, finendo così per certificare bilanci e documenti falsati od errati; è questa la ragione per la quale anche gli operatori vengono annoverati tra quei soggetti che hanno le capacità di determinare l'affidabilità delle informazioni, nonostante come si è detto più sopra, non sempre anche quando colgono la presenza di errori, effettivamente decidono di correggere le proprie aspettative. In questo contesto un ruolo fondamentale lo svolgono le autorità di vigilanza che continuamente monitorano l'attività degli emittenti. La verificabilità delle informazioni viene comunque studiata nella ricerca di Maines e Wahlen, molto in base a quelle che sono le reazioni degli agenti alle esternazioni delle società; hanno infatti esaminato il grado di affidabilità dell'informativa attraverso la capacità predittiva espressa dai valori di bilancio in relazione ai risultati che si sono verificati nei periodi successivi. Sul punto nello specifico si è fatto riferimento alla *timely loss recognition*<sup>74</sup> valutando come parametro di affidabilità la tempestiva istituzione di fondi per perdite future. Con un ulteriore passo avanti, la ricerca ha stabilito che la *risk related disclosure* riesce ad aumentare il grado di affidabilità dell'informativa, fornendo agli operatori un criterio per valutare la portata informativa dei bilanci.

La conclusione dei due ricercatori alla luce delle loro osservazioni empiriche sui parametri descritti, individua nella presenza di un buon ambiente informativo caratterizzato da trasparenza e verificabilità, il contesto nel quale l'informativa può davvero essere considerata come affidabile, divenendo così strumento di scelta per gli operatori economici.

---

delle soluzioni individuate proprio dai ricercatori è l'introduzione della figura del revisore che ha per l'appunto il compito di certificare l'affidabilità delle comunicazioni.

<sup>74</sup> Come già esposto una delle aree di studio, insieme all'*earnings management* ed alla *value relevance* della *capital market research accounting*.

Concentrandosi sempre sul concetto di affidabilità dell'informativa, e segnatamente di come questa venga percepita dal mercato, Goh, Ng e Yong<sup>75</sup> analizzano attraverso uno strumento statistico e presentando dei risultati numerici, che permettono una valutazione più puntuale delle loro considerazioni, come la crisi dei mercati finanziari abbia modificato la percezione dell'affidabilità dei valori stimati (vengono studiati di fatti i coefficienti con i quali il mercato sconta i valori espressi al *fair value*) dai responsabili della redazione del bilancio. Nella loro ricerca è stata analizzata la relazione esistente fra i prezzi ed i valori dell'attivo valutato al *fair value* così come richiesto dal principio SFAS 157, indagando se vi fosse una rilevanza statistica nei coefficienti di sconto applicati dal mercato, e se in conseguenza della crisi che ha investito i mercati finanziari a livello globale, questi coefficienti avessero subito delle variazioni. Preliminarmente essi hanno effettuato una suddivisione dei livelli di *fair value* analizzando anzi tutto il livello 1 caratterizzato da una valutazione in base ad un *mark-to-market model*<sup>76</sup>, separatamente dai livelli 2 e 3 per i quali viene utilizzato un modello *mark to model*<sup>77</sup>, per studiare inizialmente come il mercato reagisse e scontasse gli *asset* distinti in base ai modelli di valutazione. Un problema rilevante dei modelli di valutazione predisposti ed implementati autonomamente dagli amministratori è riscontrabile nell'associazione dell'obbligo dell'utilizzo di questi ultimi per quegli strumenti caratterizzati da maggiore illiquidità non esistendo per questi un mercato attivo nel quale individuare un prezzo, e conseguentemente caratterizzati da un inferiore

---

<sup>75</sup> B.W. GOH -J. NG -K.O. YONG, Market Pricing of Banks' Fair Value Asset Reported Under SFAS 157 during the 2008 Economic Crisis, 2009.

<sup>76</sup> Il *mark to market model* utilizza come criterio di determinazione del valore delle voci dell'attivo, i valori di mercato delle stesse, contenendo la prima classe della gerarchia del *fair value*, esclusivamente elementi negoziati su mercati attivi.

<sup>77</sup> Il modello *mark to model* consiste delle tecniche di valutazioni basate su modelli finanziari, questi modelli posso essere scelti discrezionalmente dai soggetti deputati a redigere i bilanci, i quali possono anche scegliere gli input da inserire che ritengono personalmente più adeguati.

livello di informazioni reperibili sul mercato per coloro i quali devono utilizzare queste valutazioni per operare delle scelte. Questa analisi definita *cross sectional* assume per lo scopo di questa ricerca un valore significativo. Con lo scoppio della crisi gli operatori hanno iniziato a maturare forti timori rispetto alla valenza effettiva di quanto riportato dall'informativa finanziaria di tutte le istituzioni, in particolare di quelle bancarie per le quali il *fair value* rappresenta un significativo e pervasivo criterio di valutazione; la regressione principale dimostra che effettivamente il *fair value* degli *assets* era valutato come elemento significativo, mostrando però una chiara tendenza a valutare con un tasso di sconto sempre più elevato le varie classi: il primo livello pre crisi mostrava un coefficiente di correlazione pari a 0,84 mentre i livelli due e tre presentavano degli altrettanto significativi 0,72 e 0,65. questa riduzione anche matematicamente evidente pare più che coerente con le assunzioni iniziali riducendosi il livello di attendibilità percepita, all'aumentare di illiquidità e carenza informativa legata <sup>78</sup> alle classi, che tendono ad allontanare gli investitori più avversi al rischio. Nel campione selezionato da Goh, Ng e Yong è apparsa anche una evidente correlazione tra la significatività di queste voci per ogni azienda, con la qualità dell'*auditing*<sup>79</sup> ed il livello del capitale di sorveglianza che permette di assorbire eventuali shock di liquidità. Proprio la riduzione di liquidità, più che timori legati alla qualità delle informazioni, ha determinato l'aumento del tasso di sconto degli *assets* valutati al *fair value*.

La conclusione del loro studio è che il mercato in conseguenza della crisi, ha mostrato una chiara riduzione della fiducia accordata alla valutazione al valore equo, presentando dei coefficienti di correlazione fortemente ridotti per il secondo e terzo livello con un calo rispettivamente del 30 e del 57 per cento,

---

<sup>78</sup> D. DIAMOND -R. VERRECCHIA, Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. Journal of Finance, 1991.

<sup>79</sup> Secondo le risultanze dei tre economisti esiste una significativa relazione statistica fra elevati livelli dei coefficienti e l'assoggettamento alla revisione da parte di una delle *Big Four*.

attestandosi ai valori 0,65 e 0,28, con una significativa controtendenza mostrata dal livello uno, il cui valore nella determinazione dei prezzi è salito a 1,01 con un rialzo del 20%, persistendo comunque l'evidenza di una meno severa valutazione nei confronti degli istituti bancari i cui bilanci sono revisionati dalle più grandi società di revisione, ed ancor di più in relazione al livello del capitale di sorveglianza.

Esiste una corrente di studi la quale non si è limitata ad analizzare la *value relevance* della gerarchia del *fair value* introdotta dal principio SFAS 157 nel mercato statunitense (la quale come si è potuto osservare è accettata in maniera diffusa fra i vari ricercatori), ma che ha cercato di analizzare quegli elementi che possono modificare, e consolidare, il valore informativo dei valori espressi al valore equo.

Su questo punto in ordine di tempo ci si può riferire anzitutto, allo studio compiuto da Song, Thomas e Yi<sup>80</sup>, i quali hanno indagato l'effetto delle variabili di *corporate governance* sulla capacità informativa della gerarchia del *fair value*. La prima questione da dimostrare, chiaramente, è che esista una relazione tra il valore di mercato delle imprese, in particolare si ragiona sulle imprese bancarie, ed i valori esposti nei bilanci d'esercizio; l'ipotesi è basata sull'assunto che valori correnti delle attività e passività possedute dalle banche, abbiano un valore significativo per gli investitori, i quali apprezzano la trasparenza, migliorata dall'introduzione di una gerarchia esplicitata, rendendoli così anche edotti sui criteri che sono stati utilizzati per determinarne i valori comunicati. Essendo i bilanci redatti da soggetti interni all'impresa, più nello specifico dagli amministratori, appare quanto meno possibile che differenti meccanismi di controllo della *corporate governance* possano influire sulla significatività e sulla precisione dei dati e dei documenti redatti dai managers soprattutto lì dove la discrezionalità, vedi il secondo ed in particolare il terzo livello del *fair value*, è lo strumento principale di

---

<sup>80</sup> C.J. SONG -W.B. THOMAS -H. YI opera citata, 2010.



definizione del valore di un'attività, vedendo quindi la trasparenza come uno strumento per eliminare quelle asimmetrie informative che possono minare la significatività delle comunicazioni; la distinzione che viene operata da Song e colleghi delle varie classi della gerarchia, è basata sul presupposto, seguito effettivamente anche dal nuovo principio IFRS 13, che le distingue in funzione dell'osservabilità degli input utilizzati per valutare le voci, al contrario di come avevano fatto altri ricercatori, tra i quali Goh, Ng e Yong, i quali avevano, come visto sopra, operato una distinzione in base ai modelli utilizzati per determinare i valori delle attività e passività. Nello studio della *value relevance* del *fair value* è importante considerare gli elementi potenzialmente distorsivi delle valutazioni, quali errori di valutazione involontari dei redattori, frodi od anche l'applicazione di modelli inadeguati; tutto questo genera negli investitori timori che fanno sorgere a loro volta errori di valutazione, selezione avversa, sconti eccessivi per il percepito rischi di liquidità ed inefficienze dal punto di vista cognitivo e di analisi delle informazioni. Secondo i tre ricercatori, il problema legato al rischio di liquidità può essere tralasciato in quanto non viene considerato incisivo nelle scelte degli operatori, è il problema legato invece all'asimmetria informativa quello più significativo, generando due tipologie di distorsioni: anzi tutto in presenza di incertezza gli individui tendono ad aumentare il tasso di sconto da loro applicato nell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, riducendone così il valore attuale e giustificando lo sconto empiricamente osservato nella determinazione dei valori di mercato confrontandoli con i valori di bilancio, secondo poi la mancanza di fiducia nei confronti delle dichiarazioni degli amministratori, porta gli investitori a sottostimare le entrate dichiarate dai primi. Ragionando su queste ipotesi e considerazioni iniziali, appare evidente il contributo apportato dalla previsione dell'obbligo di esplicitare il livello di appartenenza di una voce, per fornire elementi aggiuntivi al mercato per apprezzare le dichiarazioni del management. Mentre l'osservazione da un punto di vista empirico di questa relazione, come già accennato prima non comporta difficoltà, più articolato è

determinare come la *corporate governance* influisca effettivamente sulla significatività dell'informativa. Anzi tutto è opportuno osservare come sia ragionevole supporre che una stringente disciplina contabile, permetta al mercato di valutare in maniera più obbiettiva e veritiera l'operato degli amministratori, i quali avendo poco spazio per operare valutazioni o scelte discrezionali in fase di *reporting*, vengono messi di fronte al giudizio dei fornitori di capitali, forniti degli strumenti necessari per compiere delle valutazioni informate e consapevoli. Analizzando invece quanto una buona *corporate governance* influisca sulla significatività dell'informativa finanziaria, è possibile effettuare una valutazione preliminare: per come sono determinati, i valori appartenenti alla seconda ed alla terza classe della gerarchia del *fair value* sono quelli che maggiormente risentono della qualità del governo societario. La differenza nei valori di mercato presentati da diverse imprese potrebbero essere in via di principio ricondotte ad una differenza di performance determinata dalla presenza di una amministrazione più ligia e diretta da regole più ferree e stringenti come affermato da Gompers, Ishii e Metrick<sup>81</sup>, questa relazione è però stata confutata da molti studi differenti tra i quali può essere citato Gillan, secondo il quale non è possibile determinare una "buona" *corporate governance*, anzitutto per un problema di endogeneità dei dati riportati sulla stessa, secondo poi per il fatto che ogni sistema ed impresa probabilmente possiede delle caratteristiche peculiari le quali fanno sì che non sia possibile individuare un modello universalmente preferibile di *corporate governance*<sup>82</sup>.

I risultati empirici della ricerca di Song, Thomas e Yi, evidenziano una forte significatività di tutti e tre i livelli della gerarchia del *fair value* riportando per il primo e secondo livello dei coefficienti pressoché pari ad 1 per le attività e -1

---

<sup>81</sup> P.A. GOMPERS -J.L. ISHII -A. METRICK, Corporate Governance and Equity Prices, Quarterly Journal of Economics, 2010.

<sup>82</sup> S.L. GILLAN -J.C. HATZELL -L.T. STARKS, Tradeoffs in corporate governance: Evidence from board structures and character provisions. Working paper, University of Texas at Austin.

per le passività, trovando invece l'esistenza, come del resto previsto e riscontrato da molti altri studi, del terzo livello con coefficienti leggermente più bassi in valore assoluto. Relativamente all'incidenza della *corporate governance*, è risultata una chiara evidenza di come la qualità di questa influisca sulla significatività delle voci appartenenti al terzo livello.

Sullo studio dell'influenza della *corporate governance* sulla valenza informativa della gerarchia del *fair value*, anche la ricerca di Mechelli e Cimini<sup>83</sup>, nella quale i due ricercatori non si sono limitati allo studio delle variabili di governo societario, ma sono andati oltre analizzando anche l'effetto legato al sistema normativo ed alla sua effettiva applicazione. Un'altra peculiarità di questa ricerca risiede nel fatto che il campione selezionato non è più legato al mercato statunitense, ma è composto da banche ed altri istituti finanziari operanti e quotati nell'Europa a 15, e che quindi sono obbligate a redigere i propri bilanci in base ai principi emanati dallo IASB, ed in particolare per lo studio viene indagata la *value relevance* dell'IFRS 7 relativo come noto alla valutazione, al *fair value*, delle attività finanziarie che richiede anche di esplicitare, come per lo SFAS 157, il livello gerarchico di appartenenza.

Il fine della ricerca è riscontrare su base empirica gli effetti di una buona *corporate governance* e della così detta *law enforcement* sulla valenza informativa delle voci valutate al valore equo; come desumibile da studi precedenti, è legittimo attendersi che questi due meccanismi esplicitino i loro effetti in gran parte, se non esclusivamente, sul secondo e più ancora sul terzo livello della gerarchia del *fair value*, essendo queste come sappiamo, influenzate dalla discrezionalità del management. È evidente di fatti che lì dove gli amministratori hanno facoltà di esercitare un qualche livello di discrezionalità, vi è una concreta possibilità che vengano compiuti errori

---

<sup>83</sup> A. MECHELLI -R. CIMINI, Do governance and enforcement mechanism affect the value relevance of fair value hierarchy disclosed by the financial institutions? Empirical evidence across European Union, 2013.

discrezionali ovvero errori volontari lì dove possa venirsi a creare un conflitto di interessi fra i soggetti deputati alla redazione dei bilanci e gli altri *stakeholders*, in particolare i portatori di capitale di rischio. È chiaro che questo rischio aumenta man mano che si scala di livello nella gerarchia, aumentando quindi livello di discrezionalità lì dove vengono utilizzati i modelli chiamati *marked to model*; di fatti come nel resto della letteratura sull'argomento, i due ricercatori non si focalizzano sul primo livello che non viene considerato influenzato o influenzabile da alcuna variabile relativa all'organizzazione od al controllo degli organi di gestione ed amministrazione. Questi due meccanismi hanno il ruolo di migliorare la percezione di affidabilità dei dati comunicati così come avviene con l'assoggettamento dei bilanci soprattutto quando il controllo viene effettuato da parte di una delle *big four*, che certificano la verificabilità e di conseguenza la riscontrabilità delle affermazioni e valutazioni dell'amministrazione. Con riferimento specifico alle voci appartenenti al terzo livello, è stato empiricamente dimostrato sia in studi precedenti<sup>84</sup> che nella ricerca di Mechelli e Cimini, che il livello del capitale di sorveglianza produce l'effetto di aumentarne la valenza informativa. La novità introdotta da questa ricerca, come già introdotto, è rappresentata dallo studio dell'effetto dei meccanismi legislativi e della loro efficacia sulla *value relevance* del *fair value*, secondo la considerazione teorica che una stringente normativa, non permette l'utilizzo di politiche discrezionali ed opportunistiche da parte degli amministratori e riduce il rischio, attraverso la previsione di meccanismi sanzionatori di una certa rilevanza, del verificarsi di errori di natura non intenzionale, incentivando gli amministratori ad utilizzare un livello più elevato di attenzione in fase di redazione e la creazione implementazione e sofisticazione di meccanismi di controllo che permettano di individuare e correggere errori non intenzionali.

Venendo alle risultanze empiriche della ricerca, attraverso l'utilizzo di una

---

<sup>84</sup> Fra i tanti si vedano B.W. GOH -J. NG -K.O. YONG, opera citata, 2009.

variante del modello di Ohlson, e la creazione di specifiche variabili che permettono di esplicitare l'influenza di qualità della *corporate governance*<sup>85</sup> e del livello di *law enforcement*<sup>86</sup>, si è riuscito a dimostrare che, come prevedibile, il primo livello della gerarchia del *fair value* non viene influenzato da dette variabili, all'aumentare invece dell'influenza della discrezionalità, e della presenza di incertezza anche nelle determinanti del valore e degli input utilizzabili per implementare i modelli di valutazione, prende corpo l'evidenza degli effetti prodotti dalle due variabili esplicative prese in considerazione: il secondo livello risulta *value relevant*, qualora almeno uno dei due meccanismi funzioni efficientemente, mentre per il terzo livello, per poter garantire la sua valenza informativa, è necessario che siano effettivi contemporaneamente entrambi. I risultati della ricerca evidenziano come l'applicazione di buone norme di comportamento, organizzazione e controllo dell'organizzazione, non siano sufficienti per garantire al mercato un livello di affidabilità che possa essere percepito come soddisfacente per poter effettuare considerazione e

---

<sup>85</sup> Per la creazione di una variabile che riporti l'effetto della qualità della *corporate governance* i ricercatori hanno composto una variabile che prende il nome di GOVSCORE la quale sintetizza vari indicatori di quelli che sono unanimemente considerati dalla letteratura economica, elementi che migliorano la qualità del governo societario raccogliendoli dalla banca dati Bankscope; nello specifico sono:

1. BvD independence indicator, un indice del livello di concentrazione del capitale, considerando un eccessivo livello di concentrazione come dannoso poiché permette di esercitare una certa influenza sulle politiche di redazione dei bilanci;
2. il numero di amministratori indipendenti, elemento che la letteratura considera indicatore di una buona *corporate governance*;
3. una variabile *dummy* ( di prova) che assume valore 1 per quegli istituti nei quali il presidente del consiglio di amministrazione non abbia anche il potere di determinare le strategie aziendali (solitamente individuato nella figura del CEO o amministratore delegato) caratteristica che nella letteratura prende il nome di CEO *duality*, ed invece valore di zero qualora si verifichi questa coincidenza di ruoli;
4. un'ulteriore variabile *dummy* che assume valore 1 qualora la revisione sia affidata ad una delle *Big Four* e zero in caso contrario.

