

Discussion papers

Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane

L. Giordano, M. Modena



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Angela Ciavarella, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane

L. Giordano*, M. Modena**

Abstract

Il presente lavoro mette a confronto su un periodo di dieci anni (2002-2011) i bilanci di un campione rappresentativo di medie imprese italiane quotate in borsa con un campione di imprese non quotate simili per settore industriale e per dimensione. I dati mostrano che le società quotate hanno registrato tassi di crescita notevolmente superiori rispetto alle non quotate in termini di fatturato, investimenti e occupazione, anche grazie a una maggiore possibilità di ricorso al capitale di debito; le società quotate, peraltro, oltre ad aver generato una maggiore redditività, hanno risentito in misura più attenuata degli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente recessione che ha avuto inizio nel 2009. Nelle evidenze internazionali, la "qualità" dei dati contabili è uno degli aspetti che più marcatamente differenzia le società quotate da quelle a controllo privato. I risultati confermano, anche per il mercato italiano, una minore "qualità" dei dati contabili per le società non quotate che può essere ricondotta a quell'insieme di pratiche note con il nome di *earnings management*, sebbene esse sopportino un carico fiscale simile (se non superiore) a quello delle società quotate. Le società non quotate hanno infine maggiori vincoli finanziari in termini di capacità di raccolta di capitale di rischio e vi sono chiare evidenze di una maggiore difficoltà di accesso al credito bancario per le non quotate. Per tali motivi, le loro opportunità di investimento sono maggiormente vincolate alla capacità di autofinanziamento, come indicato dalla più elevata sensibilità degli investimenti al *cash flow* rispetto alle società quotate. Complessivamente, queste evidenze indicano che la scelta di «non quotarsi» implica costi molto elevati in termini di minore crescita e redditività e, allo stesso tempo, sembra solo in parte riconducibile alla volontà del *management* di sfruttare maggiori possibilità di manipolazione dei dati contabili (*earnings management*) per estrarre benefici privati o condizionare i contratti con gli *stakeholders*. I risultati del lavoro portano quindi a ritenere che la scarsa propensione alla quotazione delle medie imprese italiane – che si riflette nell'esiguità del nostro listino – non sembra giustificata dalla prevalenza dei benefici (maggior discrezionalità nella redazione della rendicontazione contabile e finanziaria) sui costi (minor redditività, minor crescita, più severo razionamento e dipendenza da fonti di finanziamento interne) connessi con la conservazione dello *status* di "non quotata", ma sia da ricondurre ad altri fattori, anche culturali, verosimilmente legati alla percezione dei costi complessivi dell'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in borsa. Questi risultati evidenziano l'importanza dei numerosi recenti interventi di semplificazione delle regole e di incentivo allo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario.

JEL Classifications: G21, G28, M40, M41.

Keywords: earnings management, accruals, earnings persistence, conservatism, IPO, quotazione.

* Consob, Divisione Studi (Roma).

** Consob, Divisione Intermediari (Milano).

Si ringraziano per gli utili commenti e suggerimenti Giovanni Siciliano (Head of Research Department, Consob), Renato Maviglia (Head of Equity Prospectuses and Initial Public Offering Unit, Consob), Craig Lewis (former Chief Economist SEC e Madison S. Wigginton Professor of Finance at Vanderbilt University's Owen Graduate School of Management). Un sentito ringraziamento va inoltre a Gianluca Giudice (Università Bocconi) per il supporto nelle fasi di implementazione dell'analisi empirica. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

1	Introduzione e obiettivi dello studio	5
2	Rassegna della letteratura	12
3	Un confronto fra società italiane di medie dimensioni quotate e non quotate nel periodo 2002-2011	18
4	Gli effetti della quotazione in borsa sulla qualità degli utili	22
4.1	Misurazione delle anomalie nella distribuzione dei risultati contabili	26
4.2	<i>Accrual persistence</i>	28
4.3	Stima degli errori degli <i>accruals</i>	37
4.4	<i>Conservatism</i>	41
5	Vincoli finanziari e domanda di investimenti	46
6	Conclusioni	50
	Riferimenti bibliografici	57
	Appendice	
	Composizione del <i>matching sample</i> fra società quotate e non quotate per dimensione e settore industriale	65

1 Introduzione e obiettivi dello studio

La letteratura economica attribuisce al mercato dei capitali un ruolo centrale nella crescita economica e, nonostante i classici problemi di endogeneità nel determinare i nessi causali tra finanza e crescita, non vi è dubbio che un sistema finanziario sviluppato e solido costituisca un'infrastruttura basilare per la crescita economica: esso fornisce capitale di rischio alle imprese, consente di diversificare il rischio e ripartirlo tra un numero maggiore di soggetti, fornisce agli imprenditori incentivi a intraprendere e facilita la correzione degli errori nella gestione delle imprese attraverso la disciplina del *take over*. Il mercato dei capitali favorisce inoltre il superamento delle tipiche asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra datori e prenditori di fondi e, con ciò, consente che il rischio venga adeguatamente allocato e remunerato.

Sotto un profilo empirico, il quadro che emerge dalle principali evidenze internazionali è caratterizzato da un maggior livello di frammentarietà, in quanto a contare non è solo il grado di sviluppo del mercato dei capitali, ma anche le caratteristiche strutturali del mercato finanziario (comunemente definite architettura finanziaria) che giocano un ruolo importante nel determinare il contributo alla crescita e gli effetti che il sistema finanziario esplica sui tassi di innovazione tecnologica delle principali economie avanzate (Giordano e Guagliano, 2016). In questo contesto assume un valore ancor più rilevante l'indagine empirica sulla relazione tra mercato dei capitali e *performance* delle imprese in termini non solo di crescita dimensionale ma anche di capacità di finanziarsi, innovare, internazionalizzarsi. Ciò è tanto più significativo in Italia, dove il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale e alla cui relativa arretratezza si attribuisce la particolare struttura dimensionale delle imprese italiane, basata sul predominio delle piccole imprese.

Lo scopo del presente lavoro è indagare se esistano incentivi razionali (che chiameremo "benefici") che inducono le imprese italiane ad astenersi dall'accedere al mercato dei capitali, ossia se la funzione di comportamento del *management* delle piccole e medie imprese italiane possa rispondere razionalmente a un set di incentivi che le inducono a «non quotarsi» per poter conservare gradi di libertà maggiori in materia di: (i) rappresentazione dei dati contabili (*earnings management*); (ii) riduzione della pressione fiscale; (iii) più agile struttura del passivo.

L'Italia è uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Un primo dato che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Con riferimento al 2014, questo rapporto assume un valore pari al 106,5% nel Regno Unito, 73,7% in Francia e solo il 27,5% in Italia (Tabella 1). La ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non solo alla minore dimensione delle imprese quotate, quanto anche all'esiguo numero di imprese quotate nella borsa italiana. In Italia il *trend* è rimasto pressoché stabile e deludente per tutti gli anni 2000, con il numero di società ammesse a quotazione che non si è mai discostato molto dal *range* 290-300 unità; in Spagna nello stesso periodo (2000-2014) il nume-

ro di società quotate è passato da 1.720 a 3.419, il Regno Unito registra 1.858 società quotate nel 2014, Francia e Germania rispettivamente 495 e 595 (Tabella 2).

D'altra parte, se si esaminano i dati relativi all'indebitamento delle imprese industriali e alle istituzioni che erogano finanziamenti, si può constatare come il tessuto produttivo italiano si caratterizzi per una maggior dipendenza dal credito bancario e per la speculare carenza di fonti sostitutive di capitale per le imprese. A livello macroeconomico, la quota del debito bancario delle imprese sul PIL è su valori superiori alla media dell'area euro. Le differenze tra paesi appartenenti all'area, ancora modeste nella metà degli anni 2000, si sono ampliate negli anni successivi. In Italia a fine 2014 l'incidenza dei debiti bancari sul PIL si è attestata al 57% (rispetto al 42% del 2004), su valori ampiamente superiori a paesi come Francia e Germania e, comunque, sopra la media dell'area euro. Un'ulteriore conferma della dipendenza dal credito bancario si ricava dall'analisi della struttura del passivo delle PMI italiane: nel nostro Paese l'incidenza dello *stock* di debiti bancari rispetto al patrimonio risulta piuttosto elevata, raggiungendo valori superiori al 100% per le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, mentre per Germania, Francia e Spagna tale incidenza è in media del 48%. Pertanto, in assenza di un'adeguata politica di crescita e di patrimonializzazione delle PMI – attraverso canali alternativi di approvvigionamento delle risorse finanziarie – gli investimenti necessari alla crescita non possono che essere sostenuti prevalentemente attraverso finanziamenti bancari, determinando l'innalzamento della leva finanziaria¹.

I motivi che spingono le imprese a rimanere fuori dal mercato azionario non sono stati analizzati in maniera esplicita nella letteratura economica, poiché la ricerca si è concentrata prevalentemente sul tema speculare, ossia l'individuazione dei motivi che inducono le imprese a quotarsi; tra questi i principali sono: desiderio di aumentare la liquidità dei diritti di proprietà (Amihud and Mendelson, 1988), allargare i canali di accesso al mercato dei capitali (Welch, 1989), ottimizzare le opzioni di uscita per gli azionisti di controllo (Zingales, 1995; Mello e Parsons, 1998; Stoughton e Zechner 1998; Black e Gilson, 1998) e migliorare la capacità degli azionisti di monitorare le condotte dei *managers* (Jensen e Meckling, 1976; Pagano e Röell, 1998; Holmström e Tirole, 1993; Bolton e von Thadden, 1998).

L'ingresso sul mercato ha altresì gravami non trascurabili, legati nel breve periodo ai costi della procedura di ammissione a quotazione e nel lungo termine agli oneri di trasparenza. La decisione nel suo complesso necessita di un *management* e di un'organizzazione interna non sempre alla portata di imprese relativamente piccole². A questi aspetti, cruciali nella decisione di quotarsi in borsa, si aggiungono norme amministrative complesse e il rischio di una maggior "visibilità" nei confronti del fisco.

- 1 La teoria economica ha messo in luce come gli *shock* macroeconomici siano amplificati dalle imperfezioni nel mercato del credito, con ricadute sull'attività e sugli investimenti delle imprese tanto più accentuate quanto è maggiore la loro dipendenza dal credito bancario, generando un circolo vizioso tra crisi finanziaria e recessione (Bernanke *et al.*, 1996).
- 2 Il 99,5% delle aziende italiane ha meno di 50 addetti e occupa più dei due terzi della forza lavoro, con una prevalenza di micro aziende fino a 5 addetti (cfr. 9° Censimento delle imprese dell'industria e dei servizi, ISTAT).

L'elemento di maggior rilievo rimane comunque il rischio di perdita del controllo dell'azienda, che inibisce la quotazione anche di imprese grandi e con una proiezione internazionale, ma che mantengono la proprietà e la gestione in capo alla famiglia fondatrice.

Occorre infatti tener presente che il nostro sistema produttivo è caratterizzato da una diffusa presenza di capitalismo familiare: sulla base dei dati del 9° censimento dell'Istat, oltre il 90% delle imprese italiane è a controllo familiare diretto e in tali realtà il primo socio detiene, in media, una quota pari al 70% del capitale (93,4% la quota detenuta dai primi tre soci). A ciò si accompagna il più delle volte un *management* di matrice familiare; difatti, la presenza di familiari nel consiglio di amministrazione è sempre elevata, sia in aziende controllate interamente dalla famiglia sia in aziende con assetto proprietario più aperto. In particolare, l'incidenza dei consiglieri appartenenti alla famiglia di controllo sul totale dei consiglieri è del 56% in aziende a controllo totalitario, rispetto al 48% delle aziende controllate con una quota del capitale non totalitario. In questo contesto, il rischio della perdita di controllo e la connessa necessità di cambiare i meccanismi di gestione interna aziendale nel caso di apertura della compagine azionaria (ad esempio in caso di IPO) costituiscono vincoli importanti alla crescita dimensionale delle imprese.

Quanto alle ricadute che la decisione di «non quotarsi» ha sulla struttura del passivo delle imprese e sulla loro capacità di approvvigionamento di fonti di finanziamento si osserva che, per le imprese che presentano elevate potenzialità di sviluppo – ma la cui attività si basa su elementi aleatori legati all'introduzione di nuovi prodotti o all'avvio di nuove attività imprenditoriali – il credito bancario potrebbe non essere lo strumento più adatto a coprirne gli investimenti. Difatti, da un lato queste imprese tendono a mantenere una certa riservatezza sui propri progetti innovativi, le cui potenzialità sono difficili da valutare per l'impresa stessa, e a maggior ragione per una possibile banca finanziatrice. Dall'altro, quando l'attivo si compone in prevalenza di investimenti immateriali, le imprese hanno una minore disponibilità di *collateral* da dare in garanzia. Non è dunque un caso che l'innovazione sia spesso autofinanziata dalle imprese e circa tre quarti della spesa sia coperta da risorse interne (Bugamelli *et al.*, 2012). Per sostenere l'attività dei comparti più innovativi e rischiosi del tessuto produttivo il capitale di rischio rappresenta pertanto un fattore competitivo di rilevanza strategica, destinato ad accrescere prospetticamente la sua importanza in considerazione del prevedibile assottigliamento dei canali di finanziamento bancari per effetto dell'inasprimento dei requisiti prudenziali di patrimonializzazione conseguenti all'ultima crisi finanziaria internazionale.