<sup>86</sup> È stata creata una variabile che sintetizzi la così chiamata *law enforcement*, attraverso la composizione di indicatori di un efficiente ed efficace sistema legislativo sempre con valori reperiti dal database Bankscope:

1. Legal enforcement index che tiene conto di impianto normativo e livello di corruzione;
2. una variabile che sintetizza la capacità degli amministratori di far valere i propri interessi e dei meccanismi di difesa degli azionisti.

valutazioni sul valore di mercato dell'emittente, fornendo quindi l'evidenza dell'indispensabilità di un impianto normativo coerente chiaro ed effettivo.

### 3.3 Modelli di indagine della *value relevance*.

Nel secondo paragrafo di questo capitolo, è stato esaminato in termini economici il significato della *value relevance*; essendo questa al centro di numerosi studi empirici, vari ricercatori hanno concentrato i loro sforzi per determinare un modello statistico che riuscisse ad individuare delle risultanze quantitative del fenomeno, trovando una correlazione statisticamente significativa tra un valore rappresentativo dell'impresa, come il valore di mercato e delle variabili indipendenti che nel caso specifico sono rappresentate da valori contenuti nei bilanci.

In questo contesto si sono sviluppati dei modelli che possono essenzialmente essere ricondotti a due tipologie principali, più una che merita di essere menzionata nonostante non sia particolarmente diffusa, e sono:

- *price models* i quali descrivono l'esistenza di una relazione fra i prezzi ai quali le partecipazioni vengono negoziate sui mercati e valori di bilancio dei quali si vuole indagare la rilevanza a livello informativo;
- *return models* che descrivono l'esistenza di una relazione tra i rendimenti intesi sia come utili che come *capital gains*, ed uno o più valori di bilancio;
- *balance sheet models*, con i quali si assume che il valore di mercato di una impresa sia pari alla differenza fra attività e passività ai valori iscritti in bilancio.

### 3.3.1 I *price models*.

Il modello di riferimento per questa tipologia di strumenti econometrici è il modello elaborato da J.A. Ohlson descritto in un articolo del 1995<sup>87</sup>, il quale ha proposto uno strumento per mettere in relazione il reddito d'esercizio, il patrimonio netto ed i dividendi, con il valore economico di una azienda con una media aritmetica ponderata che riesca a tenere conto dei diversi pesi attribuibili ai valori patrimoniali e reddituali, sviluppando un metodo di valutazione che potrebbe essere ricondotto ai modelli misti di valutazione d'azienda con elementi direttamente derivabili dal bilancio d'esercizio.

Questo modello è basato su di una serie di assunzioni che permettono di svilupparlo in maniera coerente:

1. un'impresa è valutata in termini finanziari, ovvero attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri;
2. la redazione del bilancio soddisfa la *clean surplus relation*;
3. i rendimenti anomali seguono un processo di tipo autoregressivo.

Sul primo assunto non pare necessario dilungarsi più oltre, essendo stato oggetto di ampia discussione nel corso del primo capitolo, se non per evidenziare che nella relazione presentata da Ohlson, i flussi di cassa vengono attualizzati senza distinzioni al tasso di rendimento atteso per investimenti privi di rischio, previsione questa che desta alcune perplessità.

Il secondo assunto fa riferimento all'esistenza dell' *clean surplus relation*, ovvero quel rapporto per il quale il reddito dell'esercizio viene assunto pari alla differenza di patrimonio netto fra un esercizio e quello successivo, al netto di tutte le transazioni avvenute con i proprietari del capitale quali erogazione di

---

<sup>87</sup> J.A. OHLSON, Earnings, Book values and Dividends in Equity Valuation, Contemporary Accounting Research, 1995.

dividendi, rimborso di quote o versamenti di capitale<sup>88</sup>. Questa assunzione viene operata dal ricercatore per semplificare il modello con delle conseguenze che però posso apparire di entità non così modesta. Nello specifico Ohlson tratta le transazioni con la proprietà come ininfluenti rispetto al risultato dell'esercizio nel quale queste vengono effettuate, tralasciando l'evidenza che una fuori uscita di cassa nell'esercizio, significa una riduzione di capitale investito nello stesso ed una conseguente quasi inevitabile riduzione del risultato alla fine del periodo, rimanendo quindi da riportare a fine esercizio solo la riduzione di capitale che avviene alla fine del periodo da reintegrare per poter far valere la relazione appena descritta. Affinché la relazione sia verificata, è necessario che tutte le variazioni del patrimonio netto abbiano la necessità di transitare per il conto economico, rendendo così problematiche nell'ottica dell'applicazione del modello in esame, quelle rivalutazioni, previste dai principi contabili nazionali, per le quali a fronte di un aumento del valore iscritto nell'attivo, si iscrive direttamente una riserva che confluisce così automaticamente nel patrimonio netto<sup>89</sup>. Rispetto alle due problematiche sottolineate, è comunque possibile trovare delle soluzioni ragionevoli che permettono di adottare le semplificazioni operate dal ricercatore senza sconvolgere i risultati ottenuti; relativamente alla problematica legata alla mancata valutazione dell'effetto di fuoriuscite di cassa nel corso dell'esercizio, è ragionevole assumere che l'ammontare di dividendi staccati nel corso dell'esercizio non sia di ammontare così significativo da generare riduzioni apprezzabili del capitale investito, e di conseguenza dei risultati attesi per il periodo immediatamente successivo; per il problema di quei valori che non

---

<sup>88</sup> Esplicitato nella relazione metodologica  $y(t - 1) = y(t) + d(t) - x(t)$  dove,  
 $y(t)$ , rappresenta il patrimonio al termine del periodo  $t$   
 $x(t)$ , rappresenta il reddito del periodo  $t$   
 $d(t)$ , rappresenta il saldo delle transazioni avvenute con la proprietà nel corso dell'esercizio  $t$ .

<sup>89</sup> Si pensi ad esempio alla rivalutazione di partecipazioni in imprese controllate o collegate detenute come immobilizzazioni ex art2426 c.c., od anche alle variazioni di valore delle voci di bilancio conseguenti all'adozione nel corso di un esercizio, di differenti criteri di valutazione.



passano per il conto economico invece, i principi IAS/IFRS, prevedono una composizione del conto economico che prende il nome di *comprehensive income* nella quale vengono rispecchiati i canoni della *clean surplus relation* trovando così a posteriori, un rimedio alla problematica esposta.

Trovata una soluzione alle incongruenze dei primi due assunti Ohlson riesce ad esprimere il valore dell'impresa in funzione sia dei flussi di cassa attesi come nei classici metodi finanziari, sia in funzione del valore del patrimonio netto secondo la seguente relazione:

$$P(t) = y(t) + \Sigma(R^{(-\tau)}E(t)[x(t + \tau)])$$

dove:

$p(t)$ , rappresenta il valore dell'impresa al tempo  $t$ ;

$y(t)$ , rappresenta il patrimonio netto dell'impresa al tempo  $t$ ;

$R$ , rappresenta il fattore di capitalizzazione di un rendimento privo di rischio, che chiaramente elevato alla  $-\tau$  rappresenta il fattore di sconto da applicare al reddito del periodo  $t + \tau$ ;

$x(t + \tau)$ , rappresenta il sovrareddito prodotto nel periodo  $t + \tau$ .

Questa relazione da cognizione di come il modello ideato da Ohlson, sia facilmente approssimabile ai classici modelli di valutazione, prendendo in considerazione però le eccezioni e specificità analizzate dal ricercatore.

L'ultimo assunto riguarda le ipotesi circa i rendimenti di carattere anomalo, che secondo Ohlson seguono un percorso di carattere autoregressivo, ovvero i redditi anomali di un periodo dipendono, dai redditi anomali dell'esercizio precedente, secondo un fattore  $\omega$ . Questa relazione ci permette di esprimere con una semplice formula, come i sovraredditi di un periodo, siano frutto dei sovraredditi del periodo precedente, ai quali si aggiunge l'effetto creato da notizie di dominio pubblico, le quali però non possono essere comunicate al mercato attraverso il bilancio d'esercizio a causa, alle volte, del principio di

prudenza.

La relazione metodologica alla quale ci si riferisce è così composta:

$$x(t + 1) = \omega x(t) + v(t) + \varepsilon(t + 1)$$

dove ,

$x$ , assume il valore noto di sovrareddito;

$\omega$ , rappresenta il parametro che lega i sovraredditi dei vari periodi;

$v(t)$ , rappresenta informazioni significative di cui il mercato è a conoscenza e che utilizza per determinare il valore dei redditi futuri e conseguentemente dell'impresa, le quali però per le ragioni esposte non sono contenute nell'informativa di bilancio;

$\varepsilon(t + 1)$ , che rappresenta un termine di errore sempre presente in modelli di regressione statistica.

Si può fare una considerazione aggiuntiva sul significato di  $\omega$ : esso rappresenta in una certa misura la capacità dell'impresa di mantenere dei sovraredditi, per questa ragione tendenzialmente questo parametro assumerà un valore inferiore ad uno, in considerazione del fatto che il mercato con la pressione competitiva tenderà ad eliminare le opportunità di extra profitto per l'impresa specifica che tenderanno a tornare a livelli normali.

Sulla base del modello sviluppato da Ohlson, sono stati elaborate delle versioni modificate, utilizzate dai ricercatori nelle ricerche di carattere empirico, per studiare le correlazioni intercorrenti fra le variabili di bilancio prese come variabili indipendenti e degli indicatori del valore dell'azienda presi come variabili dipendenti.

Il modello più utilizzato dai ricercatori è il seguente:

$$MV(it) = \alpha(0) + \alpha(1)BV(it) + \alpha(2)NI(it) + u(it)$$

dove,

$MV$ , rappresenta il valore di mercato dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$BV$ , che rappresenta il valore del patrimonio netto dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$NI$ , rappresenta il reddito netto dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$u$ , rappresenta il termine di errore.

Una differenza che deve essere preliminarmente considerata tra il modello modificato utilizzato in letteratura ed il modello sviluppato da Ohlson, è che i ricercatori lo utilizzano per studiare un insieme di imprese mentre, originariamente, era nato per determinare il valore di una singola azienda.

La formula sopra esplicitata, esprime il valore di mercato dell'impresa in funzione di patrimonio netto e risultato di esercizio in base a dei coefficienti  $\alpha(1), \alpha(2)$  che esprimono i coefficienti di regressione che caratterizzano una retta che interpola con il minor errore possibile i dati inseriti per i quali si cerca di studiare la regressione<sup>90</sup>.

I coefficienti che da un punto di vista statistico assumono un significato immediatamente comprensibile, da un punto di vista economico meritano alcune osservazioni. Tralasciando per ora il significato dell'intercetta  $\alpha(0)$ , si può comprendere che il valore assunto dagli altri due coefficienti può variare in considerazione di specifiche caratteristiche delle imprese considerate; un'impresa o nel caso un settore caratterizzato da un forte sviluppo e da un tasso di crescita altrettanto elevato, presenterà una forte dipendenza del suo valore dai profitti prospettati per il futuro, ciò implica che l'accento andrebbe posto sul valore del risultato d'esercizio più che su quello del valore contabile del patrimonio netto, presentando quindi in via teorica un coefficiente  $\alpha(2)$  molto elevato per tenere appunto conto di questa caratteristica peculiare; al contrario per un settore maturo o un'azienda in fase di liquidazione, la parte principale del valore non potrà essere rappresentata dalle aspettative sui flussi

---

<sup>90</sup> Si fa riferimento alla retta di regressione dei minimi quadrati, ovvero a quella retta che in un modello di regressione, rende minima la somma dei quadrati delle distanze verticali tra i punti osservati e la retta stessa nella forma  $y = \alpha + \beta(x)$ .

di cassa futuri, ma sarà in buona arte originata dal valore patrimoniale delle imprese. Questa caratteristica del modello, che ci permette di determinare come valore dell'azienda una media ponderata con fattori di ponderazione adeguabili a seconda delle caratteristiche specifiche del settore o dell'azienda, rende il modello di valutazione assimilabile alle volte più ad un modello patrimoniale, altre volte più ad uno reddituale.

È possibile fare anche una considerazione di come gli *standard* di redazione del bilancio, possano determinare in qualche misura i coefficienti del modello, dando così un'interpretazione di carattere matematico del concetto espresso più sopra dell'influenza del principio di prudenza sulla *value relevance* dell'informativa di bilancio. Quando i principi richiedono la rappresentazione dei valori in bilancio secondo metodi di valutazione basati sul costo storico ammortizzato, risulta evidente come poco del valore dell'azienda possa essere rappresentato dal *book value* delle attività e passività, dovendo focalizzarsi sull'ammontare del reddito netto dell'esercizio e di quanto questo possa essere rappresentativo dell'andamento futuro dell'impresa e del settore; al contrario quando nella redazione del bilancio vi sia un diffuso valore del *fair value* e la comunicazione dei dati sul futuro dell'azienda sia contenuta in maniera esaustiva nell'informativa periodica, è chiaro che poco ci sarebbe ancora da comunicare oltre a quello che è già contenuto all'interno del patrimonio netto, che in tal caso verrebbe esposto sostanzialmente a valori di mercato.

Dopo la disamina di queste questioni afferenti ai fattori di ponderazione di patrimonio netto e reddito d'esercizio, si può compiere una breve analisi del valore del parametro  $\alpha(0)$ ; da un punto di vista statistico esso non rappresenta altro che l'intercetta della retta di regressione determinata dal modello che necessariamente assumerà un qualche valore. Da un punto di vista economico l'intercetta è stata spiegata da Kothari e Zimmerman<sup>91</sup>, i quali vi individuano

---

<sup>91</sup> S.P. KOTHARI -J.L. ZIMMERMAN, Price and Return Models, Journal of Accounting and Economics,1995.

un fattore di aggiustamento per tutte le variabili omesse dai ricercatori nell'implementazione del modello, e dal modello stesso per la sua composizione, poiché come noto il modello di Ohlson, anche nelle sue versioni modificate, non tiene ad esempio conto dell'effetto delle distribuzioni di dividendi nel corso dell'esercizio, o di informazioni non contenute nel bilancio, che i ricercatori non sono stati in grado di cogliere perché in nessuna maniera esplicitate nel processo di formazione dei prezzi, ma che hanno comunque creato delle distorsioni nelle valutazioni del mercato.

### 3.3.2 I *return models*.

Per i modelli basati sull'utilizzazione dei rendimenti come variabile dipendente, la letteratura ha sviluppato una serie di modelli convincenti; uno in particolare però ha sembrato convincere gran parte degli studiosi e per questo sarà oggetto di analisi nel presente paragrafo.

Il principale riferimento in questo genere di studi è rappresentato dal modello elaborato da Easton e Harris nel 1991<sup>92</sup>, esplicitamente ispirato dal modello di Ohlson che nonostante venga fatto risalire alla sua pubblicazione del 1995, era stato già introdotto da un articolo pubblicato nel 1989<sup>93</sup>, e di fatti per necessità di poter giustificare alcune assunzioni alla base del modello, in particolare per poter asserire l'equivalenza dei due modelli nel 1999 Easton pubblica un lavoro nel quale esplicita questa relazione<sup>94</sup>.

Il lavoro dei due ricercatori è indirizzato a verificare se esista e se sia significativa da un punto di vista statistico, una relazione tra rendimenti ed il reddito ovvero una sua variazione, attraverso una ricerca empirica. Per

---

<sup>92</sup> P.D. EASTON -T.S. HARRIS, Earnings as an Explanatory Variable for Returns, Journal of Accounting Research, 1991.

<sup>93</sup> J.A. OHLSON, Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation, Working Paper of Columbia University, 1989.

<sup>94</sup> P.DP EASTON, Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data, Accounting Horizons, 1999.

compiere questo lavoro, sono state prese in esame due differenti prospettive:

- *book value valuation model*;
- *earnings valuation model*.

Il primo modello analizza la relazione tra una variabile stock che esprime il valore di mercato della quota di capitale posseduta dagli investitori, segnatamente la capitalizzazione di borsa, ed un'altra rappresentata dal patrimonio netto corrispondente, che rappresenta quindi il valore di libro della partecipazione. La relazione che ne deriva può quindi essere riassunta in questo modo:

$$P(it) = BVPS(it) + u(it)$$

dove,

$u(it)$ , rappresenta la differenza fra i valori di mercato e quelli di bilancio.

Modificando la formula per considerare le variazioni dei parametri tra un esercizio e l'altro otteniamo la seguente relazione:

$$\Delta P(it) = \Delta BVPS(it) + u'(it)$$

secondo le assunzioni adottate dai due autori ispirati dal lavoro di Ohlson, è possibile approssimare la variazione di patrimonio netto alla *clean surplus relation*, e dividendo poi tutti i membri per il prezzo delle azioni nel periodo  $t$  si ottiene attraverso una serie di passaggi matematici presenti in nota<sup>95</sup> la relazione metodica:

---

<sup>95</sup>  $\Delta BVPS(it) = NIPS(it) - d(it)$  Dove  $d(it)$  si può ricordare rappresenta le transazioni avvenute con i proprietari del capitale nel corso dell'esercizio; sostituendo questa relazione nell'equazione principale si ottiene:

$$\begin{aligned} \Delta P(it) &= NIPS(it) - d(it) + u'(it) \\ \Delta P(it) + d(it) &= NIPS(it) + u'(it) \end{aligned}$$

$$(\Delta P(it) + dt)/P(it - 1) = NIPS(it)/P(it - 1) + u''(it)$$

in questa espressione il rendimento dei titoli azionari viene espresso in funzione dei redditi per azione diviso per il prezzo nel periodo t-1 con l'aggiunta di un fattore  $u''(it)$ .

Il secondo modello utilizzato prende il nome di *earnings valuation model*, per il quale, se si suppone una sostanziale coincidenza tra i valori di mercato ed i valori economici, il prezzo di un'azione può essere stimato attraverso l'applicazione di un coefficiente  $\beta$  al rendimento per azione al quale deve essere aggiunto un fattore di correzione rappresentato da  $m(it)$  rappresentante sia il fatto che possano esservi risultati che l'impresa non è in grado di mantenere nel tempo<sup>96</sup>, sia per il fatto che il coefficiente  $\beta$  può non essere adeguato per tutte le imprese del campione.