Tabella 1 – Capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL (2000–2015)

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	103,8%	65,1%	105,7%	84,69%	165,7%	67,3%	66,7%	0,0%	146,9%
2001	83,6%	54,9%	85,0%	74,80%	139,9%	45,4%	54,4%	0,0%	131,7%
2002	117,2%	33,0%	64,5%	65,46%	110,5%	37,7%	52,0%	0,0%	100,7%
2003	102,0%	43,1%	73,4%	80,08%	124,8%	39,2%	68,6%	0,0%	123,9%
2004	115,1%	42,4%	73,4%	87,95%	122,5%	43,9%	76,4%	0,0%	133,0%
2005	126,8%	42,0%	79,8%	82,95%	126,4%	43,1%	100,0%	0,0%	129,8%
2006	129,3%	54,5%	104,4%	104,62%	146,1%	52,8%	105,9%	0,0%	141,2%
2007	149,3%	61,2%	102,9%	121,66%	129,5%	48,7%	99,4%	0,0%	137,6%
2008	66,7%	29,6%	50,4%	58,00%	66,9%	21,8%	64,3%	0,0%	78,7%
2009	122,3%	37,8%	72,2%	95,70%	nd	30,0%	65,7%	62,3%	104,6%
2010	134,6%	41,8%	72,2%	81,84%	nd	25,2%	69,6%	62,4%	115,5%
2011	106,9%	31,5%	54,3%	69,29%	nd	19,0%	56,3%	38,6%	100,8%
2012	112,9%	42,0%	67,4%	74,26%	nd	23,2%	58,4%	38,0%	115,6%
2013	115,0%	51,7%	81,9%	81,54%	113,8%	28,9%	92,6%	34,5%	144,2%
2014	117,5%	44,9%	73,7%	71,88%	106,5%	27,5%	95,3%	19,0%	151,8%
2015	102,8%	51,1%	86,2%	65,65%	nd	nd	118,7%	29,7%	139,7%

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

Tabella 2 – Numero di società quotate (2000–2015)

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	1.507	744	1185	1.720	2.428	297	2.055	21	6.917
2001	1.278	749	936	2.959	2.438	294	2.103	21	6.177
2002	1.252	715	874	2.986	2.405	295	2.119	57	5.685
2003	3.578	684	817	3.191	2.311	271	2.174	266	5.295
2004	3.597	660	787	nd	2.486	269	2.276	412	5.226
2005	3.719	648	749	nd	2.757	275	2.323	414	5.145
2006	3.790	656	730	3.339	2.913	284	2.391	539	5.133
2007	3.881	761	707	3.498	2.588	301	2.389	592	5.109
2008	3.836	742	673	3.538	2.415	294	2.374	561	4.666
2009	3.727	704	652	3.435	2.179	291	2.320	550	4.401
2010	3.771	690	617	3.310	2.105	290	2.281	556	4.279
2011	3.980	670	586	3.241	1.987	311	2.280	817	4.171
2012	4.030	665	562	3.167	1.879	303	2.294	292	4.102
2013	3.810	639	500	3.213	1.857	285	3.408	261	4.180
2014	3.948	595	495	3.419	1.858	290	3.458	254	4.369
2015	3.799	555	490	3.623	nd	nd	3.504	251	4.381

Fonte: World Bank, IBRD-IDA.

La necessità di affrontare esplicitamente la scelta della "quotazione" *versus* "non quotazione" – per un'impresa a controllo familiare o con un unico socio imprenditore – si pone in relazione all'esigenza di crescita e di finanziamento di nuovi progetti di investimento tramite capitale di rischio. È verosimile immaginare che, sebbene un'impresa possa finanziare nuovi progetti facendo ricorso al capitale di debito, superato un certo livello di leva finanziaria, l'impresa debba necessariamente raccogliere capitale di rischio per crescere³. Tuttavia, soltanto nella misura in cui l'autofinanziamento rappresenta una fonte sufficiente, l'impresa può decidere di rimanere fuori dal mercato azionario.

Qualora l'impresa non abbia un adeguato autofinanziamento o non abbia più accesso al mercato del capitale di credito (perché ha superato un certo livello di leva finanziaria ovvero per altri motivi), optando per la "non quotazione" essa decide di rinunciare a investimenti potenzialmente profittevoli.

Un'impresa non quotata è, per definizione, soggetta a maggiori vincoli finanziari rispetto a una società quotata, poiché ha più difficoltà nel raccogliere capitale sia esso di rischio o meno. Un'impresa quotata, ad esempio, potrebbe finanziare un progetto di investimento, anche in assenza di autofinanziamento, raccogliendo capitale sul mercato, soprattutto quando il prezzo delle azioni è molto elevato rispetto al valore di bilancio del patrimonio (cioè quando il cosiddetto *Tobin Q* è elevato, ossia quando il costo del capitale di rischio è basso). Tuttavia, un'ampia letteratura evidenzia come imperfezioni del mercato dei capitali possano rendere difficoltoso anche per le società quotate raccogliere nuovo capitale, fino a teorizzare che un'elevata correlazione fra *cash flow* e investimenti può segnalare l'esistenza di vincoli finanziari⁴. Questa ipotesi è stata successivamente criticata, evidenziando come tale correlazione non sia necessariamente un corretto indicatore del fatto che un'impresa è soggetta a vincoli finanziari⁵.

Tuttavia, per una società che ha esaurito le possibilità di ricorso al capitale di debito (perché ha una leva finanziaria troppo elevata) e non può raccogliere nuovo capitale di rischio (perché non è quotata in borsa), gli investimenti saranno necessariamente vincolati all'autofinanziamento. In questo caso, una forte correlazione fra investimenti e flussi di cassa può essere un chiaro indice dell'esistenza di vincoli finanziari e del fatto che l'impresa ha esaurito la capacità di accesso al capitale di debito e, quindi, si limita a valutare opportunità di investimento che non può intraprendere. L'evidenza empirica mostra come in seguito all'ingresso in borsa, le società conseguono una struttura finanziaria più equilibrata, caratterizzata da una maggiore quota del debito obbligazionario e una minore incidenza dei prestiti a breve termine. La quotazione permette altresì di ridurre il costo del credito bancario grazie al miglioramento dei profili di rischio e della reputazione dell'impresa, anche per gli aspetti connessi a una maggiore trasparenza.

3 Pagano *et al.* (1998) mostrano che, per le imprese italiane, la sequenza degli eventi è in parte diversa, nel senso che la decisione di quotarsi non è tanto legata alla necessità immediata di finanziare la realizzazione di nuovi progetti, bensì a quella di riequilibrare la struttura finanziaria dopo intensi periodi di crescita.

4 Cfr. Fazzari, Petersen e Hubbard (1988) e Hubbard *et al.* (1995).

5 Cfr. Kaplan e Zingales (1997) e (2000).

Ovviamente la raccolta di capitale di rischio può avvenire tramite canali alternativi alla borsa, quali il ricorso a investitori di *venture capital* o *private equity*. Il ricorso a queste forme di raccolta può essere molto costoso – perché implica un'elevata interferenza nelle scelte gestionali (cosiddetto *overmonitoring*) e un costo di mancata diversificazione di portafoglio che è sopportato dal *venture capitalist* e traslato sull'impresa sotto forma di minore prezzo di sottoscrizione delle azioni – ed è, comunque, in generale, praticabile solo per investimenti di importo relativamente contenuto⁶.

Per tali motivi, l'evidenza empirica e gli studi mostrano come il ricorso al *venture capital* sia un'opzione percorribile per una platea estremamente ristretta di imprese. Tale strategia può essere ottimale nella fase di *start-up* o nelle fasi iniziali del ciclo di vita per imprese operanti in settori altamente innovativi o caratterizzati da tecnologie molto complesse e, comunque, per investimenti iniziali di importo relativamente limitato. In questi casi, gli elevati costi per acquisire informazioni sull'impresa sono incompatibili con l'offerta di azioni a una vasta platea di investitori, situazione tipica della quotazione in borsa; l'investimento limitato, invece, consente al *venture capitalist* di diversificare i rischi e i costi di *overmonitoring*, che sono giustificati dalla necessità, per quest'ultimo, di acquisire informazioni molto accurate su progetti altamente rischiosi e complessi. In generale, la scelta di non quotarsi è razionale quando l'impresa intende perseguire progetti pionieristici altamente innovativi, perché la minore trasparenza consente di gestire meglio i maggiori rischi⁷.

In generale, inclusi i casi di imprese *start up* o di piccole dimensioni con le caratteristiche adeguate per accedere al *venture capital*, la quotazione in borsa non è un meccanismo di finanziamento adeguato per progetti che richiedono investimenti limitati perché può avere costi fissi tali da rendere, in definitiva, tali progetti poco convenienti.

È normale, quindi, che l'opzione della quotazione in borsa non venga presa in considerazione dalla larghissima maggioranza delle piccole imprese, soprattutto da quelle che, per i motivi sopra esposti, possono optare per il *venture capital*.

Da ultimo, peraltro, si rileva che micro progetti, o progetti di investimento altamente innovativi, possono essere finanziati attraverso il canale del *crowdfunding* che, in ragione delle caratteristiche e delle dimensioni del progetto, può assumere diverse forme (*donation-*, *reward-*, *debt-* o *equity-based*). Lo spiccato contenuto innovativo di progetti di investimento finanziati tramite *crowdfunding* è in genere associato ad una probabilità di successo non elevata; in tal caso, la larga base di investitori consente una diffusa ripartizione del rischio.

L'evidenza empirica di un elevato numero di società di medie dimensioni "non quotate" fortemente persistente nel tempo, come nel nostro Paese, è invece più difficile da spiegare sulla scorta del classico paradigma interpretativo delle fonti di finanziamento. Essa può riflettere l'essenza stessa di vincoli finanziari, per effetto di

6 Cfr. Pagano e Röell (1998) e Chemmanur e Fulghieri (1999). Si veda anche Lerner (1994).

7 Ferreira *et al.* (2014).

un elevato autofinanziamento⁸ ovvero una scelta, più o meno consapevole, di rinunciare a opportunità di crescita e di sviluppo.

Questa rinuncia può essere dettata dal timore di perdere il controllo dell'impresa, anche se la possibilità di mantenere una quota superiore al 51% dei diritti di voto dopo l'IPO rende questa spiegazione poco plausibile. Inoltre, per l'imprenditore, in teoria, è sempre razionale cedere una parte della propria partecipazione per diversificare la propria ricchezza, sfruttando la funzione tipica di *risk sharing* del mercato azionario⁹.

La rinuncia alla crescita può essere dettata anche dalle difficoltà di gestire processi di ricambio generazionale e dalla riluttanza al coinvolgimento di *manager* esterni al gruppo familiare. Difficilmente, tuttavia, questo fattore riesce a spiegare un aspetto strutturale così fortemente persistente nel tempo e che caratterizza il nostro Paese a partire dal dopoguerra.

Se l'analisi dei costi impliciti conseguenti alla decisione di *non quotarsi* non sembra offrire risposte esaustive in merito alla conformazione strutturale del tessuto produttivo italiano, si proverà a volgere lo sguardo verso i "benefici" potenziali derivanti dalla scelta di non quotarsi, che rappresentano ulteriori possibili spiegazioni di tale comportamento.

È bene evidenziare che l'obiettivo del presente lavoro non è fornire un nesso di causalità in grado di giustificare la scelta delle imprese di rimanere fuori dalla borsa, ma più semplicemente quello di valutare in concreto costi e benefici che questa scelta implica per il sistema economico e per le singole imprese con riferimento a un campione rappresentativo di medie imprese italiane su un periodo di dieci anni che va dal 2002 al 2011. L'analisi delle caratteristiche ricorrenti che tipizzano i due insiemi di imprese ("quotate" e "non quotate") viene utilizzata in questo studio per corroborare o smentire alcune ipotesi teoriche circa i drivers comportamentali che orientano il *management* delle imprese italiane a scegliere di disertare la quotazione in borsa.

Più in dettaglio il lavoro si articola in tre principali sezioni ognuna delle quali tenta di indagare quali siano le ripercussioni sulle imprese conseguenti alla scelta di "non quotarsi" e se il confronto tra i costi e i benefici derivanti da tale scelta siano tali da giustificare l'inusuale scarsa propensione delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali attraverso l'ammissione in borsa: 1) la prima sezione studia come la decisione di "*quotarsi/non quotarsi*" si rifletta sulla diversa *performance* (in termini di redditività, occupazione, fatturato, crescita degli investimenti, resilienza rispetto al ciclo economico) di un campione di medie imprese italiane; 2) la seconda sezione è dedicata alla verifica empirica del fenomeno dell'*earnings management*, ossia dell'ipotesi che il *management* delle imprese "non quotate" scelga deliberatamente di astenersi dalla quotazione per sfruttare i maggiori margini di discrezionalità nella predisposizione della rendicontazione contabile che caratterizza-

8 Spaventa L. (2003), «Le medie imprese in Italia. Perché dovrebbero quotarsi?», Forum del risparmio gestito, Milano.

9 Per un'analisi più ampia della letteratura sul tema si veda Siciliano (2001).

no le imprese "non quotate"; 3) l'ultima parte del lavoro stima la funzione di investimento per i due sotto-campioni di imprese e sottopone a *test* l'ipotesi che la funzione di investimento delle imprese "non quotate" diverga dalla configurazione classica – che vede le scelte di investimento dipendere in primo luogo dalla redditività prospettica dell'attività di impresa espressa ai prezzi di mercato (*Tobin Q*) – e sia piuttosto sensibile alla disponibilità delle fonti di autofinanziamento interne (presupponendo pertanto un maggior razionamento delle imprese non quotate). Tale distorsione della funzione di investimento delle imprese "non quotate" costituisce una condizione di subottimalità che pregiudica negativamente le prospettive di sviluppo di tutto il frammentato tessuto di piccole e medie imprese italiane.