In base alle definizioni date prima è possibile esprimere le relazioni secondo un'ulteriore equazione:

$$P(it) = \beta NIPS(it) - d(it) + m(it)$$

considerando un'ipotesi semplificatrice di Easton e Harris, per la quale si assume che nel periodo  $d(t - 1)$  non siano stati distribuiti dividendi, attraverso semplici passaggi matematici è possibile arrivare alla seguente formulazione:

$$(\Delta P(it) + d(it))/P(it - 1) = \beta NIPS(it)/P(it - 1) + m''(it)$$

che esprime un relazione per la quale il rendimento dell'impresa (sul lato sinistro dell'equazione) è funzione della variazione del risultato di esercizio in

---

<sup>96</sup> Si ricorderà che secondo l'assunto preso da Ohlson i redditi in eccesso seguono un processo autoregressivo secondo un fattore  $\omega$ .

rapporto al prezzo dell'azione nell'esercizio precedente.

Questo secondo modello viene definito quindi *earnings valuation model*; presentata anche questa tipologia di relazione i due ricercatori presentano un modello combinato ispirato a quello di Ohlson, basandosi sulla considerazione che per valutare un'impresa è necessario far riferimento sia al valore del patrimonio, che del reddito netto d'esercizio creando un modello di valutazione nel quale sia possibile combinare, attraverso determinati fattori di ponderazione, i risultati derivanti dall'applicazione del *book value valuation model*, e dell'*earnings valuation model*. La relazione metodologica che esprime questo concetto può essere così rappresentata:

$$\begin{aligned} (\Delta P(it) + D(it))/P(it - 1) = & \theta(0) + \theta(1)\beta(\Delta NIPS(it)/P(it - 1)) + \\ & + \theta(2)(NIPS(IT)/P(it - 1)) + \varepsilon(it) \end{aligned}$$

Come detto in precedenza la relazione si basa sul presupposto che alcuni asset dell'impresa sono valutabili in base alle informazioni fornite dal patrimonio aziendale, producendo questi dei rendimenti sostanzialmente in linea con il ritorno previsto per il capitale investito, mentre altri sono valutabili più coerentemente basando il metodo di valutazione sull'attualizzazione degli extra rendimenti.

In base alla dichiarata coincidenza esistente tra i modelli di Easton e Harris e di Ohlson, è possibile formulare delle considerazioni sui coefficienti utilizzati dai due primi ricercatori, che sostanzialmente permettono di ponderare quanta parte del valore aziendale è legato al tasso di rendimento normale sul capitale e quanta invece all'attitudine del sovrareddito a permanere nel tempo.

In particolare pare queste caratteristiche specifiche degli asset, ci permettano di poter trattare in maniera non dissimile da una parte, il patrimonio netto per azione del modello di Ohlson ed il reddito per azione diviso per il prezzo ad inizio periodo del modello di Easton e Harris e dall'altra parte, il reddito per azione del modello di Ohlson e la variazione dei redditi sul prezzo per azione



nel modello di Easton e Harris. Queste somiglianze permettono quindi di considerare equivalenti i coefficienti utilizzati nei due modelli; l'intercetta rappresentata con  $\theta$  invece combina i termini  $u$  ed  $m$  delle due prospettive utilizzate nel modello che per completezza riassumono il concetto espresso nel modello di Ohlson dalle *other information*, che nel modello esaminato in questo paragrafo rappresenta in particolare le variazioni delle *other information* tra un esercizio e l'altro.

### 3.3.3. I *balance sheet models*.

Questo modello può essere considerato come una forma particolare di *price model*, senza considerare però nella determinazione dei valori il reddito di esercizio. Questo modello riconduce quindi il valore dell'impresa, al concetto contabile di patrimonio netto, per il quale il valore dell'azienda è pari alla differenza fra attivo e passivo contabile.

Muovendo da questo presupposto è possibile determinare un modello di regressione per indagare la significatività di alcuni specifici valori espresso dalla seguente relazione metodologica:

$$MKT(it) = \alpha(0) + \alpha(1)A(it) + \alpha(2)L(it) + \alpha(3)I(it) + \varepsilon(it)$$

dove,

$MKT(it)$ , rappresenta il valore di mercato dell'impresa  $i$  al tempo  $t$ ;

$A(it)$ , rappresenta il valore contabile delle attività dell'impresa  $i$  al tempo  $t$  al netto della variabile oggetto di indagine;

$L(it)$ , rappresenta il valore contabile delle passività dell'impresa  $i$  al tempo  $t$  al netto della variabile oggetto di indagine;

$I(it)$ , rappresenta il valore di bilancio dell'elemento del quale si vuole testare la *value relevance*.

Oggetto di indagine in questi modelli è quindi il coefficiente  $\alpha(3)$  che rappresenta quindi la correlazione statistica esistente tra il valore dell'azienda ed il valore di bilancio della voce selezionata. Questo modello contiene il problema intrinseco che il bilancio non contiene il valore di tutte le attività e passività che contribuiscono a formare il valore dell'azienda, con riferimento ad esempio al valore delle attività immateriali, le quali rappresentano un elemento fondamentale per determinare una stima del capitale economico dell'impresa. Anche questo modello, come si era visto per i *book value valuation model*, può funzionare solo se l'impresa ottiene un rendimento sui propri investimenti in linea con quelli di mercato<sup>97</sup>. Come conseguenza di questa struttura del modello, si ha che in tutti quei casi nei quali un'impresa sia in grado di generare extra profitti, questo non sarà in grado di determinarne il valore economico. Come soluzione al problema, parte della dottrina ha proposto di inserire nell'equazione il valore dell'avviamento, una soluzione di dubbia validità rendendo questo correttivo l'eguaglianza per definizione sempre vera, essendo l'avviamento la differenza tra il valore di mercato ed i valori esprimibili dal bilancio.

Questo problema di fondo, e quindi la scarsa rilevanza scientifica del modello, è probabilmente la causa che ne ha determinato la scarsa diffusione.

Tralasciando per le motivazioni esposte il *balance sheet model*, è possibile chiedersi in base a quale criterio possa essere scelto un *price model* piuttosto che un *return model* come strumento esplicativo di un relazione. I *return models* hanno la finalità di verificare se ed in che misura, vi sia una correlazione tra valori di bilancio ed i rendimenti dell'azienda; i *price models* invece, permettono di misurare se ed in che misura i valori di bilancio sintetizzino le informazioni che gli operatori ritengono necessarie per formulare delle valutazioni relative al valore delle partecipazioni.

---

<sup>97</sup> Lì dove il valore attuale di un investimento è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa attesi attraverso un fattore di sconto "R".

I primi modelli quindi permettono di determinare una misura della tempestività della diffusione di informazioni sul mercato, derivanti dai valori comunicati da bilancio sul mercato, esplicitando oltre che la *value relevance*, anche la *decision relevance*, ovvero l'attitudine dell'informazione di rappresentare un elemento di scelta ulteriore rispetto alle informazioni già ricevute per altre vie dagli agenti. I *price models* invece, permettono di analizzare la relazione che esiste fra due valori stock, ovvero i valori di bilancio ed i prezzi di borsa dei titoli.

Sarà sulla base delle caratteristiche dei modelli, che gli operatori sceglieranno quello che più si confa all'obiettivo della ricerca.

## CAPITOLO 4

# PROBLEMI E FENOMENI DI NATURA ECONOMETRICA ED ECONOMICA, INDIVIDUAZIONE E LORO TRATTAMENTO.

Sommario: 4.1. - Strumenti di analisi della solidità dei risultati statistici; 4.2. - Le distorsioni provocate da problematiche di natura econometrica; 4.2.1. - L'effetto di scala; 4.2.2 - Caratteristiche specifiche delle imprese; 4.2.3. - Le *other information*; 4.3. - Le distorsioni provocate da problematiche di natura economica; 4.3.1. - L'inefficienza dei mercati; 4.3.2. - Presenza di imprese in perdita; 4.3.3. - I *prices leaded earnings*; 4.3.4. - La presenza di redditi transitori.

Prima di poter ragionare sullo svolgimento di un'analisi di carattere empirico in ambito economico, è necessario presentare preliminarmente alcuni elementi di statistica, che permettono di comprendere il funzionamento dei processi di calcolo delle inferenze statistiche, con l'introduzione degli elementi di natura statistica ed economica che la dottrina ha individuato come fonte di distorsione nei risultati delle ricerche, e dei rimedi che sono stati sviluppati per compensare e correggere tali errori. Per analizzare questi aspetti in maniera

uniforme e completa, la trattazione sarà dichiaratamente ispirata al lavoro pubblicato da Mechelli nel 2013<sup>98</sup>. La descrizione di tali questioni verrà sviluppata come segue: il paragrafo 4.1. presenterà gli strumenti econometrici utilizzati per verificare la validità e la solidità dei risultati provenienti dall'applicazione dei modelli statistici utilizzati per studiare le relazioni esistenti fra le variabili esplicative e quelle dipendenti; la necessità di analizzare la bontà dei risultati, origina principalmente dall'esistenza di alcuni elementi di disturbo in sede di determinazione del campione ed implementazione del modello. Per tale ragione nei paragrafi 4.2. e 4.3. verranno catalogati e studiati tali fattori di distorsione. Il paragrafo 4.2. conterrà una sintetica illustrazione delle principali problematiche di origine statistica quali: l'effetto di scala, le caratteristiche specifiche delle imprese e le informazioni omesse; il paragrafo 4.3. sarà incentrato sulla descrizione delle principali fonti di distorsione originate da problematiche di carattere economico.

#### 4.1. Strumenti di analisi della solidità dei risultati statistici.

Le ricerche che indagano l'esistenza di una relazione tra valori di mercato e di bilancio come si vedrà in una categorizzazione operata nel successivo capitolo, possono essere suddivise in due gruppi:

- *relative association studies;*
- *incremental association studies.*

Il primo gruppo contiene quelle ricerche che indagano quale, fra differenti

---

<sup>98</sup> A. MECHELLI, *La Value Relevance del Bilancio d'Esercizio, modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli editore 2013.

valori contabili, è meglio correlato con il prezzo o il rendimento delle azioni.

Ciò implica sia possibile utilizzare sia i *price models* che i *return models*, ampiamente illustrati nel capitolo precedente e che poi i risultati di questi modelli, debbano essere testati per valutarne l'affidabilità. I principali strumenti per analizzare i dati sono rappresentati da:

1. confronto fra i valori dell' $R^2$  e dell' *adjusted R<sup>2</sup>*;
2. inferenza sui coefficienti delle variabili inserite nelle regressioni;
3. test di Chow.

Il primo strumento permette di operare un confronto fra i valori dell' $R^2$  ottenuto attraverso due differenti regressioni, nelle quali vengono utilizzati nella prima i valori contabili, nella seconda dei valori alternativi dei quali si vuole testare la rilevanza<sup>99</sup>. Il valore di  $R^2$  può essere agevolmente individuato attraverso la relazione:

$$R^2 = 1 - SSR/TSS$$

dove,

*SSR*, rappresenta la somma dei quadrati dei residui dalla retta di regressione;

*TSS*, rappresenta la varianza complessiva della variabile indipendente.

Tendendo il valore di  $R^2$  a crescere, all'aumentare delle variabili indipendenti, i ricercatori tendono a fare ricorso ad uno strumento, nello specifico l'*adjusted R<sup>2</sup>*, che permette di compensare questa distorsione; assumendo  $n$  come variabile rappresentativa del numero di osservazioni e  $k$  come variabile rappresentativa del numero di variabili indipendenti abbiamo che  $R^2$  può essere così rappresentato:

---

<sup>99</sup> Il valore  $R$  ovvero la correlazione, esprime la misura e la forza della relazione lineare esistente fra due variabili quantitative; il quadrato della correlazione,  $R^2$ , rappresenta la frazione della variabilità nei valori della variabile dipendente, che può essere efficacemente interpolata attraverso la retta di regressione di minimi quadrati.

$$adjustedR^2 = 1 - ((n - 1)/(n - k - 1)) SSR/TSS$$

attraverso la quale può essere individuato il valore di bilancio più adeguato allo scopo di una ricerca empirica, ovvero quello che permette di individuare una retta di regressione che riesca ad interpolare con maggiore precisione i valori della variabile dipendente.

Il secondo strumento che viene utilizzato per testare la solidità dei risultati, si basa sempre sulla sostituzione dei valori sui quali si svolge la ricerca, per valutare questa volta come varino i coefficienti delle regressioni sia in termini di valori che di significatività.

Ad ultimo vi è il test di Chow che permette di verificare se vi sia una cosiddetta “rottura strutturale” dovuta ad un qualche specifico evento che determini un cambiamento delle variabili d'interesse che a loro volta mutino i coefficienti della retta di regressione.

Passando agli *incremental association studies*, ovvero quell'insieme di studi che hanno la finalità di determinare se specifici valori di bilancio, introducano informazioni aggiuntive per gli agenti nella valutazione dell'azienda. Queste ricerche vengono effettuate attraverso due modalità specifiche:

- esame della significatività statistica e del segno dei coefficienti relativi alla variabile o alle variabili oggetto di interesse;
- verifica dell'eventuale aumento del valore dell' *adjustedR<sup>2</sup>* della regressione dopo l'inserimento della variabile oggetto di studio.

Per comprendere meglio queste ricerche ed i loro risultati bisogna ragionare sul concetto di significatività statistica: questa si ha quando una variazione della variabile d'interesse produce un cambiamento della variabile dipendente, ovvero quando il coefficiente di relazione statistica è diverso da zero. Per determinare analiticamente la significatività di un coefficiente, si utilizza il

valore P che rappresenta in buona sostanza la probabilità che il valore osservato rientri nei valori considerati congrui con la ricerca posta in essere<sup>100</sup>. Solitamente questo valore P, viene confrontato con un valore predeterminato che prende il nome di livello di significatività, il quale indica quanto deve essere forte l'evidenza contro l'ipotesi nulla per permetterci di rifiutarla<sup>101</sup>. Esaminate le principali metodologie di analisi utilizzate dai ricercatori, è ora il momento di esaminare le problematiche di natura econometrica ed economica, che possono modificare i valori obiettivo della ricerca.

4.2. Le distorsioni provocate da problematiche di natura econometrica.

Partendo dalle problematiche di natura statistica si può ragionare su tre principali fonti di distorsioni dei risultati:

1. effetto scala;
2. caratteristiche specifiche delle imprese;
3. le *other information*.

#### 4.2.1.L'effetto di scala.

L'effetto scala è una fonte di distorsione dei modelli che utilizzano i prezzi o i valori di mercato come variabili dipendenti, derivante dalla presenza all'interno del campione di imprese di dimensioni differenti; le problematiche

---

<sup>100</sup> Il valore P rappresenta la probabilità, calcolata assumendo l'ipotesi nulla,  $H_0$ , vera, che la statistica test assuma valori tanto estremi o anche più estremi di quello osservato nel campione. Più piccolo è il valore di P più forte sarà l'evidenza fornita dai dati contro  $H_0$ .

<sup>101</sup> Ciò vuol dire che se un valore P è pari o minore del livello di significatività, che indichiamo con  $\alpha$ , vuol dire che i dati sono statisticamente significativi a livello  $\alpha$ .



originano principalmente da tre aspetti:

1. distorsione dei coefficienti della retta di regressione;
2. eteroschedasticità;
3. stima dell' $R^2$ .

La presenza di dimensioni di imprese differenti, può portare ad una determinazione distorta dei coefficienti di correlazione a causa di due principali motivazioni; la prima considera il fattore di scala come una variabile omessa nel modello di regressione, determinando delle distorsioni relative alla determinazione dei coefficienti di relazione e dell'intercetta. In particolare per l'intercetta è possibile fare una considerazione relativa all'eventualità che utilizzando una differente intercetta per imprese appartenenti a differenti classi dimensionali, è possibile stabilire una pendenza della retta di regressione che interpoli con una migliore approssimazione differenti cluster di imprese, piuttosto che utilizzando una sola intercetta che, nonostante permetta di individuare una retta che riesca a minimizzare gli scarti, sia comunque caratterizzata da una varianza degli scarti maggiore. La seconda motivazione che genera problematiche derivanti dall'effetto di scala, viene individuata dai ricercatori nella possibilità che, al variare della dimensione delle imprese, possa esservi una legittima variazione dei coefficienti di relazione tra le variabili indipendenti e quelle dipendenti.

Un secondo aspetto che determina la distorsione dei risultati di una regressione è data dalla possibilità che la presenza di imprese di differenti dimensioni determini un problema di eteroschedasticità; con questo termine si fa riferimento a quella situazione nella quale la varianza delle variabili dipendenti muta a seconda dei valori presi in considerazione, al contrario l'omoschedasticità è quella situazione per la quale il valore dei residui non varia al mutare delle variabili considerate. L'eteroschedasticità determina una situazione per la quale diventa problematico determinare dei coefficienti che

permettano di ridurre al minimo gli scarti dalla retta di regressione, proprio per il fatto che questi risultano difficili se non impossibili da determinare.

L'ultimo elemento distorsivo considerato dalla dottrina è la possibilità che la presenza dello *scale effect* determini una variazione dell' $R^2$ , che viene influenzato dal coefficiente di variazione del fattore di scala<sup>102</sup>, il che vuol dire che non risulta più possibile stabilire se variazioni dell' $R^2$  siano determinate dalla maggiore o minore *value relevance* delle voci utilizzate o dall'effetto di scala.

Per risolvere le problematiche generate dalla presenza di imprese di differenti dimensioni la letteratura ha sviluppato due approcci che consistono nel deflazionare tutte le variabili per un valore che sia rappresentativo del fattore di scala, ovvero aggiungere al modello una variabile che sia rappresentativa dell'effetto di scala. La maggior parte dei ricercatori utilizza la prima soluzione poiché ritenuta più pratica, poiché il fattore di scala non è facilmente osservabile e determinabile, in caso contrario sarebbe la soluzione migliore perché permetterebbe di eliminare il problema alla radice introducendo la variabile omessa.

Rispetto alla prima soluzione prospettata, differenti autori hanno utilizzato differenti deflatori tra i quali possiamo annoverare:

- il patrimonio netto;
- il valore di mercato delle imprese;
- il valore di mercato dell'azienda o delle azioni;
- il numero delle azioni.

La prima soluzione utilizza il valore del patrimonio versato dagli azionisti nel periodo iniziale, in base al presupposto che a fronte di un maggiore investimento iniziale, si avrà un'impresa con una maggiore capitalizzazione. Il

---

<sup>102</sup> Il coefficiente di variazione di una variabile consiste nel rapporto fra la media e la deviazione standard della variabile oggetto di interesse.

problema di questo deflatore è rappresentato dal fatto che su base statistica non è facilmente individuabile il valore del versamento originario di capitale.

Easton e Sommers sono invece fautori dell'utilizzo del valore di mercato come deflatore per eliminare lo *scale effect*<sup>103</sup>; in questo caso un problema che si presenta applicando questo deflatore a qualunque modello che utilizzi il valore di mercato come variabile dipendente, è il fatto che la variabile dipendente assumerà il valore 1.