Il presente studio è organizzato come segue. Il par. 2 offre una rassegna della letteratura sui costi e vantaggi della *non quotazione*. Il par. 3 mette a confronto su un periodo di dieci anni (2002-2011) i bilanci di un campione rappresentativo di medie imprese italiane quotate in borsa con un campione di imprese non quotate, simili per settore industriale e per dimensione nell'anno di partenza dell'analisi (2002). Il par. 4 confronta la qualità dei dati contabili dei due campioni di imprese e verifica l'esistenza di difformità negli incentivi a porre in essere pratiche di *earnings management*. Il par. 5 è dedicato alla verifica dell'ipotesi che le imprese non quotate possano avere maggiori vincoli finanziari rispetto alle quotate – ossia che abbiano profittevoli opportunità di investimento che non riescono a intraprendere – e di conseguenza una funzione di investimento che mostra una aumentata sensibilità alle fonti di finanziamento interne (*cash flow*). Il par. 6 offre alcune considerazioni conclusive.

2 Rassegna della letteratura

La letteratura ha evidenziato come vi siano sostanzialmente due tipologie di benefici che possono indurre le imprese a rimanere fuori dalla borsa e dunque a mantenere una struttura proprietaria concentrata.

Il primo è rappresentato dai benefici privati del controllo, intesi, tuttavia, in un'ottica non necessariamente legata ai costi di agenzia e conflitti d'interessi.

Helwege e Packer (2008) mettono in luce come i benefici privati del controllo possono essere tali da indurre le aziende a rimanere private, ma evidenziano anche che l'estrazione di benefici privati non è necessariamente di natura dissipativa perché non incide sull'efficienza e la redditività. Essi riscontrano, infatti, che il controllo familiare non è correlato con una minore redditività, mentre è correlato con una minore probabilità di insolvenza. Tale evidenza è coerente con l'analisi di Andersen e Reeb (2003).

Un secondo motivo, ancorché controverso in letteratura, riguarda la possibilità di avere maggiori margini di manovra, rispetto a un'impresa quotata, nella valorizzazione di alcune poste contabili (cosiddetto *earnings management*). Si tratta della possibilità di sfruttare i più ampi margini di discrezionalità dei principi contabili nella valutazione di alcune poste di bilancio (in particolare gli ammortamenti ovvero i ratei

e risconti, cosiddetti *accruals*) per evitare di contabilizzare "piccole perdite" (e quindi evidenziare un risultato positivo) o per spostare il carico fiscale da un esercizio all'altro¹⁰. Davidson, Stickney e Weil (1987) definiscono l'*earnings management* come la circostanza nella quale le regole contabili vengono applicate in modo da utilizzare l'ineliminabile discrezionalità insita in ogni valutazione di bilancio per offrire una predeterminata rappresentazione dei risultati aziendali, volta a indurre alcune categorie di *stakeholder* ad assumere comportamenti che favoriscono, di volta in volta, il raggiungimento di determinati obiettivi, quali: sostenere il corso del titolo, scoraggiare acquisizioni, facilitare l'ottenimento di un finanziamento, ecc.

Riquadro 1

*** *Earnings management* ***

Alla determinazione quantitativa del reddito, la dottrina internazionale, affianca un apprezzamento qualitativo del reddito stesso, come due momenti inscindibili nell'espressione di un giudizio sull'andamento dell'impresa. La qualità del reddito (*earnings quality*) viene definita con riferimento all'utilità delle informazioni contabili per il *decision making* da parte degli utenti dell'informativa aziendale.

Nella letteratura internazionale il concetto di *earnings quality* si lega pressoché indissolubilmente a quello di *earnings management*. Il concetto di *earnings management* viene ricondotto all'utilizzo della discrezionalità nelle determinazioni economico-quantitative d'azienda.

Secondo l'accezione più diffusa in letteratura (Healy e Wahlen, 1999), l'*earnings management* si manifesta quando gli «*amministratori utilizzano la discrezionalità loro concessa nella redazione del bilancio e/o nello strutturare le transazioni per alterare l'informazione finanziaria, col fine di ingannare alcuni stakeholder circa la performance economica della società o di influenzare i risultati contrattuali che dipendono dai dati contabili riportati*». In sostanza, l'*earnings management* rappresenta un'interferenza non desiderabile nella determinazione del reddito ovvero un'applicazione non neutrale dei principi contabili. Maggiore è il grado di *earnings management*, minore è l'utilità del dato contabile per le decisioni aziendali. Un esempio è dato dalla situazione delle aziende indebitate. Il timore di far scattare *covenant* contrattuali sul debito può spingere il *management* alla manipolazione del reddito. Questa interferenza riduce la qualità del reddito e la sua utilità per le decisioni, in questo caso da parte dei fornitori di capitale di credito (Greco, 2015).

Nel contesto domestico l'*earnings management* è stato autorevolmente ricondotto alle politiche di bilancio: «*utilizzando una accezione molto ampia, con il termine politiche di bilancio potremmo*

10 Cfr. Healy e Wahlen (1999) per una discussione di carattere generale. Per *earnings management* non si intende un falso in bilancio; si tratta di pratiche che consentono di imputare costi e/o ricavi a esercizi diversi da quello corrente ovvero l'utilizzo di criteri contabili che consentono di trasferire il peso di costi/ricavi su diversi esercizi sulla base di considerazioni di convenienza economico-finanziaria (LIFO, FIFO, etc.).

definire il complesso di tutte le manovre contabili lasciate alla discrezionalità degli amministratori, che volontariamente le pongono in essere, e di tutte le operazioni ad hoc attuate per raggiungere uno scopo diverso dal fine economico a esse sottostante. Scopo ultimo delle politiche di bilancio è far apparire un bilancio differente da quello reale e/o influenzare gli aspetti sostanziali della gestione aziendale» (Verona, 2006). L'attività di manipolazione dei valori di bilancio o *earnings management*, può essere ricondotta alle c.d. "politiche di bilancio", definite come "scelte valutative" poste in essere dal *management* al fine del conseguimento di un risultato ritenuto come il più opportuno (Onida, 1974).

Le politiche di *earnings management* possono essere considerate dirette e indirette. Quelle dirette, dette anche *real earnings management*, si basano sulla discrezionalità dei *manager* che possono modificare la tempistica e/o la struttura di una o più operazioni in modo tale da pervenire a determinati obiettivi, *in primis* a livello reddituale. Anticipare o differire alcune operazioni che generano costi/ricavi può influenzare il risultato economico dell'esercizio: «*gli amministratori, infatti, definiscono gli obiettivi in termini di reddito operativo e spostano opportunamente costi e ricavi così da consentire una sovrastima o sottostima del reddito generato o assorbito dalla gestione operativa ordinaria rispetto al reddito attribuibile alla gestione medesima in assenza di manipolazioni*».

Le politiche di *earnings management* indirette, chiamate anche *disclosure earnings management*, si basano invece sulla discrezionalità tecnica di cui il *management* dispone in sede di redazione del bilancio e che gli consente di condizionare la rappresentazione della realtà aziendale. Analizzando in concreto l'azione svolta dagli amministratori in sede di redazione di bilancio, si può osservare come essi – a seconda della convenienza a incrementare o diminuire il reddito – "prendono a prestito" utili da esercizi futuri differendo oneri o anticipando ricavi, oppure "concedono credito" a esercizi futuri mediante il differimento di ricavi o l'anticipazione di oneri. In questa accezione si parla di *accrual earnings management*.

Quando si prendono in prestito utili dagli esercizi futuri si anticipano ricavi e/o posticipano costi. Tipici esempi di tale atteggiamento sono costituiti da: riduzione di accantonamenti; taglio di spese strategiche, quali quelle in R&S; riconoscimento di ricavi "non ancora guadagnati"; capitalizzazione di costi di dubbia utilità futura.

Quando invece si danno in prestito utili agli esercizi futuri si posticipano ricavi e/o anticipano costi. Per realizzare tali manovre il *management* stima accantonamenti molto cospicui; procede a robuste svalutazioni di immobilizzazioni; aumenta gli stanziamenti per le spese strategiche; posticipa il riconoscimento di ricavi già "guadagnati"; attribuisce a conto economico costi aventi utilità futura.

Tecnicamente l'attività di *earnings management* include uno spettro di azioni che va dalla contabilità conservativa alla frode e si estrinseca in un'ampia gamma di scelte contabili (Giroux, 2004). In altri termini, scelte di questo tipo possono essere applicate a ognuna delle voci contabili e, ad eccezione della contabilità fraudolenta che è evidentemente manipolativa, per valutare se costituiscono *earnings management* è necessaria un'analisi approfondita che considera anche il contesto in cui vengono intraprese.

Per quanto riguarda le evidenze empiriche circa le metodologie di *detection* dell'*earnings management*, DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999) propongono un modello basato sulle soglie degli utili. Considerando che i *manager* manovrano gli utili con lo scopo di influenzare degli *outsider* e siccome questi ultimi giudicano l'attività dei *manager* proprio sulla base di determinati obiettivi di utili, gli autori ipotizzano che i *manager* focalizzino la propria attenzione sulle soglie che verranno prese in considerazione per valutare la *performance* dell'impresa:

- i. comunicare profitti positivi, cioè utili superiori a zero;
- ii. sostenere le recenti *performance*, cioè fare almeno gli stessi utili dell'anno precedente;
- iii. raggiungere le aspettative degli analisti, in particolar modo centrare la previsione consensuale degli utili.

Nei casi di *earnings management* dovrebbe osservarsi un salto della distribuzione dei risultati di esercizio attorno allo zero. In altri termini, nella regione delle piccole perdite la distribuzione sembra limata: parte della densità che secondo una distribuzione normale dovrebbe stare nell'intervallo immediatamente a sinistra dello zero appare spostata nella regione della distribuzione leggermente superiore a zero¹¹.

Diversi studi (DeGeorge *et al.*, 1999; Burgstahler e Dichev, 1997) trovano evidenza empirica a sostegno dell'ipotesi che, negli Stati Uniti, anche le società quotate sfruttano i margini di discrezionalità dei principi contabili (*accounting discretion*) per evitare di contabilizzare "piccole perdite" (*small losses*).

Burgstahler e Dichev (1997) riscontrano una marcata discontinuità attorno allo zero della distribuzione di frequenza dei profitti che è segnaletica di pratiche manipolative atte a evitare la contabilizzazione di "piccole perdite". Nonostante sia ragionevole ipotizzare che i *manager* preferiscano evitare perdite di qualsiasi entità, essi hanno una discrezionalità contabile relativamente limitata e, quindi, non sono in grado di nascondere perdite cospicue. Pertanto, il comportamento opportunistico di *earnings management* si concretizza nell'implementazione di attività contabili *border line* in grado di "trasformare" perdite di piccola dimensione in modesti profitti.

DeGeorge *et al.* (1999) studiano la possibilità che i *manager* sfruttino discrezionalità contabile e, quindi, adottino pratiche di *earnings management* per evitare "piccole perdite" (ed evidenziare un utile) ovvero per evidenziare risultati coerenti con quelli riportati nei periodi precedenti ovvero in linea con le attese degli analisti finanziari (Burgstahler e Eames, 2006). Essi mostrano che l'*earnings management* è volto principalmente a evitare di contabilizzare piccole perdite e risultati di esercizio negativi¹².

11 Comunicare risultati negativi, anche se per importi modesti, per un *manager* costituisce un problema soprattutto a livello reputazionale: è più facile dunque, in queste situazioni limite, modificare artificialmente i dati contabili di tale importo minimo che consenta di scavallare lo zero ed evitare di dover comunicare delle perdite.

12 In termini più generali, infine, diversi contributi hanno esplorato il ricorso a tecniche di *earnings management* in relazione alla regolamentazione settoriale. Le banche, ad esempio, sfruttano pratiche manipolative condizionatamente alla loro capacità di soddisfare i vincoli patrimoniali imposti dalla normativa sui *minimum capital*

Un tema che è stato largamente indagato dalla letteratura empirica è quello della maggior prevalenza delle condotte riconducibili all'*earnings management* nelle società "non quotate" piuttosto che in quelle "quotate".

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

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

Al contrario, alcuni studi mostrano come siano le imprese non quotate (*private firms*) a sfruttare più diffusamente le tecniche di *earnings management*. In particolare, ad esempio, le imprese non quotate avrebbero incentivo a manipolare i risultati di esercizio prima delle operazioni di *management buyout* (DeAngelo, 1988) al fine di sottostimarne il valore, ovvero di sovrastimare il valore dell'azienda prima delle IPOs (Perry e Williams, 1994). Gopalan e Jayaraman (2011), ad esempio, riscontrano un significativo *earnings management* tra i benefici privati del controllo nelle *insider-controlled firms*. Tuttavia, l'evidenza che le imprese non quotate facciano maggiore ricorso a pratiche di *earnings management* non è pacifica.

Altri studi, infatti, (Burgstahler *et al.*, 2006) mostrano che le imprese non quotate (*private firms*) esibiscono una maggiore qualità degli *earnings* e che le pratiche contabili manipolative sono meno diffuse nei sistemi giuridici più rigorosi.

Per gli USA, usando i dati di oltre 500 società (ottenute tramite *matching sample* partendo da un universo di oltre 2.800 società) nel periodo 1978-2003, Givoly *et al.* (2010) trovano che le imprese quotate (*public firms*) hanno una minore qualità degli *earnings* rispetto alle non quotate (*private firms*).

Una possibile spiegazione di queste evidenze è la seguente. Dato che le *public companies* hanno necessità di reperire capitali di rischio sul mercato presso un vasto pubblico e finanziamenti presso una pluralità di istituti di credito, l'informazione finanziaria che le stesse *public companies* sono tenute a trasmettere verso l'esterno deve essere convincente in termini di *performance*, poiché nessuno è in grado di conoscere la reale situazione aziendale interna; inoltre, i *manager* possono avere maggiori incentivi a manipolare gli utili quando da essi dipende la loro remunerazione o *covenant* di tipo finanziario (cosiddetta *opportunistic behavior hypothesis*). D'altro canto, le *private firms*, con una struttura proprietaria generalmente piuttosto concentrata, possono avere un contatto diretto e ravvicinato con i propri finanziatori (*relationship lending*) e quindi più difficoltà a nascondere la reale situazione interna.

requirements (Moyer, 1990; Beatty *et al.*, 1995; Collins *et al.*, 1995); mentre le imprese ricorrono a *earnings management* anche per sottostimare i ricavi al fine di evitare controlli da parte dell'Autorità anti-trust, ovvero di ottenere sussidi o protezione attraverso interventi legislativi di settore (Watts e Zimmerman, 1978; Cahan, 1992; Jones, 1991).