Il terzo deflatore rappresenta una misura delle risorse controllabili dai proprietari del capitale.

Il quarto rimedio consiste nel dividere il valore di mercato per il numero delle azioni, ottenendo così come variabile dipendente il prezzo delle singole azioni e come variabili esplicative il valore per azione dei singoli elementi sui quali basare lo studio.

La seconda soluzione come detto in precedenza rappresenterebbe la soluzione più efficace, ma il problema dell'effetto di scala sorge proprio dall'impossibilità di determinarne la presenza e la portata.

#### 4.2.2 Caratteristiche specifiche delle imprese.

È ora possibile trattare il secondo fattore distorsivo dei risultati di una regressione ovvero le caratteristiche specifiche delle singole imprese. Anche in questo caso un elemento preso costantemente in considerazione dagli studiosi è la dimensione delle imprese; Hope ad esempio suggerisce di introdurre una variabile che tenga conto della dimensione delle imprese per permettere di individuare differenti intercette al fine di cogliere le differenze più significative tra queste<sup>104</sup>; Kothari e Zimmerman come già illustrato in precedenza nella

---

<sup>103</sup> P.D. EASTON -G.A. SOMMERS, Scale and Scale Effect in Market Based Accounting Research, Journal of Business Finance & Accounting, 2003.

<sup>104</sup> O.K. HOPE, Discussion of attribute differences between U.S. GAAP and IFRS earnings; an explanatory study, The International Journal of Accounting, 2007.

trattazione dei modelli di indagine della *value relevance*, fanno riferimento alla possibilità che la mancata introduzione di specifiche variabili possa distorcere i risultati della ricerca, questa variabile in questo contesto viene sempre individuata come una variabile relativa alla dimensione delle imprese, che ha la capacità di spiegare i valori differenti da zero dell'intercetta<sup>105</sup>.

La dimensione aziendale è un parametro così diffusamente utilizzato poiché viene individuato dalla letteratura come una variabile che ha la capacità di fornire varie informazioni specifiche dell'impresa, quali la persistenza del reddito, lo stato di salute e solidità dell'impresa, l'attenzione che questa può generare sul mercato ed i relativi controlli ai quali viene sottoposta<sup>106</sup> con la conseguente tendenza a limitare le pratiche di *earnings management*. Tra queste caratteristiche specifiche rientra anche il livello di rischio dell'impresa, che assume una notevole importanza anzitutto per l'effetto che provoca sul valore delle imprese; è noto di fatti che il valore attuale di un'impresa viene valutato in base all'attualizzazione dei flussi di cassa che ci si aspetta l'impresa sia in grado di generare nel futuro, ad un tasso che rappresenta il livello di rischio intrinseco dell'azienda (nonostante nel noto modello di Ohlson venisse utilizzato il tasso privo di rischio, comune a tutte le imprese operanti nello stesso sistema economico), in conseguenza del quale, a parità di tutti gli altri fattori, al crescere del rischio, si riduce il valore attuale dei flussi e chiaramente il valore attuale dell'impresa. Secondo poi, ragionando sul rischio come caratteristica fondamentale nella valutazione dell'azienda, è necessario fare delle considerazioni su quali sono le dimensioni aziendali utilizzate per valutare l'influenza del rischio. Kothari e Zimmerman nei loro studi utilizzano

---

<sup>105</sup> S.P. KOTHARI -J.L. ZIMMERMAN, opera citata, 1995.

<sup>106</sup> Appare logico di fatti che, al crescere delle dimensioni dell'azienda, crescono gli interessi in gioco fino a raggiungere quelle dimensioni per le quali le vicende aziendali possono produrre degli impatti a livello sistemico; si ragiona in proposito sulle vicende più recenti, nazionali ed internazionali, riguardanti differenti settori ed in particolare quello bancario, dove vi è stata una forte ingerenza anche dei poteri politici in considerazione del valore oltre che economico, anche sociale delle sorti degli istituti trovatisi in condizioni di obiettiva difficoltà.

una funzione logaritmica del valore di mercato, riducendo attraverso l'uso di questa funzione, l'asimmetria e la curtosi della distribuzione della variabile di interesse<sup>107</sup>; altri autori invece prendono come valore di studio il logaritmo dell'attivo in quanto il ricorso al valore netto dell'impresa potrebbe portare a dei valori che non danno contezza dell'effettiva dimensione dell'impresa, in quanto a fronte di un elevato valore dell'attivo, è possibile vi sia anche un elevato valore del passivo, che porta a valori netti che potrebbero essere comuni anche a piccole imprese con bassi livelli di indebitamento.

#### 4.2.3. Le *other information*.

Riguardo alle *other information* queste sono già state trattate in modo sparso all'interno del capitolo, in proposito si può ricordare che quasi la totalità dei modelli di regressione per varie ragioni, ometto di introdurre questa variabile. È noto che in particolare i *price models* soffrono della problematica che sorge dal disallineamento che spesso si crea tra informazioni diffuse nel mercato ed informazioni rappresentabili nei bilanci in ragione del diffuso utilizzo del principio di prudenza; in particolare le maggiori informazioni che il mercato tiene in considerazione sono le previsioni degli analisti sui risultati attesi delle imprese quotate, che spesso rappresentano un obiettivo distorto per le stesse, che cercano anche attraverso pratiche di *earnings management*, di rispettare queste previsioni, guardando gli operatori con molto malumore ad eventuali disallineamenti tra risultati prospettati ed effettivamente conseguiti<sup>108</sup>. In questo contesto è opportuno focalizzare l'attenzione sul significato del

---

<sup>107</sup> Per poter semplificare gli studi empirici, si tende a ricercare variabili che producano delle distribuzioni normali, ovvero i cui risultati siano distribuiti nella forma di una gaussiana su di un piano cartesiano nel quale alle ascisse vengono inserite le variabili indipendenti e nelle ordinate vengono inserite le variabili delle quali si ricerca il valore; la curtosi rappresenta la “massa” contenuta nelle code, ovvero quanto la distribuzione dei risultati riesca ad allontanarsi dal valore medio riducendo la significatività dei valori individuati.

<sup>108</sup> Non pare però questo il luogo per affrontare un simile argomento, essendo lo stesso oggetto di numerosi studi e dibattiti in particolare nelle ricerche che indagano le pratiche di *earnings management*.

disallineamento fra le previsioni degli analisti ed i risultati coerenti con le risultanze dei modelli: la differenza può essere attribuita alle *other information* le quali come noto, sono quelle informazioni che non transitano attraverso i bilanci, ma che determinano le decisioni di investimento e le valutazioni degli agenti di mercato.

#### 4.3. Le distorsioni provocate da problematiche di natura economica.

Trattate le origini di possibili distorsioni, provocate da fenomeni di carattere statistico, è opportuno volgere l'attenzione alle motivazioni di carattere economico, in grado di modificare ed invalidare i risultati delle ricerche empiriche in campo economico.

Queste distorsioni possono essere originate da più fenomeni, riassumibili in quattro principali categorie:

1. l'inefficienza dei mercati;
2. presenza di imprese in perdita;
3. *prices leaded earnings*;
4. presenza di redditi transitori.

#### 4.3.1. L'inefficienza dei mercati.

Delle questioni relative all'efficienza dei mercati si è avuto modo di parlare più sopra nel primo e secondo capitolo; è comunque utile ragionare come la letteratura si è confrontata con il problema, ed in particolare facendo riferimento a due approcci, uno proposto da Barth<sup>109</sup>, l'altro da Aboody, Hughes e Liu<sup>110</sup>.

Nell'ottica di Barth, l'efficienza dei mercati non è condizione imprescindibile per svolgere indagini empiriche sulla *value relevance*, per cui una loro eventuale inefficienza non costituisce un elemento ostativo allo sviluppo di una ricerca, essendo sufficiente che i valori di borsa esprimano quelli che sono i convincimenti del mercato, considerando l'unica forma di efficienza necessaria, quella per la quale il mercato è comunque in grado di comprendere il valore di un bene oggetto di una transazione. Secondo la concezione di efficienza fornita da Fama, le informazioni sul mercato potrebbero essere incomplete poiché vi sono soggetti interessati a non diffonderne, di conseguenza i prezzi non sarebbero in grado di riflettere istantaneamente tutte le informazioni necessarie e per questo il mercato sarebbe inefficiente.

Secondo l'impostazione di Aboody, Hughes e Liu invece è importante fare riferimento al concetto originario di *value relevance* secondo il quale un'informazione è effettivamente significativa, se esiste una relazione statisticamente significativa tra questa ed i prezzi azionari della società oggetto di studio. Perché possa essere asserita la *value relevance* dei valori di bilancio, è necessario che il mercato sia efficiente in forma per lo meno "semiforte", ovvero le informazioni devono essere assorbite in maniera tempestiva dai prezzi e la violazione di questo requisito, porta ad una

---

<sup>109</sup> M.E. BARTH, Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research, *Accounting and Finance*, 2000.

<sup>110</sup> D. ABOODY -J. HUGHES -J. LIU, Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market, *Journal of Accounting Research*, 2002.

distorsione dei risultati della ricerca ed ad un conseguente invalidamento dei dati.

Sulla base di queste considerazioni è ragionevole ritenere che i modelli che assumono i prezzi come variabile dipendente saranno quelli meno influenzati dagli effetti causati dalle inefficienze del mercato, mentre i modelli che utilizzano come variabili esplicative i rendimenti, soffriranno maggiori distorsioni. Questa distinzione deriva dal funzionamento del modello stesso e di cosa esso cerca di indagare; di fatti l'inefficienza comporta non una definitiva incapacità dei prezzi di riflettere tutte le informazioni distribuite sul mercato, bensì influenza la tempestività con la quale queste informazioni vengono riflesse dai valori di mercato, ed indagando per l'appunto i *return models* le variazioni dei risultati e delle informazioni, saranno quelli che mostreranno le maggiori incongruenze differenze rispetto ai valori teoricamente prospettati. Queste ragioni portano i ricercatori a fare diffusamente uso dei *price models* basandosi in più sulla prospettiva di Barth secondo la quale, si può ricordare, i prezzi di borsa rappresentano la migliore sintesi possibile dei convincimenti degli operatori di mercato.

#### 4.3.2. Presenza di imprese in perdita.

Il secondo elemento distorsivo è dato dalla presenza di aziende in perdita all'interno del campione, che lì dove si utilizzano i modelli sia basati sui prezzi che sui rendimenti, creano una situazione per la quale ci si trova ad avere determinate osservazioni dove il coefficiente di correlazione tra valore di mercato e rendimento non può avere un valore positivo, andando a smorzare il valore del coefficiente di relazione della retta di regressione e creando di conseguenza non pochi problemi per la determinazione di una corretta linea di interpolazione.



In merito a questa eventualità Hayn<sup>111</sup> propone un ragionamento: una società non potrà trovarsi in eterno in perdita, questa situazione dovrà finire o con il riacquisto da parte dell'azienda della capacità di produrre redditi normali, o con la liquidazione della stessa; sulla base di detto ragionamento, il valore dell'impresa sarà alternativamente riconducibile ad una delle due seguenti relazioni metodiche:

$$W = R/i$$

$$W = L$$

dove,

$W$ , rappresenta il valore economico del capitale;

$R$ , rappresenta il valore dei redditi normalmente conseguibili dall'azienda;

$i$ , rappresenta il tasso di rendimento arreso dai proprietari del capitale di rischio;

$L$ , rappresenta il valore di liquidazione dell'impresa.

Per correggere l'effetto distorsivo generato dalla presenza di imprese in perdita nel campione attraverso il meccanismo descritto poco sopra, la letteratura ha individuato due principali soluzioni finalizzate a mitigare il problema, che utilizzano rispettivamente come variabili indipendenti aggiuntive:

- il patrimonio netto;
- alcune variabili *dummy*.

La prima soluzione viene proposta da Collins, Pincus e Xie<sup>112</sup>, i quali nella loro ricerca utilizzano un *simple earnings capitalization model*, ossia una semplice regressione tra i prezzi e l'utile di esercizio. I tre ricercatori suggeriscono di

---

<sup>111</sup>C. HAYN, The information content of losses, Journal of Accounting and Economics, 1995.

<sup>112</sup>D.W. COLLINS -M. PINCUS -H. XIE, Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity, The Accounting Review, 1999.

modificare questo modello inserendo come variabile indipendente il valore del patrimonio netto; l'inserimento di questo correttivo ha la capacità di sintetizzare informazioni utili sia per stimare il reddito normale, che eventualmente il valore di liquidazione dell'azienda. Il patrimonio netto non aggiunge quindi, informazioni relative alla solidità dell'azienda ma permette di inserire un'informazione di tipo reddituale, lì dove il reddito d'esercizio risulta un'informazione non significativa nel processo di valutazione; questo ruolo del patrimonio netto non si discosta da quello che questa variabile aveva già assunto nel modello di Ohlson. La soluzione proposta da Collins, Pincus e Xie è applicabile solo ai *price models*, nei quali però in particolare per il diffuso utilizzo del modello di Ohlson, il correttivo introdotto dai tre ricercatori introduce delle novità a dire il vero non significative.

Soluzione molto più diffusa ed efficace, è l'introduzione di variabili *dummy* che permettono di ottenere differenti intercette e/o coefficienti di relazione in considerazione dello stato delle imprese, permettendo di accentuare l'importanza del reddito o del patri-

monio netto a seconda della capacità reddituale. La strategia più incisiva è quella di inserire delle variabili *dummy* che siano in grado di differenziare sia le intercette che i coefficienti delle regressioni. Dell'intercetta è già stato detto che insieme al termine d'errore sintetizza le variabili omesse, senza l'introduzione del correttivo con la variabile *dummy* questa comprendeva e sintetizzava anche questa omissione. La soluzione prospettata è stata applicata per la prima volta da Balachandran e Mohanran<sup>113</sup>.

#### 4.3.3. I *prices leaded earnings*.

Il terzo elemento distorsivo come introdotto precedentemente è rappresentato

---

<sup>113</sup> S. BALACHANDRAN -P. MOHANARAN, Is the decline in value relevance of accounting driven by increased conservatism?, *Review of Accounting Studies*, 2011.

dai *prices lead earnings*, ovvero quel fenomeno per il quale il mercato recepisce l'effetto di eventi positivi con un certo margine di vantaggio rispetto ai documenti presentati dalle società a chiusura dell'esercizio. Come già illustrato in precedenza infatti, il mercato è in grado di interpretare e reagire con un certo margine di anticipo alle informazioni ritenute rilevanti per la determinazione del valore delle imprese, prima che queste siano rappresentate in bilancio ad esempio a causa del principio di prudenza, per il quale il conto economico non può rappresentare in maniera tempestiva informazioni che hanno un riflesso economico anche determinate, ma che non si siano ancora verificate.

La ridotta capacità informativa del bilancio deriva da due fenomeni in particolare, derivanti dal problema dei *prices lead earnings* che portano ai disallineamenti osservabili tra prezzi e valori direttamente spiegabili dai valori di bilancio:

- il reddito che rileva nel corso dell'esercizio, può essere effetto di eventi passati e quindi già scontati dal mercato;
- il prezzo riflette informazioni su eventi futuri che non trovano una rappresentazione in bilancio nel corso dell'esercizio nel quale si verificano rimandando i loro effetti reddituali nel futuro.

In considerazione di questo disallineamento generato da questi due differenti effetti, che nulla osta possano verificarsi contemporaneamente, già era stata trovata una soluzione da Ohlson nel suo modello, nel quale introduceva la variabile delle *other information*, ovvero come più volte ripetuto, quelle variabili che determinano degli effetti sul prezzo o sulle variazioni dello stesso, ma che non sono rappresentate dalle altre variabili inserite nel modello in quanto non presenti nel bilancio d'esercizio.

Questa specifica problematica (il *prices lead earnings*) è stata studiata da

Zimmerman e Kothari<sup>114</sup>, i quali attraverso un modello che assume come variabile dipendente i rendimenti, mira a verificare quale dei due, fra *price models* e *return models*, sia preferibile utilizzare nelle indagini empiriche. Definiscono preventivamente quali sono i criteri in base ai quali scegliere una relazione piuttosto che un'altra, ed in particolare stabiliscono che il modello migliore è quello che dalle osservazioni empiriche, permette di trovare dei valori dei coefficienti e dell'intercetta, il più vicino possibile a quelli stimati dalla teoria economico aziendale. Nel loro studio verificano che se sussistono contemporaneamente due condizioni, ossia che il reddito segue un percorso di tipo *random walk*, il che vuol dire che il reddito da un esercizio all'altro segue un percorso casuale non prevedibile e che non esiste il fenomeno del *prices lead earnings*, allora il coefficiente che determina la relazione fra reddito e prezzo (nei *price models*) e rendimenti (nei *return models*) sarà pari al tasso di sconto applicato su investimenti caratterizzati dallo stesso grado di rischio. In base a questi presupposti quindi, il valore attuale dell'azienda è agevolmente determinabile in base ad una semplice relazione finanziaria, per la quale l'impresa avrà il valore attuale di una rendita perpetua i cui flussi sono pari al reddito d'esercizio. Il fatto rilevante però è che vi sono evidenze che nel mercato esiste il fenomeno del *prices lead earnings*, per il quale le variazioni che il reddito subisce da un esercizio all'altro sono solo parzialmente inaspettate. La sussistenza di questo fenomeno fa sì che il prezzo non sia direttamente determinabile attraverso la moltiplicazione del reddito per il reciproco del tasso di rendimento atteso.

La loro ricerca evidenzia che il fenomeno descritto, non determina delle distorsioni apprezzabili quando vengono utilizzati i *price models*, in tal caso tra le variabili indipendenti mancano quelle utili a rappresentare gli eventi economici che influenzano i prezzi ma che non sono ancora stati riflessi nei redditi, ma che non essendo rappresentate in bilancio, non hanno relazioni con

---

<sup>114</sup> S.P. KOTHARI -J.L. ZIMMERMAN, opera citata, 1995

la variabile indipendente e di conseguenza non influenzano i risultati del modello.

#### 4.3.4. La presenza di redditi transitori.

L'ultimo fattore determinate distorsioni nei risultati delle ricerche empiriche, è rappresentato dai *transitory earnings*, ovvero a quei redditi che hanno natura occasionale e quindi non devono rappresentare una elemento per la determinazione del valore dell'impresa. Si era visto che le teorie precedenti si basavano sul presupposto che l'andamento dei rendimenti fosse caratterizzato da un andamento definito *random walk*, secondo il quale i redditi attesi futuri sono uguali al reddito dell'esercizio corrente essendovi in ogni esercizio dei discostamenti, che però hanno la caratteristica di presentare una media pari a zero. Nonostante come illustrato questa assunzione sia alla base di un numero elevato di modelli, la letteratura sta sempre più analizzando e trovando evidenze relative al fatto che i rendimenti seguono in realtà un percorso definito *mean reverting*.

Questa assunzione sembra coerente con la considerazione che, a maggior ragione lì dove si assiste a delle variazioni significative del reddito fra un esercizio e l'altro, non sia possibile assumere che tale reddito possa ripetersi nel corso degli esercizi successivi. In base a tale ragionamento, per effettuare una valutazione coerente dell'impresa, sarebbe necessario scindere il rendimento in una componente ordinaria ed una straordinaria. La componente ordinaria, per sua natura è probabile si ripresenterà negli esercizi precedenti, diventando quindi una base per gli operatori nella definizione del valore dell'impresa, mentre i redditi di natura straordinaria e quindi transitoria, verranno considerati nelle valutazioni solo come elementi occasionali e quindi rientreranno nella valutazione solo per l'anno nel quale si verificano<sup>115</sup>. Se

---

<sup>115</sup> È di fatti pratica comune e razionale quella di normalizzare i redditi in fase di valutazione per evitare che nella determinazione del prezzo al quale un'azienda potrebbe essere scambiata, venissero considerati

questa ipotesi è verificata, i coefficienti che legano i prezzi ai rendimenti, non possono assumere i valori precedentemente ipotizzati, dovendo scontare la presenza dei *transitory earnings*, determinando l'eventuale mancanza di correzioni, un problema di affidabilità dei risultati conseguiti.

Per risolvere i problemi generati dalla presenza dei *transitory earnings*, sono state sviluppate due principali soluzioni

- la correzione del reddito d'esercizio con un reddito normalizzato;
- l'utilizzo di modelli non lineari.

La prima soluzione prevede che prima di essere inseriti in un modello di regressione come variabile indipendente, i redditi debbano essere normalizzati, eliminando cioè le componenti di natura straordinaria e non ricorrente. Il primo problema che è possibile annoverare è che non è sempre agevole distinguere le componenti ricorrenti da quelle non ricorrenti; il secondo è rappresentato dal fatto che l'inserimento fra le variabili indipendenti di una componente manipolata, comporta una perdita che si può definire automatica della *value relevance* della voce esaminata.

Rispetto alla seconda soluzione, si può fare riferimento al modello sviluppato da Freeman e Tse<sup>116</sup>, i quali sulla base della assunta non linearità della relazione tra valori di mercato e valori contabili hanno sviluppato un modello che riesca a tenere conto della differente valutazione che il mercato opera su differenti livelli di reddito. Questo comportamento è determinato dalla minore considerazione che il mercato riserva a quei redditi che paiono avere natura transitoria, rispetto alla parte di reddito percepita come stabile e non

---

elementi non ricorrenti aventi la capacità di sovra o sotto stimare il valore dell'impresa. Una volta determinato il valore in maniera lineare è possibile aggiungere il valore degli extra redditi conseguiti o previsti per poter tenere in considerazione tutti gli elementi che possono influenzare la valutazione dell'ente.

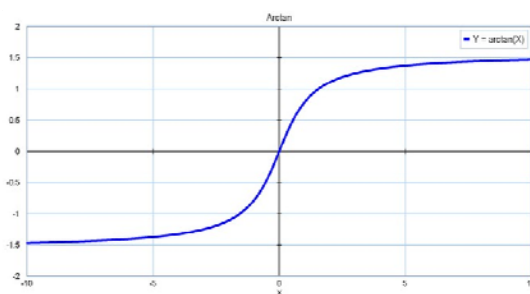
<sup>116</sup> R.N. FREEMAN -S.Y. TSE, A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings, Journal of Accounting Research, 1992.

transitoria. Questo rapporto può essere rappresentato attraverso un confronto fra i risultati ottenuti con una relazione lineare ed una non lineare, nelle quali si hanno come variabile dipendente i rendimenti inattesi -UR- e come variabile indipendente i redditi inattesi -UE-.

Secondo lo studio realizzato da Freeman e Tse questa relazione deve soddisfare tre caratteristiche:

1. la funzione deve evidenziare una relazione positiva tra la variabile dipendente e quella indipendente;
2. in caso di redditi inattesi negativi, la pendenza deve essere mano a mano più accentuata all'avvicinarsi allo zero;
3. in caso di redditi inattesi positivi la pendenza della funzione deve essere crescente a ritmo decrescente.

Un modello che consente di realizzare tutte le condizioni è rappresentato dalla funzione trigonometrica arcotangente.



Questa funzione rappresenta al meglio il concetto secondo il quale rendimenti anomali di magnitudini maggiori determinano reazioni mano a mano decrescenti del mercato.

Questa relazione è descritta in maniera chiara dalla relazione metodologica:

$$UR(i) = \alpha(0) + \alpha(1)\arctan(\alpha(2)UE(i)) + \varepsilon(i).$$

## CAPITOLO 5

### LA *VALUE RELEVANCE* DELL'IFRS 13

Sommario: 5.1. - Ambito di ricerca; 5.2. - Classificazione degli studi empirici sulla *value relevance*; 5.3. - Formalizzazione del fine della ricerca; 5.4. - La selezione del campione statistico; 5.5. - Selezione del modello di regressione ed implementazione del modello selezionato; 5.6. - Considerazioni conclusive sulla *value relevance* dell'IFRS 13.

Discussi tutti gli elementi di natura teorica necessari per affrontare una ricerca empirica sulla *value relevance*, è ora possibile passare all'indagine di questa sua relazione con il principio IFRS 13, fine ultimo di questo lavoro.

Dal 1 gennaio 2013 le società redigenti i bilanci secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, hanno dovuto recepire l'obbligo di adeguare i loro bilanci all'introduzione del nuovo principio IFRS 13, il quale come noto richiede di estendere la *disclosure* relativa alla gerarchia del *fair value*.

Fino ad allora questa prescrizione riguardava ai sensi del principio IFRS 7, solamente le attività finanziarie iscritte al *fair value*, mentre ora l'obbligo di dichiarazione della classe di appartenenza si è allargato a tutte le voci valutate



al valore equo. L'informativa relativa al collocamento nei vari livelli gerarchici, permette agli investitori e tutti gli operatori di mercato, nonché a qualunque soggetto interessato ad avere cognizione dell'andamento dell'impresa, di avere cognizione del grado di affidabilità che può essere accordato ad ogni voce indicata nel bilancio. Come illustrato in precedenza è di fatti comunemente accettato dalla letteratura economica, che gli agenti valutano le dichiarazioni degli amministratori sia sulla base delle informazioni che questi ultimi hanno utilizzato per determinare il valore delle varie voci, sia sulla base dei processi di valutazione che sono stati utilizzati e più nel particolare del ricorso ai *mark to market models* ed ai *mark to model models*. L'introduzione di norme più stringenti che permettono anche una crescita del livello di trasparenza dell'informativa finanziaria, produce effetti positivi in termini di percezione del rischio da parte degli operatori grazie ad un duplice effetto:

- la maggiore trasparenza riduce sensibilmente la possibilità di applicare metodologie discrezionali di valutazione che possono comportare il rischio di adozione di politiche quantomeno discutibili da parte dei redattori dei bilanci;
- previsioni che richiedo una maggiore informativa, richiedono un maggior livello di attenzione da parte degli amministratori nella redazione del bilancio, riducendo di conseguenza il rischio di compiere errori involontari in fase di valutazione.

La ricerca svolta relativamente all'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra le valutazioni del mercato ed il valore di attività e passività espresse al *fair value* sulla base di quanto richiesto dal principio IFRS 13, ha portato ad evidenziare la sussistenza di prime evidenze a favore dell'esistenza questa relazione, rispettando anche la previsione che il livello di significatività risulta essere più intenso per i livelli gerarchici più elevati in termini di affidabilità e certezza della fonte della valutazione. Come sempre prima di iniziare con l'illustrazione del contenuto del capitolo, verrà fornita una breve

descrizione della sua struttura per chiarire il percorso logico seguito. Nel primo paragrafo (5.1.) viene proposta la descrizione del contesto nel quale si è scelto di studiare la relazione in questione, ricordando il percorso di adozione dei principi contabili internazionali, con esplicito riferimento all'introduzione dell'IFRS 7 prima e dell'IFRS 13 poi, in ragione del significativo contributo da essi apportato al fine di garantire e migliorare per lo meno nelle intenzioni, la significatività e l'affidabilità delle valutazioni al *fair value* e più in generale del bilancio nel suo complesso; il paragrafo 5.2. presenterà una sintetica classificazione degli studi che si sono occupati di *value relevance*, per comprendere quale è lo scopo per il quale le ricerche in materia siano state condotte dai vari ricercatori. La tassonomia degli studi in materia di significatività individua due filoni di ricerca principali: gli *information content studies* e gli *association studies*; nel paragrafo 5.3. verrà sinteticamente ripercorso il concetto di *value relevance* nella letteratura, evidenziando come in conseguenza del contributo sia dell'IFRS 7 in Europa che del principio statunitense SFAS 17 per migliorare l'affidabilità dell'informativa finanziaria, sia stata individuata l'esistenza di una correlazione significativa tra i valori di bilancio ed i prezzi di borsa (che si assume in questa sede ed in genere negli studi economici, forniscano una buona approssimazione del valore economico delle società). Sulla base della valutazione dei risultati accademici e delle valutazioni formulate nel corso dei precedenti capitoli a proposito del relativamente nuovo principio IFRS 13, verrà presentata l'ipotesi nulla della quale la ricerca valuterà la fondatezza; i paragrafi 5.4. e 5.5. presenteranno il percorso seguito per selezionare il campione statistico di riferimento ed il processo di selezione ed implementazione del modello di ricerca utilizzato, con una esauriente analisi delle variabili utilizzate. Infine il paragrafo 5.6. presenterà le considerazioni che verranno tratte a conclusione del processo di ricerca.

### 5.1. Ambito di ricerca.

A partire dal 1 gennaio 2007 il principio IFRS 7 prevedeva che i soggetti IAS/IFRS redigessero il bilancio d'esercizio con l'obbligo di indicare in nota integrativa per ogni voce relativa ad un'attività o passività finanziaria valutata al *fair value*, la classe gerarchica di appartenenza con la conseguente esplicitazione di una valutazione relativa al rischio di determinazione del valore di suddetta voce. Come già illustrato dal 2013 con l'introduzione dell'IFRS 13 questo obbligo si è esteso ad una ampia gamma di voci di bilancio, e segnatamente a tutte quelle la cui valutazione viene effettuata al proprio *fair value*.

Dal 2006 i soggetti obbligati all'utilizzo degli IAS/IFRS per la redazione del bilancio d'esercizio e consolidato sono: a) le società quotate b) le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza, c) le società emittenti strumenti finanziari diffusi, d) le società assicurative non quotate con riferimento al solo bilancio consolidato, e) le società assicurative quotate. Tra questi gli intermediari finanziari e le banche sono quelli i cui bilanci sono caratterizzati maggiormente dall'utilizzo del *fair value* nella valutazione delle voci comprese nel bilancio, in quanto questo criterio di valutazione viene in gran parte utilizzato per le attività di natura finanziaria, rappresentanti per la loro specifica attività, gran parte dell'attivo e del passivo di queste istituzioni.

In base a questa considerazione si è optato, per indagare la *value relevance* del *fair value*, di utilizzare proprio queste istituzioni in maniera tale da cercare di limitare le informazioni distribuite al mercato, per quanto possibile, alle sole valutazioni al *fair value* di attività e passività, riducendo al minimo le distorsioni derivanti da variabili che non sono oggetto della ricerca. Per rendere uniforme l'ambito di studio il campione è stato selezionato all'interno del mercato europeo a 28<sup>117</sup>, poiché i Paesi compresi sono caratterizzati in linea

---

<sup>117</sup> Si è scelto di utilizzare un campione estratto dall'Europa a 28 piuttosto che dal più tipico campione selezionato dall'Europa a 15 per due ragioni in particolare: la prima di carattere squisitamente statistico riferita al problema della scarsità del campione che ne sarebbe derivato, bisogna infatti considerare che

di massima, da medesime peculiarità le quali permettono di assumere che le imprese si trovino ad operare in contesti affini.

## 5.2 Classificazione degli studi empirici sulla *value relevance*.

Seguendo l'impostazione proposta da Mechelli<sup>118</sup> data la difficoltà di proporre una specifica tassonomia degli studi in materia, si ripropone la suddivisione degli studi relativi alla *value relevance* nelle seguenti due classi:

1. *information content studies*;
2. *association studies*

gli *information content studies* riguardano quelle ricerche incentrate sull'individuazione del contenuto informativo posseduto da determinati valori di bilancio e più nello specifico, di come la comunicazione di queste informazioni al mercato produca effetti sugli scambi o sui valori dei titoli ai quali si riferiscono. Questo tipo di ricerca indaga quindi gli effetti che determinati eventi hanno sull'andamento di alcuni indicatori dell'andamento, della "vitalità" e dell'interesse che il mercato accorda a determinate istituzioni; il nome di questa branca di studi economici deriva quindi la sua denominazione proprio dalla ricerca empirica basata sugli *event studies*.

---

per rendere verificabile e significativa una ricerca di carattere empirico, è necessario basarsi su di un numero consistente di osservazioni, ma ragionando in questo contesto su di un evento che ha avuto solo due manifestazioni per impresa, nello specifico i bilanci redatti in chiusura degli esercizi 2013 e 2014, limitare ulteriormente l'ambito di ricerca avrebbe creato una situazione di difficoltà in ragione delle poche osservazioni delle quali studiare l'inferenza; la seconda ragione, più di concetto, riguarda la considerazione che il mercato europeo sta mano a mano uniformandosi grazie ad un processo di integrazione civile e politico il quale sta portando alla creazione di mercati sempre più ampi ed interconnessi, caratterizzati quindi sempre più da medesime norme e "regole del gioco" che permettono quindi di trovare, senza forzature logiche, una uniformità della popolazione che apre alla possibilità di considerare questa popolazione, in termini statistici, come omogenea.

<sup>118</sup> A. Mechelli, op. cit. 2013.

Soprattutto in un contesto di incertezza, gli eventi e le relative informazioni che ne conseguono possono manifestare i loro effetti, o meglio, generare le reazioni degli agenti economici con le relative variazioni delle strategie di investimento e del desiderio di esposizione nei confronti del titolo specifico, con delle tempistiche non sempre uniformi ed immediate; in ragione di ciò, questa categoria di ricerche può ulteriormente essere distinta in base all'orizzonte temporale preso in considerazione dai ricercatori nell'analizzare la eco prodotta dalla divulgazione di queste notizie.

Quando viene preso a riferimento il periodo immediatamente successivo (si ragiona in termini di giorni, al massimo settimane) si fa riferimento ai così detti *short-window event studies*; nel momento in cui invece si ragiona su periodi decisamente più lunghi, nell'ordine di anni (anche fino a cinque) si parla di *long-window event studies*.

Gli studi del primo tipo chiaramente mirano ad individuare la capacità del mercato di reagire celermente a notizie che possono dare delle informazioni aggiuntive e significanti sullo stato di salute della società e sulle sue prospettive di remunerazione e crescita; chi si occupa al contrario di *long-window event studies*, tenta di indagare gli effetti di lungo periodo conseguenti ad eventi societari di vario tipo, ragionando sulla possibilità che gli agenti non siano in grado di analizzare ed elaborare in maniera adeguata e corretta il flusso informativo, sovra o sotto stimando in un primo momento il valore delle notizie e correggendo nel tempo le proprie aspettative; in aggiunta come sottolineato da Kothari<sup>119</sup> è necessario tener presente che alcune informazioni sono relative ad eventi che evolvono nel corso del tempo, e ciò considerando è necessario e naturale che le reazioni del mercato da questi provocate, siano graduali e diluite nel tempo. Volendosi dilungare su questo argomento si potrebbe considerare l'effetto del *conservatism*, quello che nella

---

<sup>119</sup> S.P. KOTHARI Capital markets research in accounting, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31 2001.

terminologia italiana viene indicato come il principio di prudenza, sulla *value relevance* del bilancio d'esercizio, proprio per la possibilità che l'applicazione di questo principio possa portare ad una razionata rappresentazione dei risultati aziendali nei confronti degli agenti che non possono entrare a conoscenza di quelle informazioni di carattere maggiormente riservato che, secondo le nozioni fondamentali di finanza, sono necessarie per determinare in maniera congrua il valore di un progetto e di conseguenza di un'impresa. Potrebbe anche crearsi un effetto opposto quando il mercato, venuto a conoscenza di un progetto, un contratto, un piano strategico, riesca a scontare immediatamente il valore di questo evento, senza dover aspettare che questo venga rappresentato, eventualmente con "ritardo" (a causa dell'applicazione del principio di prudenza) dal bilancio d'esercizio<sup>120</sup>.

Con il termine *association studies*, si fa riferimento a quel filone di studi di in campo economico che indaga l'esistenza di una relazione significativa fra i valori di bilancio ed i prezzi o i rendimenti dei titoli, senza analizzare i fenomeni di variazione del volume degli scambi ovvero del livello dei prezzi. Questi a loro volta possono essere suddivisi in *relative association studies* ed *incremental association studies*. Tra questi i primi sono quelli indirizzati ad individuare quali tra i valori espressi in bilancio, mostrino una chiara e significativa relazione con i prezzi o con i rendimenti di un titolo, con lo scopo di determinare quale tra le varie voci possa essere indicata come la più significativa in termini di *value relevance*. Nella letteratura economica si hanno vari esempi di ricerche classificabili come *relative association studies*; fra queste rientrano quelle che confrontano i differenti principi utilizzati nella redazione dei bilanci per confrontarne la significatività informativa. Gli *incremental association studies* invece comprendo quell'insieme di studi che indagano il valore informativo aggiuntivo associato all'introduzione di una

---

<sup>120</sup> Per una più approfondita disamina del rapporto fra *conservatism* e *value relevance* si rimanda alla ricerca di A. Mechelli, op. cit. 2013.

nuova voce, un nuovo obbligo di comunicazione o una nuova struttura di bilancio, rispetto a quelle già presenti ed utilizzate; lo scopo eletto di questi studi è quindi determinare se la nuova informazione, abbia una capacità esplicativa superiore rispetto a quelle già in possesso del mercato, non nei termini quindi di nuova informazione nel contenuto, ma di una migliore o differente presentazione delle informazioni, comunque note o conoscibili dagli operatori. All'interno di questa categoria di studi, vi è una parte della dottrina che individua uno specifico sottogruppo di ricerche indicate con il nome di *measurement studies*, incentrate sempre sulla *value relevance* le quali però più nello specifico, in base a delle assunzioni teoriche attraverso l'applicazione di modelli econometrici, stimano un coefficiente di correlazione ipotetico e lo confrontano con i coefficienti determinati attraverso l'applicazione degli stessi modelli già utilizzati su campioni selezionati, cercando poi di indagare le motivazioni che possono determinare gli scostamenti che inevitabilmente si osserveranno, interpretandoli spesso come errori, intesi come l'incapacità di determinate voci di bilancio di corrispondere ad uno specifico modello teorico. Quando verranno analizzati gli studi già compiuti nell'ambito dell'indagine di una relazione significativa tra i prezzi di mercato e ciascuna classe della gerarchia del *fair value* nel mercato statunitense, si vedrà che proprio uno dei lavori più significativi<sup>121</sup> ai fini della ricerca qui svolta, appartiene a questa specifica sotto categoria di studi empirici.