L'evidenza per altri paesi è meno chiara.

Per l'Italia, Pagano *et al.* (1998) mostrano che, dopo la quotazione, il rapporto tasse/fatturato cresce di circa il 2%, sostenendo implicitamente che la non quotazione consente pratiche elusive o evasive di *earnings management* che possono portare a significativi risparmi fiscali. Poli (2013) esamina un vasto campione di piccole aziende italiane trovando conferma della loro attitudine a sfruttare pratiche di *earnings management* al fine di riportare risultati di esercizio positivi, ma contenuti, e di evitare variazioni di *performance* significative nel tempo.

Kempen (2010) evidenzia che pratiche di *earnings management* sono largamente utilizzate nei Paesi Bassi, ma non è in grado di distinguere diversità di comportamento tra *public* e *private companies*. Analogamente, Sundgren (2007) trova evidenza di *earnings management* in Finlandia senza però individuare distinzioni significative di comportamento fra *private* e *public companies*. In Finlandia, comunque, sembra emergere una maggior propensione a ricorrere a pratiche manipolative per le aziende che sfruttano maggiormente la leva finanziaria, e sono, quindi, maggiormente indebitate. Focalizzandosi sul contesto cinese Ding *et al.* (2007) trovano una relazione significativa tra *earnings management* e concentrazione della struttura proprietaria. Hu *et al.* (2015) trovano evidenza di *earnings management* in Cina per evitare piccole perdite e per evitare sanzioni amministrative.

La letteratura ha approfondito anche il tema dei costi della scelta di non quotarsi, con particolare riferimento alla possibilità che un'impresa non quotata possa avere più difficoltà ad attuare strategie di diversificazione dell'attivo e di riduzione dei rischi, minore accesso a opportunità di investimento profittevoli e un maggiore costo del capitale.

Tuttavia, l'evidenza empirica sui benefici della diversificazione a livello di impresa è controversa poiché essi possono essere più che compensati dalla riduzione di efficienza e dall'incremento dei costi di struttura e organizzativi (Lins e Servaes, 1999).

Lyandres *et al.* (2015) analizzano la diversificazione delle imprese alla luce della capacità finanziaria del gruppo di appartenenza. Essi trovano che le risorse che le *private firms*, tipicamente di ridotte dimensioni rispetto alle *public companies*, dedicano alla spesa per investimenti diminuisce al crescere della diversificazione di portafoglio. Ciò perché le modeste disponibilità finanziarie non consentono di effettuare elevati investimenti quando il gruppo di riferimento investe aumentando la diversificazione di portafoglio; l'unica strategia che le *private firms* possono intraprendere consiste in un incremento della rischiosità degli investimenti che, tuttavia, incide sulla volatilità del *cash flow*, restringendo ulteriormente i vincoli di risorse disponibili per gli investimenti. Per le *public companies*, invece, c'è una correlazione positiva tra diversificazione degli investimenti del gruppo e della società in quanto la diversificazione degli investimenti di gruppo si traduce in *leverage* più elevato nelle controllate e quindi maggiori investimenti.

Altri studi, invece, mostrano che le *public companies* investono significativamente meno rispetto alle *private firms* e sono meno inclini a sfruttare opportunità

di investimento in settori in cui il valore delle azioni è molto sensibile agli annunci sugli *earnings* (Farre-Mensa *et al.*, 2015).

Per l'Italia, Pagano *et al.* (1998) mostrano che, dopo la quotazione, si registra una significativa riduzione dei tassi d'interesse sui finanziamenti bancari e da tale evidenza si può inferire che uno dei costi della non quotazione può essere rappresentato da un maggiore costo del capitale di debito. Ciò può essere dovuto al fatto che per un'impresa quotata è più facile e meno costoso produrre informazioni affidabili (ridotta opacità del prestatore di fondi) e si riduce il potere di mercato delle banche creditrici (Rajan, 1992).

Sempre con riferimento all'Italia, Bonaccorsi di Patti (1999) confronta un *matched sample* di società quotate e non quotate nel periodo 1992-1996 senza rilevare significative differenze in termini di crescita e investimenti. Tuttavia, si rileva che le non quotate hanno una leva finanziaria più elevata; mentre, le società quotate hanno un attivo più diversificato e un peso più elevato di partecipazioni in altre imprese.

3 Un confronto fra società italiane di medie dimensioni quotate e non quotate nel periodo 2002-2011

L'analisi descrittiva che sarà illustrata di seguito si riferisce a un campione di 102 società (51 quotate e 51 non quotate) selezionate da un universo di 629 società di medie dimensioni, di cui 133 quotate e 496 non quotate per le quali è disponibile una serie continua di dati di bilancio per dieci anni (dal 2002 al 2011) e che rispettano i seguenti requisiti dimensionali: *i*) totale attivo superiore a 10 milioni di euro; *ii*) fatturato di almeno 10 milioni di euro; *iii*) personale dipendente non inferiore alle 50 unità.

I dati sono stati ottenuti da CERVED, società specializzata nella raccolta, conservazione ed elaborazione di dati, *information provider* e agenzia di *rating* e riguardano le principali poste di bilancio¹³.

Alle 51 società quotate¹⁴ sono state associate 51 società non quotate tramite una tecnica di *sample matching*, associando cioè a ogni società quotata una

13 Totale attivo; fatturato; patrimonio netto; risultato operativo; numero addetti; imposte; immobilizzazioni (con distinzione tra materiali, immateriali e finanziarie); debiti; oneri finanziari; quota di mercato; settore di appartenenza (classificazione ATECO).

14 Soltanto una porzione, pari a 37 unità, delle 133 società quotate dell'universo disponibile ha segnalato dati di bilancio per i dieci anni dell'intervallo temporale considerato (dal 2002 al 2011). Ai fini della selezione delle società quotate, quindi, sono state considerate, interpolando i dati per gli anni mancanti, anche *i*) 21 unità con nove anni di segnalazione dei dati di bilancio, ove i dati mancanti non fossero quelli del primo (2002) o dell'ultimo (2011) anno dell'intervallo temporale; *ii*) una unità con otto anni di segnalazione dei dati di bilancio, i cui dati mancanti non fossero riferiti al primo (2002) e/o all'ultimo (2011) anno dell'intervallo temporale. Le 59 società quotate così ottenute sono state sottoposte a un ulteriore *screening* al fine di eliminare le (8) unità senza elementi di confronto, in termini dimensionali, nell'universo delle non quotate.

società non quotata simile per settore industriale e dimensione nell'anno di partenza dell'analisi (2002).