### 5.3. Formalizzazione del fine della ricerca.

L'IFRS 13, ha quindi permesso al mercato di avere una ulteriore misura di valutazione delle dichiarazioni relative ad attività e passività espresse al loro

---

<sup>121</sup> C.J. SONG- W.B. THOMAS- H. YI, Value relevance of SFAS 157 Fair value Hierachy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms, The Accouting Review, 2010.

valore equo, con un conseguente aumento della trasparenza e della capacità informativa del bilancio nel suo complesso. È stato già detto come la letteratura si sia occupata di studiare le relazioni esistenti tra il valore che i mercati hanno accordato alle varie imprese ed i valori che queste hanno riportato nei loro bilanci, attraverso vari strumenti che hanno indagato sia attraverso *price models* che *return models*, gli effetti dell'applicazione dello SFAS 17 ed in misura più limitata dell'IFRS 7 sulle percezioni di mercato, sia in un'ottica di livello di informativa in valore assoluto, che in termini di miglioramento della stessa. Gli studi effettuati non si sono però fermati ad indagare l'esistenza di una relazione tra prezzi di borsa e valori di bilancio limitatamente al loro importo complessivo, ma hanno indagato più nello specifico se e quale relazione ci fosse tra voci più specifiche contenute nello stato patrimoniale e nel conto economico degli enti con le valutazioni espresse dal mercato, evidenziando che effettivamente, attraverso l'applicazione di specifici modelli econometrici, è stato possibile individuare delle correlazioni differenti fra le varie classi del *fair value* ed i prezzi di borsa, utilizzati quasi all'unanimità come metro di valutazione del valore economico dell'impresa, nonostante per una serie di motivazioni già espresse, come l'esistenza di asimmetrie informative e l'inefficienza dei mercati, questi due non coincidano perfettamente e la distanza tra questi tenda ad aumentare in periodi di incertezza o di fermento del mercato, come si è avuto modo di osservare più volte anche nel corso dell'ultimo ventennio, nonostante poi il mercato di tanto in tanto tenda a riprendere cognizione dei fondamentali riportando bruscamente i valori di borsa ai loro livelli normali, con un conseguente riallineamento dei valori e conseguentemente anche dei coefficienti espressi dai modelli di regressione, a quelli ritenuti normali e giustificati dalla teoria economica<sup>122</sup>. Come noto ad influenzare la percezione del mercato nei confronti

---

<sup>122</sup> In proposito vedasi lo studio di GOH, NG e YONG, opera citata, 2009, nella quale i tre studiosi evidenziano proprio l'abbassamento dei valori dei coefficienti di relazione dei vari livelli del *fair value*, in conseguenza della crisi del 2008, che ha portato gli agenti a prestare una maggiore attenzione alle



delle varie voci espresse al *fair value* è la conoscenza degli strumenti in base ai quali sono state compiute le valutazioni, sia della fonte delle informazioni rappresentati l'*input* della valutazione. In proposito si ricorderà di quanto detto poco a proposito di GOH, NG e YONG<sup>123</sup>, i quali distinguono i livelli della gerarchia del *fair value* in base ai modelli utilizzati per determinare il valore delle voci, proponendo una somiglianza tra livello due e tre che permette di accorparle utilizzando gli amministratori, dei modelli più tosto che i valori di mercato, per la determinazione dei valori delle voci appartenenti a queste classi come accade invece per il primo livello, rendendole maggiormente soggette ad errori involontari, ma anche a deliberate manipolazioni degli amministratori, spinti da motivazioni personali alle volte in conflitto con gli interessi della società e degli azionisti; questa suddivisione permette ai ricercatori di operare delle valutazioni sull'effetto dell'utilizzo di modelli *marked to market* in contrapposizione ai modelli *marked to model*. Differente invece è stata la valutazione alla base delle ricerche di Mechelli e Cimini<sup>124</sup> e di Song, Thomas e Yi<sup>125</sup>, per i quali la distinzione da operare è basata sugli input delle valutazioni, permettendogli così di separare da una parte il primo ed il secondo livello della gerarchia del *fair value*, le cui valutazioni sono basate sui prezzi osservati sui mercati in maniera sia diretta (primo livello) che indiretta (secondo livello), e dall'altra parte il terzo livello della gerarchia del *fair value* i cui input sono discrezionali, scelti sulla base di valutazioni degli amministratori che hanno così potenzialmente possibilità di operare delle manipolazioni.

L'enunciato del principio contabile internazionale IFRS 13, nel quale è confluita la classificazione elencata in precedenza dal principio IFRS 7 indica i

---

dichiarazioni degli amministratori, aumentando lo sconto applicato sulle voci caratterizzate da un maggior rischio di valutazione.

<sup>123</sup> B.W. GOH -J. NG -K.O. YONG, opera citata, 2009.

<sup>124</sup> A. MECHELLI -R. CIMINI, opera citata, 2013.

<sup>125</sup> C.J. SONG -W.B. THOMAS -H. YI opera citata, 2010.

criteri in base ai quali deve essere operata la suddivisione delle varie voci nei tre livelli dei quali viene richiesta la *disclosure* i quali nello specifico sono distinti in base alla provenienza degli input secondo questo ordine:

1. Prezzi quotati (non rettificati) su mercati attivi per attività o passività identiche (Livello 1);
2. Dati di input diversi dai prezzi quotati, ovvero prezzi e valori indirettamente osservabili ma ad essi assimilabili (Livello 2);
3. Dati di input relativi all'attività o alla passività che non sono basati su dati di mercato osservabili (dati non osservabili) (Livello 3).

L'elencazione puntuale proposta dal principio contabile internazionale, è coerente con la distinzione operata da Mechelli e Cimini e da Song e Thomas e Yi; sulla base di questa considerazione lo studio oggetto di questo lavoro prenderà come assunto sul quale basare la regressione, la classificazione e la distinzione incentrata sulla fonte delle informazioni utilizzate per determinare il valore delle voci, essendo questa impostazione più convincente, ed anche più aderente al concetto che qui si vuole esprimere e dimostrare: il mercato opera le proprie valutazioni sulle imprese basandosi sulle dichiarazioni degli amministratori contenute nei bilanci; ogni dichiarazione ha per gli operatori un contenuto informativo differente e specifico che lo distingue dagli altri, e che viene percepito ed utilizzato in maniera differente in sede di formulazione delle valutazioni e dei prezzi. Più nel dettaglio, si vuole dimostrare che il contenuto informativo delle dichiarazioni richieste dal principio IFRS 13 è *value relevant* e che la rilevanza delle singole classi, segue anche con questo principio, un andamento logico e constatato dalla dottrina nello studio dei principi europei IAS/IFRS e degli statunitensi SFAS, secondo il quale la *value relevance* si riduce man mano che le informazioni utilizzate nella valutazione

degli elementi, diventano di natura più incerta e discrezionale. Queste considerazioni portano all'esplicitazione dell'ipotesi che si andrà a dimostrare attraverso l'applicazione di un modello, nello specifico il modello di Ohlson, che permetterà di confutare o confermare la seguente ipotesi nulla:

*H<sub>0</sub>: Esiste una relazione statisticamente significativa fra il valore di mercato delle imprese ed il valore espresso al fair value delle attività e passività contenute nel bilancio d'esercizio, così come richiesto dal principio contabile internazionale IFRS 13.*

Sulla base delle assunzioni fatte e delle risultanze delle indagini empiriche compiute da vari ricercatori, si può prevedere che il risultato della ricerca avrà esito positivo e che tendenzialmente potrà essere confermata l'ipotesi nulla esplicitata.

#### 5.4. La selezione del campione statistico.

Per analizzare la *value relevance* delle voci valutate al *fair value* dopo l'introduzione del principio IFRS 13, si è scelto di analizzare un campione composto da banche quotate nel contesto dell'Europa a 28 stati negli anni 2013 e 2014 ovvero per tutti i bilanci pubblicati dall'introduzione del nuovo principio contabile ad oggi. L'applicazione di una strategia di ricerca basata sull'applicazione di un filtro basato su tali caratteristiche, ci permette di individuare campione di 452 osservazioni o con dizione anglosassone, *firm-year observation*, il che significa che la ricerca viene inizialmente condotta sulla base di 2 osservazioni per ciascuna delle 226 banche selezionate. La scelta di questo campione, con queste specifiche caratteristiche nasce da una serie di considerazioni di carattere pratico e logico: anzi tutto, come già illustrato sopra,

si è scelto di indirizzare come istituti sui quali basare la ricerca quelli bancari, per il motivo che questi presentano una buona parte, se non la maggioranza delle loro attività e passività a maggior ragione quando si tratta di banche di investimento, che come si vedrà rappresenta un'ipotesi ragionevole considerata la localizzazione degli istituti<sup>126</sup>, valutate al *fair value*, che come noto a seguito dell'introduzione del principio IFRS 13, devono essere descritte e categorizzate all'interno di una scala gerarchica presentata e descritta in nota integrativa. Selezionando dal database Bankscope tutte le banche in attività si è ottenuto un primo risultato di 18926 soggetti.

Il secondo criterio utilizzato per la determinazione del campione, è stata la localizzazione della sede principale e dell'area di attività degli istituti bancari. Come introdotto nel paragrafo precedente, la scelta di selezionare un campione dall'Europa a 28 piuttosto che sulla base del tipico criterio geografico dell'Europa a quindici, origina da due ordini di motivazioni: una di carattere statistico, al fine di ampliare il campione per poter svolgere uno studio su di un numero congruo di osservazioni, essendo che le osservazioni per singola impresa, data la recente introduzione del principio, risultano esigue; la seconda di carattere concettuale, potendosi asserire che in seguito al processo di unificazione politico economico dell'Unione Europea, si stanno riducendo le differenze che potevano giustificare una separazione dei mercati europei, trovando di fronte ad una situazione di sempre maggiore uniformità degli stati del nostro continente. Nella pratica, introducendo questo ulteriore criterio di scrematura all'interno della strategia di ricerca di Bankscope, si è giunti ad avere un campione di 4590 istituti.

In terzo luogo, per l'indagine si è scelto di utilizzare i dati provenienti da banche quotate nei mercati regolamentati degli stati di appartenenza. Le ragioni alla base di questa scelta sono molteplici, alcune già introdotte nei paragrafi e capitoli precedenti, altre invece utilizzate per motivi più pratici.

---

<sup>126</sup> Il campione di fatti presenta una componente significativa di imprese bancarie localizzate in sedi rappresentati importanti centri finanziari a livello europeo e mondiale.

Iniziando dalle motivazioni di natura pratica, è evidente che ricorrere a dati provenienti da istituti quotati permette di compiere una raccolta molto più completa e meno difficoltosa di quanto lo sarebbe nel caso di istituti non soggetti ai vari e stringenti obblighi informativi previsti per le società che raccolgono capitali sui mercati. Ragionando invece sulle motivazioni di natura più economica, i dati raccolti sui mercati possono essere considerati come più obbiettivi e meno distorti per una serie di motivazioni, anzi tutto nel mercato la forza contrattuale e le valutazioni soggettive non hanno modo di modificare i prezzi di negoziazione a meno di casi particolari e molto circoscritti, in secondo luogo nel mercato gli obblighi informativi e la vigilanza continua sugli emittenti da parte di istituti di vigilanza come la CONSOB ed i corrispondenti organi nazionali e da parte del mercato stesso riescono a mitigare i problemi legati alle asimmetrie informative che caratterizzano i rapporti contrattuali; come precisato e dimostrato da Maines e Wahlen<sup>127</sup> il mercato dà molta importanza all'affidabilità dell'informativa ed alla possibilità di verificare questa affidabilità; la prima viene garantita da uno stringente e preciso impianto normativo, caratteristica presente nei mercati quotati dove sono previsti strumenti di diffusione delle informazioni molto efficaci e frequenti, i quali danno la possibilità agli operatori stessi di valutare e verificare i percorsi di formazione delle singole valutazioni ed il loro contenuto specifico, in più il rispetto di tutti questi obblighi viene garantito dai vari organi di vigilanza interni ed esterni all'impresa, considerando che gli istituti bancari quotati, oltre che dalle commissioni vigilanti del mercato, si trovano continuamente sotto la vigilanza di Banca d'Italia, organo di vigilanza dell'intero sistema bancario Italiano, e dagli organi corrispondenti nei vari sistemi nazionali. Rispetto alla verificabilità delle informazioni, le società quotate in particolare hanno la caratteristica di dover assoggettare i loro bilanci ed anche le altre comunicazioni indirizzate al mercato al controllo da parte di società di

---

<sup>127</sup> A.L. MAINES- J.M. WAHLEN opera citata, 2006

revisione, che attraverso l'espressione del loro parere, forniscono un chiaro messaggio al mercato rispetto alla qualità ed anche alla verificabilità delle informazioni diffuse. Altra caratteristica delle società quotate è che le loro comunicazioni sono sempre verificate e possibilmente confutate da tutti gli istituti il cui compito è valutare le imprese, come le società di *rating* e gli analisti finanziari, finanche alle reazioni di operatori autonomi che se in massa reagiscono in una determinata maniera ad una comunicazione, ed in particolare nell'ottica della presente indagine reagiscono ad una perdita di affidabilità delle comunicazioni societarie, aumentando i tassi di sconto applicati o riducendo le loro aspettative sui futuri flussi di cassa, possono determinare delle variazioni nei corsi azionari che gli amministratori certamente vorranno evitare. A seguito dell'applicazione di questo ulteriore filtro, le imprese facenti parte del campione si riducono a 278.

Ultimo criterio di scelta, ma fondamentale per l'indagine che si sta svolgendo, è la selezione, tra le banche attive quotate nei mercati dell'Europa a 28, di quelle che utilizzano nella redazione dei propri bilanci i principi IAS/IFRS. Con questa ulteriore scrematura si giunge ad un campione che da un punto di vista statistico, in considerazione della ricerca che si sta andando ad effettuare, possiede tutte le caratteristiche necessarie, con un numero di imprese paria a 226.

Una volta raccolto un campione con le specifiche necessarie per poter implementare i modelli di indagine selezionati, è necessario compiere un ultimo passaggio per rendere i dati compatibili con l'inserimento in uno strumento statistico che ci permetta di indagare le relazioni statistiche esistenti fra i vari elementi selezionati per ogni impresa appartenente al campione.

Viene presentato qui una tabella <sup>128</sup> nella quale vengono illustrate le

---

<sup>128</sup> Il riferimento è alla Tabella 1.

osservazioni per città nel corso del biennio selezionato, con le relative 338 FYO.

Tabella 1.

	città	frequenza	percentuale	% cumulata
'S-HERTOGENBOSCH		2	0,35%	0,35%
AABENRAA		2	0,35%	0,70%
AALBORG		2	0,35%	1,06%
ABERDEEN		2	0,35%	1,41%
AIX EN PROVENCE CEDEX		2	0,35%	1,76%
AMIENS		2	0,35%	2,11%
AMSTERDAM		8	1,41%	3,52%
ATHENS		10	1,76%	5,28%
BADEN-BADEN		2	0,35%	5,63%
BARCELONA		2	0,35%	5,99%
BERGAMO		2	0,35%	6,34%
BILBAO		2	0,35%	6,69%
BOGENSE		2	0,35%	7,04%
BOIS-GUILLAUME CEDEX		2	0,35%	7,39%
BONN		2	0,35%	7,75%
BRADFORD		2	0,35%	8,10%
BRATISLAVA		4	0,70%	8,80%
BRATISLAVA 25		2	0,35%	9,15%
BRUSSELS		8	1,41%	10,56%
BUDAPEST		4	0,70%	11,27%
COPENHAGEN		4	0,70%	11,97%
COPENHAGEN		2	0,35%	12,32%
DESIO		2	0,35%	12,68%
DUBLIN		4	0,70%	13,38%
DUBLIN		2	0,35%	13,73%
DUNDEE		2	0,35%	14,08%
DÜSSELDORF		2	0,35%	14,44%
EDINBURGH		6	1,06%	15,49%
FRANKFURT		4	0,70%	16,20%
FRANKFURT		2	0,35%	16,55%
FUNCHAL		2	0,35%	16,90%
GENOVA		2	0,35%	17,25%
GRENOBLE		2	0,35%	17,61%
HELSINKI		6	1,06%	18,66%
INNSBRUK		2	0,35%	19,01%
KATOWICE		2	0,35%	19,37%
KLAGENFURT		2	0,35%	19,72%
KRAKOW		2	0,35%	20,07%
LATTES		2	0,35%	20,42%
LEEDS		2	0,35%	20,77%
LEMVIG		2	0,35%	21,13%
LILLE		2	0,35%	21,48%
LINZ		2	0,35%	21,83%
LISBON		2	0,35%	22,18%
LONDON		34	5,99%	28,17%
LUXEMBOURG		6	1,06%	29,23%
MADRID		6	1,06%	30,28%
MARIEHAMN		2	0,35%	30,63%
MARSEILLE		2	0,35%	30,99%
MILANO		12	2,11%	33,10%
MILANO		2	0,35%	33,45%
MODENA		2	0,35%	33,80%
MONTRUGE		2	0,35%	34,15%
MÜNCHEN		2	0,35%	34,51%
NEA ERYTHREA		2	0,35%	34,86%
OLDENBURG		2	0,35%	35,21%
PARIS		20	3,52%	38,73%
PARIS CEDEX 16		2	0,35%	39,08%
PARIS LA DEFENSE CEDEX		2	0,35%	39,44%
POITIERS CEDEX		2	0,35%	39,79%
PORTO		4	0,70%	40,49%
tot parziale		230		

città	frequenza	percentuale	% cumulata
PRAGA	2	0,59%	68,64%
QUICKBORN, KR. PINNEBERG	2	0,59%	69,23%
REGGIO EMILIA	2	0,59%	69,82%
ROMA	2	0,59%	70,41%
SABADELL	2	0,59%	71,01%
SAINT-ETIENNE CEDEX	2	0,59%	71,60%
SAINT-JACQUES-DE-LA-LANDE	2	0,59%	72,19%
SANTANDER	2	0,59%	72,78%
SASSARI	2	0,59%	73,37%
SIENA	2	0,59%	73,96%
SILKEBORG	2	0,59%	74,56%
SOLIHULL	6	1,78%	76,33%
SONDRIO	4	1,18%	77,51%
ST HELLER-JERSEY	2	0,59%	78,11%
STOCKHOLM	12	3,55%	81,66%
STUTTGART	2	0,59%	82,25%
TJELE	2	0,59%	82,84%
TORINO	6	1,78%	84,62%
FAROE ISLANDS	2	0,59%	85,21%
TRIESTE	2	0,59%	85,80%
TORINO	2	0,59%	86,39%
VALENCIA	2	0,59%	86,98%
VANNES CEDEX 9	2	0,59%	87,57%
VENICE	2	0,59%	88,17%
VERONA	2	0,59%	88,76%
VIENNA	10	2,96%	91,72%
WARSAW	18	5,33%	97,04%
WIESBADEN	2	0,59%	97,63%
WIESLOCH	2	0,59%	98,22%
WROCLAW	4	1,18%	99,41%
ZILINA	2	0,59%	100,00%
TOTALE	338		

Il passaggio al quale si faceva riferimento richiede di eliminare quelle imprese che non hanno fornito risultati relativamente ad alcune delle variabili oggetto di indagine<sup>129</sup> riducendo ulteriormente il campione ad un totale di 169 imprese. Osservando la tabella con le frequenze delle osservazioni per città, è possibile notare la vasta distribuzione delle sedi centrali degli istituti bancari, i quali

<sup>129</sup> Questo passaggio è reso necessario dal funzionamento del programma statistico Stata, utilizzato nell'implementazione del modello di regressione applicato, che non permette di impostare una regressione quando non tutti i campi sui quali si vuole operare detta regressione siano popolati, per qualsivoglia motivo. Ad esempio nella selezione delle variabili oggetti di indagine, delle quali si tratterà ampiamente più avanti, vi sono alcune imprese che presentavano valori nulli ad esempio di voci valutate al *fair value* ed appartenenti alla prima classe dell'attivo; la mancanza di questo valore può essere data da un errore di inserimento dei dati nell'archivio, dalla mancata presentazione del bilancio da parte dell'istituto in esame, dall'effettiva inesistenza di partecipazioni o altri elementi appartenenti a tale classe; questo non è dato saperlo e non è neanche necessario, dato che il campione alla fine di questa ulteriore specificazione, presenta ancora un numero di osservazioni sufficienti per implementare il modello e dare significatività ai risultati della ricerca.



mostrano una forte concentrazione solamente presso Parigi, con 11 banche quotate attive, e Londra, riconosciuta come capitale finanziaria d'Europa, con un centralissimo ruolo nel contesto finanziario mondiale, dove hanno collocato la propria sede 17 istituti bancari, rappresentando il 10% del campione complessivo. È interessante in fine osservare un ulteriore dato relativo a Varsavia, capitale della Polonia membro dell'Unione Europea dal 2004 e non rientrante quindi nel campione che si sarebbe venuto a formare con la scelta selezionare solamente i Paesi membri della così chiamata Europa a 15, dove trovano la propria sede centrale 9 banche. Queste considerazioni offrono lo spunto per focalizzarsi sul contributo nel campione fornito dai Paesi aderenti all'Unione Europea dal 2004 in poi; come si può osservare dalla Tabella 2, l'ingresso degli ulteriori 13 Paesi ha comportato un impatto inferiore del previsto sul campione, non avendo presentato i requisiti necessari per poter essere inseriti nel campione, alcuno degli istituti aventi sede in: Bulgaria, Cipro, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Romania e Slovenia. D'altra parte non è da sottovalutare il contributo apportato al campione dai quattro rimanenti Paesi<sup>130</sup> fra quelli inseritesi nell'Unione Europea da 2004 ad oggi, che nel complesso rappresentano approssimativamente il 12% del campione totale ricordando però il ruolo fondamentale della Polonia che da sola rappresenta circa il 5% dell'intero campione.

---

<sup>130</sup> Può essere aggiunta un'ulteriore considerazione relativa alla circostanza che tutti i quattro Paesi ai quali si fa riferimento (Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia ed Ungheria) sono entranti nell'Unione Europea nel 2004.

Tabella 2.

città	frquenza	città	frquenza
AUSTRIA	9	PAESI BASSI	5
BELGIO	4	POLONIA	13
DANIMARCA	10	PORTOGALLO	4
FINLANDIA	4	REGNO UNITO	28
FRANCIA	24	REP. CECA	1
GERMANIA	11	SLOVACCHIA	4
GRECIA	6	SPAGNA	8
IRLANDA	3	SVEZIA	6
ITALIA	24	UNGHERIA	2
LUSSEBURGO	3	totale	169

### 5.5. Selezione del modello di regressione ed implementazione del modello selezionato.

Come si è avuto modo di apprendere in precedenza, e pare qui utile ricordarlo in maniera sufficientemente dettagliata anche a rischio di apparire leggermente ripetitivi, gli studi sulle sulla *value relevance* possono essere suddivisi in:

1. *information content studies;*
2. *association studies.*

Per l'indagine sulla *value relevance* delle informazioni fornite dall'applicazione del principio contabile internazionale IFRS 13, è necessario svolgere uno studio sull'associazione statistica esistente tra le informazioni fornite dal bilancio in seguito all'applicazione del suddetto principio ed i valori di mercato delle imprese che forniscono tali informazioni, dovendo quindi ricorrere ad una analisi che può in linea di principio essere ricondotta alla classe degli

*association studies.*

Tra questi, i *relative association studies* sono indirizzati ad individuare quali tra i valori espressi in bilancio, mostrino una chiara e significativa relazione con i prezzi o con i rendimenti di un titolo, con lo scopo di determinare quale tra le varie voci possa essere indicata come la più significativa in termini di *value relevance*.

La ricerca oggetto di questo lavoro, per quanto presenta affinità con questa ultima categoria di ricerche, non può trovare piena corrispondenza con alcuna classificazione presentata in precedenza. Al fine di determinare quale sia questa ricercata relazione fra i prezzi e le informazioni fornite ai sensi del principio IFRS 13, pare opportuno utilizzare i citati *price models* che indagano quale sia la relazione fra un valore stock rappresentante il valore dell'impresa, ed una o più voci contenute nel bilancio d'esercizio. Tra i vari modelli esistenti, quello che sicuramente ha riscosso più consensi è il modello proposto da Ohlson nel 1995<sup>131</sup>. Come già illustrato in precedenza, il ricercatore propone un modello nel quale vengono considerati come elementi determinanti il valore dell'impresa, il reddito d'esercizio ed il patrimonio netto dell'impresa. L'aspetto sicuramente più significativo del modello, è quello di tenere in considerazione sia il patrimonio netto che i ricavi per la determinazione del valore attuale, secondo la considerazione che un'impresa deve il proprio valore in parte al patrimonio attualmente posseduto, per un'altra parte invece, che in condizioni di normale attività d'impresa rappresenta la parte preponderante, deriva dall'aspettativa che gli investitori hanno nei confronti dei flussi di cassa che riceveranno dall'impresa nella quale hanno deciso di investire il proprio capitale. Il successo di questo modello in particolare deriva dal fatto che partendo dalle assunzioni iniziali operate da Ohlson, è possibile costruire dei modelli modificati che permettono di indagare la *value relevance* di specifiche voci di bilancio, attraverso la loro esplicitazione tra le variabili indipendenti,

---

<sup>131</sup> J.A. OHLSON, opera citata, 1995.

ponderandole poi per dei coefficienti che permettano di esplicitare la relazione statistica degli stessi, con la variabile dipendente del modello, solitamente rappresentata dal valore di mercato dell'impresa. Una prima versione di regressione derivata dal modello di Ohlson, ne segue quasi alla lettera le prescrizioni, facendo derivare il valore di mercato dell'impresa dal patrimonio netto contabile e dall'utile d'esercizio secondo dei coefficienti  $\alpha(1)$  ed  $\alpha(2)$  con l'inserimento di un fattore di errore  $u(it)$  ed una intercetta  $\alpha(0)$  che sappiamo rappresentare le variabili omesse o le *other information* volutamente o erroneamente non considerate nel modello. Questo modello di regressione può essere riassunto nella seguente relazione metodologica:

$$MV(it) = \alpha(0) + \alpha(1)BV(it) + \alpha(2)NI(it) + u(it)$$

Per una prima verifica della bontà dei dati raccolti e della *value relevance* di questi dati secondo il modello e le assunzioni formulate fino a qui, si può applicare questo primo modello derivato da quello di Ohlson ai valori raccolti dal campione selezionato <sup>132</sup> senza ancora preoccuparsi di indagare la significatività dei singoli elementi compresi nel bilancio d'esercizio. Il modello applicato ha il vantaggio in uno studio di questo genere, di non aver bisogno di applicare strumenti correttivi per i fattori di distorsione statistici. Solitamente i ricercatori ricorrono a modelli deflazionati per correggere le problematiche provenienti dallo *scale effect*, ma nel caso di specie ciò non è risultato necessario come si potrà notare dai risultati definitivi della ricerca. Applicando quindi la relazione metodologica appena illustrata si perviene ai seguenti risultati illustrati nella Tabella 3:

---

<sup>132</sup> Verranno utilizzati solo i dati relativi al bilancio dell'esercizio 2014 per motivazioni che verranno descritte più avanti nella trattazione.

Tabella 3.

linear regression.		Year 2014				
mv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	95% Conf. Interval	
ni l	3,328308	0,6491376	5,13	0,000	2,046679	4,609938
bv l	0,6546586	0,044094	14,85	0,000	0,5676013	0,741716
intercept l	768,7621	286,1969	2,69	0,008	203,707	1333,817
number obs	169					
r- squared	0,923					

Dai risultati è possibile formulare alcune considerazioni. In primo luogo si può osservare che i coefficienti prodotti dal modello seguono la considerazione logica di fondo espressa quando si è ragionato sui modelli di valutazione, ovvero che quando un'impresa è vitale e si trova in uno stato di “buona salute”, le valutazioni degli operatori saranno basate prevalentemente sul reddito d'esercizio che in condizioni di normalità economica, rappresenta una buona approssimazione di quelli che saranno redditi futuri dell'impresa e di conseguenza è possibile determinare il valore attuale attraverso l'attualizzazione, secondo un tasso di sconto determinato sulla base del reddito atteso dagli investitori, di una rendita i cui flussi sono all'incirca pari al reddito espresso nel bilancio d'esercizio; nell'ipotesi in cui gli agenti di mercato dessero peso esclusivamente al valore dei redditi attesi, questo coefficiente dovrebbe avere lo stesso valore attuale di una rendita unitaria , caratterizzata dal medesimo livello di rischio che caratterizza a sua volta l'impresa. Deve però essere osservato che nella realtà dei fatti, rispettando le considerazioni di Ohlson, il valore di mercato è comunque correlato in maniera statisticamente significativa al valore di libro del patrimonio netto, in particolare secondo un coefficiente pari a 0,65. I risultati derivanti dall'applicazione del modello

risultano significanti statisticamente parlando ad un livello considerevolmente elevato, essendo il valore P sempre significativamente inferiore all'1%.

Ragionando invece sulla capacità di previsione del modello utilizzato, è molto significativo osservare che in base al valore dell' $R^2$ , è possibile constatare che la retta di regressione riesce ad interpolare con precisione i valori di riferimento con una incidenza del 92,3%.

Stabilito il modello da utilizzare, è possibile passare ad analizzare le variabili che verranno utilizzate nella regressione, per verificare la loro valenza informativa. Anzitutto è necessario preliminarmente sottolineare che è stata operata una ulteriore scelta relativamente alla scrematura del campione: i dati sono riferiti esclusivamente all'anno 2014; la spiegazione di questa scelta deriva da una problematica comune nelle indagini relative a periodi prossimi a cambiamenti nell'utilizzo dei principi di redazione dei bilanci. Viene difatti spesso riscontrato in queste fasi di transizione, un fenomeno che prende il nome di *transition effect*, per il quale viene messa in dubbio la significatività dei dati ottenuti dall'applicazione di modelli di regressione, a causa probabilmente di difficoltà sorte nell'adozione e nell'adattamento dei dati agli schemi previsti dai nuovi principi di redazione. Si è volutamente omessa l'illustrazione dei risultati derivanti dall'implementazione della regressione per il 2013, poiché come previsto si è verificato il citato *transition effect*, fornendo il modello dei risultati fuorvianti e non aderenti alle convincenti, razionali e condivise previsioni teoriche sulle quali ci si era basati nella strutturazione dell'indagine. L'introduzione di questo ulteriore criterio nella determinazione del campione statistico riduce ulteriormente le osservazioni sulle quali basare l'indagine ad un campione composto di 169 *FYO*; questo valore pare tuttavia sufficiente ai fini della ricerca qui svolta che mira, come dichiarato, a presentare delle prime evidenze rispetto ad un fenomeno derivato da una normativa di recente introduzione.

I valori raccolti dall'archivio Bankscope relativamente all'anno 2014, vengono riassunti nella seguente Tabella 4 dove sono espresse alcune statistiche

interessanti da osservare.

Tabella 4.

variables		Year 2014				
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min.	Max	
ni l	169	327,7048	1373,7048	-5347,3	121112,51	
talone l	169	21004,41	60545,14	0	374225	
taltwo l	169	33807,36	118189,3	0	847705	
talthree l	169	7765,223	31117,08	0	278357	
tllone l	169	3569,474	11174,92	0	80118	
tlltwo l	169	34500,72	121112,9	0	952522	
tllthree l	169	3757,12	21640,12	0	252777,2	
mv l	169	7688,834	17538,88	0,63	150354,4	
bv l	169	8904,442	20427,2	30,1	157903,3	

Passando ora ad una breve disamina delle variabili delle quali si è ritenuto di dover indagare la significatività a livello informativo e di determinazione del valore di mercato delle imprese, coerentemente con quanto previsto dai modelli di derivazione ohlsoniana, sono stati estrapolati in primo luogo i dati relativi ai redditi netti dell'impresa. Come è possibile osservare dalla Tabella 4, nel campione è presente per lo meno una impresa che si trova in perdita nell'esercizio 2014; la dottrina ha individuato la possibilità che la presenza di aziende in perdita nel campione, potesse avere un effetto distorsivo sul risultato della regressione. In merito all'eventualità che la presenza di queste imprese in perdita determini dei problemi di natura statistica, come già illustrato in precedenza Collins Pincus e Xie <sup>133</sup> nel 1999 presentano una possibile soluzione, giungendo però alla conclusione che lì dove si dovesse

---

<sup>133</sup> D.W. COLLINS -M. PINCUS -H. XIE, opera citata, 1999.

applicare un *price model*, ed è proprio questo il caso, il correttivo risulterebbe inutile poiché per la sua struttura il modello di Ohlson qui applicato, permette attraverso la determinazione di appositi coefficienti, di tenere conto del differente peso da applicare alle variabili reddituali ed alle variabili relative a valori di bilancio, che come è noto, diventano nel caso di imprese in perdita le variabili sulle quali basare un processo di determinazione del valore dell'azienda. Rispetto ad un'altra problematica evidenziata dalla dottrina, derivante dalla presenza di eventuali redditi transitori, in questa sede si è scelto di non modificare il modello per apporre eventuali correttivi, trovandoci così nella condizione di analizzare i risultati della regressione, con la consapevolezza della possibilità di trovarsi in presenza di distorsioni, plausibilmente di magnitudini non eccessivamente rilevanti, causate dalla sussistenza di questa problematica. A proposito dell'ulteriore elemento di distorsione individuato dalla letteratura, ed afferente alla *value relevance* dei rendimenti, è sufficiente ricordare che il fenomeno dei *prices lead earnings*, non influenza i modelli che si basano su valori stock (*price models*).

Gli altri valori<sup>134</sup> che sono stati selezionati per essere inseriti come variabili indipendenti all'interno del modello di regressione, sono chiaramente i valori di attività e passività espressi al *fair value* contenuti in bilancio, suddivisi nelle rispettive classi della gerarchia del *fair value* così come indicato nelle note integrative degli emittenti. Andando ad analizzare i valori medi presentati dal campione, risulta interessante osservare come parte preponderante dell'attivo come del passivo, sia rappresentata da elementi appartenenti al secondo livello della gerarchia. In particolare è possibile notare che l'attivo in media presenta valori relativi al secondo livello pari a circa il 150% del valore dell'attivo contenuto nel primo livello, e del 430% più elevati rispetto a quelli contenuti nel terzo livello. Se si osserva il lato del passivo si può notare come il valore degli elementi contenuti nel secondo livello sia di circa 10 volte più elevato

---

<sup>134</sup> I valori sono espressi in milioni di euro.



rispetto ai valori sia della prima, che della terza classe. Nella ricerca compiuta, contrariamente alla prassi degli accademici, verranno analizzati puntualmente anche i coefficienti di correlazione tra ogni singola classe contenuta nel passivo dei bilanci del campione con i prezzi delle azioni degli istituti selezionati, lì dove solitamente invece il passivo viene considerato come un *unicum* senza distinguerlo quindi nei vari elementi che lo compongono. Rispetto ai valori presentati in bilancio ed alla loro significatività a livello informativo, la letteratura introduce il problema relativo alla inefficienza dei mercati, che a parere di alcuni studiosi tra i quali Aboody, Hughes e Liu<sup>135</sup> rende poco significativi a livello statistico i risultati derivati da modelli inferenziali a meno che non sia dimostrabile la presenza di una forma di efficienza del mercato per lo meno di livello semi-forte. Al contrario Barth<sup>136</sup>, sostiene che l'efficienza dei mercati non è condizione imprescindibile per svolgere indagini empiriche sulla *value relevance*, per cui una loro eventuale inefficienza non costituisce un elemento ostativo allo sviluppo di una ricerca, essendo sufficiente che i valori di borsa esprimano quelli che sono i convincimenti del mercato, considerando l'unica forma di efficienza necessaria, quella per la quale il mercato è comunque in grado di comprendere il valore di un bene oggetto di una transazione. Si ritiene qui di aderire alla visione di Barth, considerandosi sufficiente che i valori di borsa esprimano le convinzioni degli operatori di mercato rispetto alla significatività delle voci presenti nella documentazione societaria diffusa al mercato. Nonostante la decisione di aderire alla visione adottata da Barth, è comunque opportuno ricordare come nel secondo capitolo sia stato presentato il risultato della ricerca compiuta da Pattel e Wolfson<sup>137</sup> i quali hanno dimostrato empiricamente alcune significative evidenze a sostegno dell'ipotesi che i mercati siano caratterizzati

---

<sup>135</sup> D. ABOODY -J. HUGHES -J. LIU, opera citata, 2002.

<sup>136</sup> M.E. BARTH, opera citata, 2000.

<sup>137</sup> J.M. PATELL -M.A. WOLFSON, opera citata, 1984.

da efficienza in forma semi forte, rispettando quindi le condizioni poste da Aboody, Hughes e Liu perché possano essere considerati rilevanti a livello statistico i risultati prodotti da ricerche empiriche.

A proposito del valore di mercato, l'unica osservazione da fare è che questo è pari alla capitalizzazione di mercato delle imprese.

Un'ultima precisazione sulle variabili esplicative, riguarda il valore del patrimonio netto da inserire nel modello di regressione; il valore del patrimonio netto che si vuole ricavare è quella parte non giustificabile e determinabile dal *fair value* attraverso dei semplici passaggi logici: in primo luogo si determina il valore del patrimonio netto ricavabile come differenza fra attivo e passivo valutati al *fair value*, che permettono di determinare una sorta di valore di mercato dell'impresa; a questo punto l'unico passaggio aggiuntivo da compiere è sottrarre a questo valore, l'importo del patrimonio netto ricavato dal database utilizzato per la raccolta di tutti i dati che sono stati utilizzati.

Una volta analizzate le variabili che si vogliono utilizzare per implementare il modello di regressione, si può presentare la versione modificata del modello di Ohlson che permetta di operare una regressione che faccia dipendere il valore di mercato delle banche dalle voci del bilancio valutate al *fair value* e dal reddito d'esercizio. Questo modello rispetta tutte le caratteristiche utilizzate dai ricercatori, con la differenza rispetto al modello presentato poco sopra, di presentare una versione “spacchettata” del patrimonio netto. Detta relazione metodologica può essere così rappresentata:

$$\begin{aligned} MV(it) = & \alpha(0) + \alpha(1)talone + \alpha(2)taltwo + \alpha(3)talthree - \alpha(4)tllone \\ & - \alpha(5)tlltwo - \\ & - \alpha(6)tllthree + \alpha(7)netinc + \alpha(8)bvnonfv \end{aligned}$$

dove:

*talone*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla prima classe delle attività;

*taltwo*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla seconda classe delle attività;

*talthree*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla terza classe delle attività;

*tllone*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla prima classe delle passività;

*tlltwo*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla seconda classe delle passività;

*tllthree*, rappresenta le voci valutate al *fair value* appartenenti alla terza classe delle passività;

*netinc*, rappresenta il valore dell'utile netto.

Utilizzando quest'ultimo modello di regressione, è stato possibile ricavare dei coefficienti sorprendentemente aderenti alle previsioni sviluppate in base all'impianto teorico utilizzato; nella Tabella 5 è possibile osservare i risultati derivati dall'indagine compiuta.

Tabella 5.

linear regression.		Year 2014				
mv	Coef.	Std Err.	t	P> t	95% Conf. Interval	
ni	2,943159	0,6888542	4,27	0,000	1,58274	4,303578
talone	0,777863	0,0776917	10,01	0,000	0,6244428	0,9313098
taltwo	0,7620345	0,0778904	9,78	0,000	0,6082087	0,9158604
talthree	0,7369955	0,1067184	6,91	0,000	0,5262371	0,9477539
tlone	-0,6475716	0,1763061	-3,67	0,000	-0,9957588	-0,2993844
tltwo	-0,7843056	0,0847447	-9,25	0,000	-0,951668	-0,6169431
tlthree	-0,6970198	0,1168101	-5,97	0,000	-0,9277082	-0,4663314
bnonfv	0,8155472	0,0733837	11,11	0,000	0,6706217	0,6904728
intercept	549,9382	233,0569	2,36	0,019	89,66835	1010,208
number obs	169					
r-squared	0,9441					

In base ai risultati derivanti dall'applicazione del modello, è possibile osservare la coerenza di tutti i coefficienti con le previsioni effettuate. Valgono anche per questa regressione le considerazioni operate per la prima inferenza studiata con il modello caratterizzato da una minore specificazione delle varie voci che determinano il valore bilancistico dell'impresa. Anche qui è rilevante osservare come tutti i coefficienti elaborati dal modello, eccezion fatta per l'intercetta, risultino statisticamente significative con un con un forte livello di certezza, trovandosi i valori del *P-value* significativamente al di sotto dell'1%. Solo l'intercetta, ed è questo il motivo per il quale è stata scartata ad un livello di significatività dell'1%, presenta un valore della P al disopra del punto percentuale, rimanendo comunque il suo valore al di sotto del 5%, rappresentando questa condizione, comunque una forte evidenza della bontà del risultato ottenuto. Osservando invece il valore dell' $R^2$  è possibile affermare che una retta di regressione caratterizzata dai coefficienti ricavati in base al

modello di Ohlson modificato, riesce ad interpolare i punti compresi nella “nuvola” delle osservazioni, con un livello di precisione pari al 94%.

#### 5.6. Considerazioni conclusive sulla *value relevance* dell'IFRS 13.

Lo scopo del lavoro fin qui svolto è stato quello di verificare la significatività delle informazioni fornite nel bilancio d'esercizio applicando le previsioni prescritte dal principio contabile internazionale IFRS 13, e cioè di determinare se gli investitori, intesi come elementi del mercato, che si comportano in maniera uniforme e razionale, effettivamente utilizzassero queste informazioni per formulare i loro giudizi sul valore delle imprese quotate sui mercati regolamentati.

La premessa teorica illustrata diffusamente nel corso dei vari capitoli, ha permesso di avere cognizione di tutti gli elementi necessari per addivenire ad una corretta valutazione delle basi di determinazione di una stima corretta del valore al quale un'impresa, o alcuni strumenti rappresentativi della partecipazione nel suo capitale di rischio (le azioni), possano essere scambiati su di un libero mercato, garantito da una serie di tutele e caratterizzato da elementi che permettano il formarsi su di esso, di valutazioni oggettive, non influenzate da apprezzamenti personali dei singoli operatori o dalla distribuzione della forza contrattuale. Stabilito che il prezzo o la capitalizzazione di mercato siano elementi adeguati per stimare il valore economico di un'azienda, sono stati analizzati gli elementi che possono essere utilizzati dal mercato per ricevere le informazioni necessarie per poter formulare le proprie valutazioni, e si è tentato di stabilire attraverso quali strumenti fosse possibile verificare l'apprezzabilità della relazione esistente tra queste informazioni ed i prezzi del mercato. L'impianto teorico utilizzato aveva portato a pensare che questa relazione, potesse essere descritta al meglio con

un rapporto di carattere matematico che permettesse di prendere conoscenza di come i vari elementi contribuissero nel processo di valutazione. Il rischio relativo all'adozione delle valutazioni *fair value* e quindi all'utilizzo di valutazioni discrezionali da parte dei soggetti che presentano degli interessi propri nella valutazione dell'attività in questione, risiede nella possibilità che gli agenti siano portati a diffidare delle affermazioni e delle informazioni diffuse dai *preparers*. Essendo le valutazioni operate attraverso l'adozione del *fair value* basate in buona parte (eccezion fatta per il primo livello) su decisioni discrezionali, anche semplicemente in relazione al valore che può essere ritenuto assimilabile a quello dell'attività valutata (si pensi al livello 2 della gerarchia), esiste il rischio concreto che il mercato sconti con una certa severità i valori presentati in bilancio. Sulla base di considerazioni di carattere teorico, si è però supposto che ragionevolmente che grazie all'effetto positivo sulla verificabilità ed affidabilità delle valutazioni comportato dall'introduzione dell'IFRS 13, ci si potesse attendere di osservare il verificarsi solamente delle conseguenze positive legate all'adozione delle valutazioni al valore equo, con una conseguente relazione positiva tra gli elementi positivi del bilancio ed il reddito con i prezzi di mercato ed una conseguente, anche se non esplicitata, ma logicamente ineccepibile relazione negativa tra questo valore sintetico e le passività presenti nel bilancio d'esercizio. Attraverso l'analisi di vari contributi basati sulla valutazione ed analisi di fenomeni empirici, si è giunti a ragionare su come ogni livello contenuto nella scala gerarchica introdotta dall'IFRS 13 possedesse un differente livello di capacità informativa. Assodate tutte queste valutazioni preliminari di carattere teorico, attraverso l'applicazione di una versione modificata del modello di Ohlson, è stato possibile verificare empiricamente l'impossibilità di rifiutare, con un alto grado di affidabilità dei risultati, l'ipotesi nulla secondo la quale esisteva una relazione significativa fra le valutazioni del mercato, ed i valori espressi al *fair value* esplicitati nella loro collocazione gerarchica. Il modello ha fornito l'evidenza che relativamente all'attivo, il primo livello della gerarchia risulta più significativo degli altri due

livelli, con un coefficiente di relazione statistica con il valore di mercato pari a 0,78, mentre per il secondo ed il terzo livello, il mercato applica un fattore di sconto maggiore ma non per questo tale da rendere ininfluenti da un punto di vista informativo questi due livelli, che presentano dei coefficienti rispettivamente del 0,76 e 0,74. Passando invece a delle considerazioni sul lato passivo, il ragionamento non si modifica se non per il segno dei coefficienti; si può osservare di fatti che il valore dei coefficienti diventa più alto in valore assoluto man mano che si passa da una classe ritenuta più affidabile, ad una che il mercato percepisce come più rischiosa rispettando senza eccezioni, le valutazioni e le considerazioni di carattere teorico che hanno portato a formulare questa indagine. Tutti i valori osservati riscontrano quindi le ipotesi formulate potendosi osservare un effetto positivo dell'introduzione del principio IFRS 13 sull'affidabilità ed in particolare sulla *value relevance* del bilancio d'esercizio. Come da previsione lo sconto applicato dal mercato cresce al diminuire dell'affidabilità attesa delle classi di appartenenza, mantenendosi però i valori dei coefficienti significativamente prossimi all'unità per ogni livello della gerarchia. Ciò permette di affermare che gli operatori ritengono altamente significativi i valori riportati e comunicati dai *preparers*, apportando questo principio, congiuntamente all'intero impianto normativo e contabile, evidenti contributi nella direzione di migliorare l'efficienza dei mercati.

Assodato che il modello rispetta le previsioni formulate in base alle conoscenze comuni e condivise, ritengo necessario introdurre una breve valutazione personale. Nonostante gli innumerevoli tentativi di varie organizzazioni a livello nazionale e mondiale di apportare correttivi alle regole di mercato, di comunicazione delle informazioni, di valutazione degli elementi patrimoniali e reddituali, alle regole ed alle procedure di *corporate governance*, si continua ad assistere a fallimenti dei mercati finanziari, e del paradigma economico creatosi e radicatosi con dei processi di "autoconferma" da parte dei soggetti

che l'hanno creato e che stanno continuando ad alimentare questo stesso sistema di cui sono artefici. Proprio mentre scrivo il mercato cinese e dell'estremo oriente, fiore all'occhiello dell'intero sistema economico mondiale, sta sperimentando una delle peggiori crisi che il mondo ricordi, con delle svalutazioni dei valori di borsa che superano un terzo del loro valore di quotazione. Se il mercato davvero fosse uno strumento in grado di fornire valori obbiettivi, sui quali basare le valutazioni per fornire un elevato livello di affidabilità per chi decide di investire il proprio denaro, è chiaro che questi episodi non dovrebbero verificarsi. La mia personalissima percezione è che spesso chi si occupa di economia non presta particolare attenzione al vero oggetto del proprio studio: il sistema economico è formato da persone. Le persone sono superstiziose, si influenzano a vicenda e prendono, come è risultato evidente dai recenti fatti di cronaca, decisioni sulla base dei consigli del negoziante o del parrucchiere di fiducia innescando dei meccanismi a catena che l'"obbiettivo" mercato non riesce ad arginare. Questo genere di considerazioni non credo possano portare ad alcuna ricerca in grado di verificare le mie affermazioni, ma ritengo, in conclusione di un percorso di studi intenso ed alle volte ispiratore, che si stia allontanando l'attenzione dall'elemento che crea e permette tutto questo: l'uomo.







## Bibliografia:

- ABOODY D. -HUGHES J. -LIU J., Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market, *Journal of Accounting Research*, 2002;
- AGLIATA F. -ALLINI A. -BISOGLIO M. -CALDARELLI A. - CAPALBO F. -DI CARLO F. -FIONDELLA C. -MAFFEI M. -FORTE W. - INCOLLINGO A. -LUCCHESI M. -MACCHIONI R. -MAGLIO R. - ROSSI F.M. -SANNINO G. -TARTAGLIA POLCINI P. -TUCCILLO D., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS: Regole e applicazioni*, Giappichelli Editore, 2013;
- BAKER H.K. -ANDERSON R., *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, 2010;
- BALACHANDRAN S. -MOHANARAN C., Is the decline in value relevance of accounting driven by increased conservatism?, *Review of Accounting Studies*, 2011;
- BALL R. -BROWN P., An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 1968;
- BARTH M.E. -LANDSMAN W.-LANG M., International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, 2008;
- BARTH M.E., Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research, *Accounting and Finance*, 2000;
- BEAVER W.H., The Information Content of Annual Earnings Announcements: Empirical Researching in Accounting Selected Studies, *Journal of Accounting Research* 1968;

- BERK J.B. –DE MARZO P.M., Corporate Finance, Prentice Hall, 2011;
- BERLE A.A. -MEANS G.C., The modern corporation and private property, Macmillan, New York, 1932;
- BREALEY R.A. -MYERS S.C. -ALLEN F. -SANDRI S., Principi di Finanza aziendale, Mc Graw Hill, 2011;
- CARAMIELLO C. -DI LAZZARO F. -FIORI G., Indici di Bilancio, Giuffrè Editore, Milano, 2003;
- CARAMIELLO C., L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive, Giuffrè Editore, 1993.
- CHIAPPETTA F., Diritto del Governo Societario, la *corporate governance* delle società quotate, CEDAM, 2013;
- COLLINS D.W. -PINCUS M. -XIE H., Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity, The Accounting Review, 1999;
- DE ANGELIS L., Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali, Giuffrè Editore, Milano, 2011;
- DECHOW P.M. -SLOAN R.G. -SWEENEY A.P., Detecting Earnings Management, The Accounting Review 1995;
- DIAMOND D. -VERRECCHIA R., Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. Journal of Finance, 1991;
- EASTON P.D. -HARRIS T.S., Earnings as an Explanatory Variable for Returns, Journal of Accounting Research, 1991;
- EASTON P.D. -SOMMERS G.A., Scale and Scale Effect in Market Based Accounting Research, Journal of Business Finance & Accounting, 2003;
- EASTON P.D., Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data, Accounting Horizons, 1999;

- FAMA E.F. -FRENCH K.R., Industry Costs of Equity, *Journal of Financial Economics*, 1997;
- FAMA E.F. -FRENCH K.R., Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, *Journal of Finance*, 1995;
- FAMA E.F., Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 1980;
- FREEMAN R.N. -TSE S.Y., A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings, *Journal of Accounting Research*, 1992;
- GILLAN S.L. -HATZELL J.C. -STARKS L.C., Tradeoffs in corporate governance: Evidence from board structures and charter provisions. Working paper, University of Texas at Austin;
- GIVOLY D. -HAYN C.K. -NATARAJAN A., Measuring and Reporting Conservatism, *The Accounting Review*, 2007;
- GOH B.W. -NG J. -YONG K.O., Market Pricing of Banks' Fair Value Asset Reported Under SFAS 157 during the 2008 Economic Crisis, 2009;
- GOMPERS P.A. -ISHII J.L. -METRICK A., Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 2010;
- GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle imprese*, Egea, 1998, Milano;
- HAYN C., The information content of losses, *Journal of Accounting and Economics*, 1995;
- HOLTHAUSEN R.W. -WATTS R.L., The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics*, 2001;
- HOPE O.K., Discussion of attribute differences between U.S. GAAP

and IFRS earnings; an explanatory study, *The International Journal of Accounting*, 2007;

- JENSEN M.C. -MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976;
- KAHNEMAN D. -TVERSKY A., *A Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979;
- KENDALL M.G., *The Analysis of Economic Time Series, Part One. Prices*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1953;
- KOTHARI S.P. -ZIMMERMAN J.L., *Price and Return Models*, *Journal of Accounting and Economics*, 1995;
- KOTHARI S.P., *Capital markets research in accounting*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31 2001;
- LAGHI E. -PUCCI S. -TUTINO M. -DI MARCANTONIO M., *Fair Value Hierarchy in Financial Instruments Disclosure. Is Transparency Well Assessed For Investors? Evidence from Banking Industry*;
- LEUZ C. -NADA D. -WYSOCKI P.D., *Earnings Management and Investor Protection: an international comparison*, *Journal of Financial Economics* 2003;
- MAINES L.A.-WAHLEN J.A., *The Nature of Accounting Information Reliability: Inferences from Archival and Experimental Research*, *Accounting Horizons* 2006;
- MARKOWITZ H.M., *Portfolio Selection*, *Journal of Finance*, 1952;
- MECHELLI A. -CIMINI R., *Do governance and enforcement mechanism affect the value relevance of fair value hierarchy disclosed by the financial institutions? Empirical evidence across European Union*, 2013;

- MECHELLI A., La Value Relevance del Bilancio d'Esercizio, modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche, Giappichelli editore 2013;
- MILLER M.H. -MODIGLIANI F., Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, 1961;
- MOORE D.S., Statistica di base, Apogeo, 2005;
- OHLSON J.A., Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation, Working Paper of Columbia University, 1989;
- OHLSON J.A., Earnings, Book values and Dividends in Equity Valuation, Contemporary Accounting Research, 1995;
- ONIDA P., Natura e limiti della politica di bilancio in «Scritti in onore di Ugo Caprara», 1975;
- PATELL J.M. -WOLFSON M.A., The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earning and Dividend Announcements, Journal of Financial Economics, 1984;
- ROSS S., The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, Journal of Economic Theory 1976;
- ROYCHOWDHURY S. -WATTS R.L., Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting, Journal of Accounting and Economics, 2007;
- RYAN S.G., Identifying Conditional Conservatism, European Accounting Review, 2006;
- SAUNDERS A. -CORNETT M.M. -ANOLLI M. -ALEMANNI B., Economia degli intermediari finanziari, Mc Graw Hill, 2010;
- SONG C.J. -THOMAS W.B. -YI H., Value relevance of SFAS 157 Fair value Hierachy Information and the Impact of Corporate Governance

Mechanisms, *The Accounting Review*, 2010;

- ZANDA G. -LACCHINI M. -ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2013, Torino.



## Sitografia:

- <http://www.altalex.com/documents/news/2014/09/23/societa-per-azioni-superato-il-principio-un-azione-un-voto-per-gli-azionisti>;
- <http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/reddito-fisso-e-tassi/elenco-rendimenti-titoli-europei>;
- <https://inform.pwc.com/inform2/show?action=informContent&id=1401222605104101>;
- [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL\\_BILANCIO\\_BANCARIO\\_3agg.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL_BILANCIO_BANCARIO_3agg.pdf);
- <http://www.larevisionelegale.it/2013/08/05/lapplicazione-del-nuovo-ifrs-13/>;
- <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/English%20Web%20Summaries%202013/IFRS%2013.pdf>;
- <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs7>;
- <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>