Per ciò che riguarda l'industria di appartenenza è stato preso a riferimento il codice ATECO, mentre, per ciò che riguarda il parametro dimensionale, sono stati considerati il totale attivo, il patrimonio netto, il fatturato e il numero di addetti. Per ognuna di queste variabili, nel primo anno dell'intervallo temporale (2002), è stata calcolata la differenza tra il valore per la società quotata e il valore per la società non quotata. Alle differenze così ottenute è stata associata una ponderazione: 35% totale attivo, 20% patrimonio netto, 35% fatturato e 10% numero addetti. Il *matching* dimensionale deriva dalla minimizzazione della citata somma ponderata delle differenze.

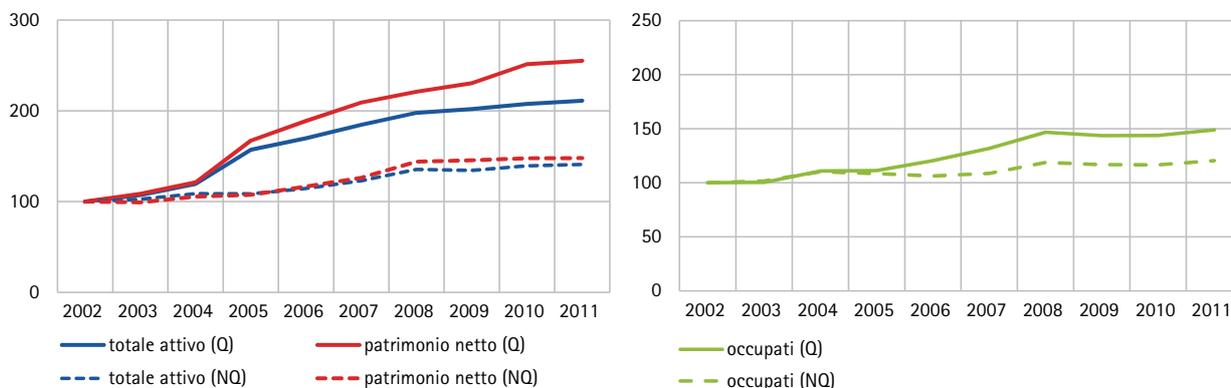
L'Appendice riporta il numero di società del campione così selezionato suddiviso per settore industriale. I dati riportati nell'Appendice mostrano anche che la dimensione media delle quotate è comunque sensibilmente superiore a quella delle non quotate, soprattutto perché il campione delle quotate include alcune società classificabili come "grandi imprese" che sono state "accoppiate" con società non quotate pure di grandi dimensioni ma comunque più piccole in termini di attivo, fatturato e dipendenti. In realtà, sarebbe quindi più corretto parlare di un campione di società "medio-grandi", sia per le quotate che per le non quotate.

L'analisi descrittiva che segue è basata sulla costruzione di numeri indice per una serie di poste di bilancio ottenute consolidando i bilanci delle quotate e quelli delle non-quotate e normalizzando a 100 il primo dato temporale disponibile (anno 2002). Il valore puntuale negli anni successivi è stato, quindi, calcolato applicando a 100 (ovvero, al dato precedente) la variazione percentuale della relativa voce di bilancio aggregata tra i due anni contigui.

La Figura 1 mostra come le società quotate abbiano registrato un tasso di crescita dell'attivo pari a circa il doppio di quello delle società non quotate (110% contro 41%); tale evidenza è ancora più marcata se si considera la crescita del patrimonio netto (differenza tra attività e passività). Per entrambi i campioni si registra un fortissimo rallentamento della crescita a partire dalla crisi finanziaria del 2007. Le società quotate hanno rafforzato la struttura finanziaria, perché la crescita del patrimonio netto è stata superiore a quella dell'attivo e quindi del debito, mentre per le non quotate la struttura finanziaria non è mutata significativamente perché il tasso di crescita dell'attivo è stato pari a quello del patrimonio netto e del debito.

I maggiori tassi di crescita delle società quotate sono confermati dal dato sugli occupati. Nel decennio considerato il numero di addetti delle società quotate è cresciuto del 50% circa, contro il 20% delle non quotate. Anche in questo caso, si registra, in entrambi i campioni, una forte contrazione degli occupati in concomitanza con la crisi finanziaria del 2007, poi in parte recuperata nel 2011.

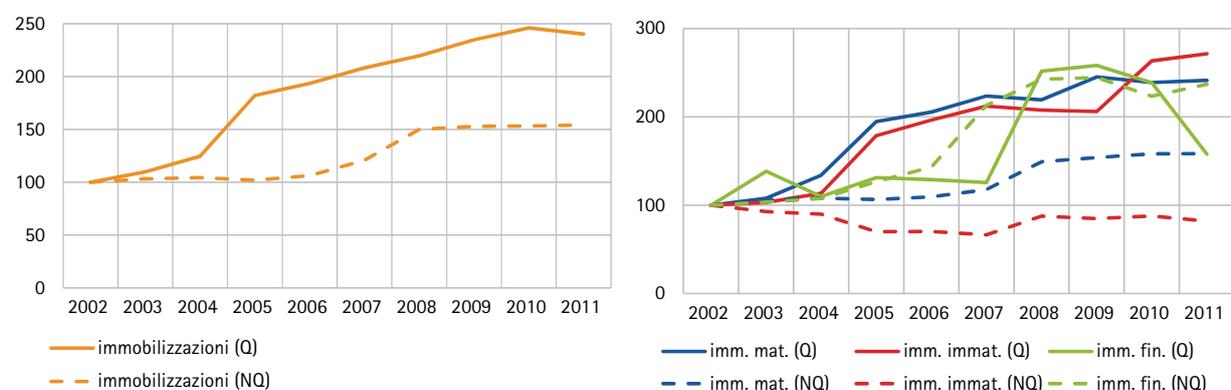
Figura 1 – Totale attivo, patrimonio netto e occupati
(2002=100)



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

Se si considerano le immobilizzazioni, il divario di crescita fra quotate e non quotate risulta ancora più ampio. Le immobilizzazioni complessive delle quotate sono cresciute di circa il 150%, contro il 50% delle non quotate (Figura 2). La stessa dinamica si rileva per la crescita delle immobilizzazioni materiali, mentre in parte simile risulta la dinamica delle immobilizzazioni finanziarie, sebbene a partire dal 2009 le società quotate abbiano smobilizzato attività finanziarie probabilmente per compensare il calo dell'autofinanziamento e della redditività (cfr. successiva Figura 4). La dinamica più marcatamente divergente si registra per le immobilizzazioni immateriali con l'indice che passa da 100 a 271 per le società quotate e subisce invece un significativo arretramento da 100 a 81 per le non quotate; tenuto conto che le immobilizzazioni immateriali si riferiscono a voci di costo intrinsecamente legate alla capacità di generare reddito in futuro (costi di impianto e di ampliamento, costi di ricerca e di sviluppo e di pubblicità, avviamento, diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, concessioni, licenze e diritti simili), una loro contrazione segnala un preoccupante restringimento delle prospettive reddituali delle imprese non quotate nel medio-lungo periodo.

Figura 2 – Crescita delle immobilizzazioni per un campione di società quotate e non quotate
(2002=100)

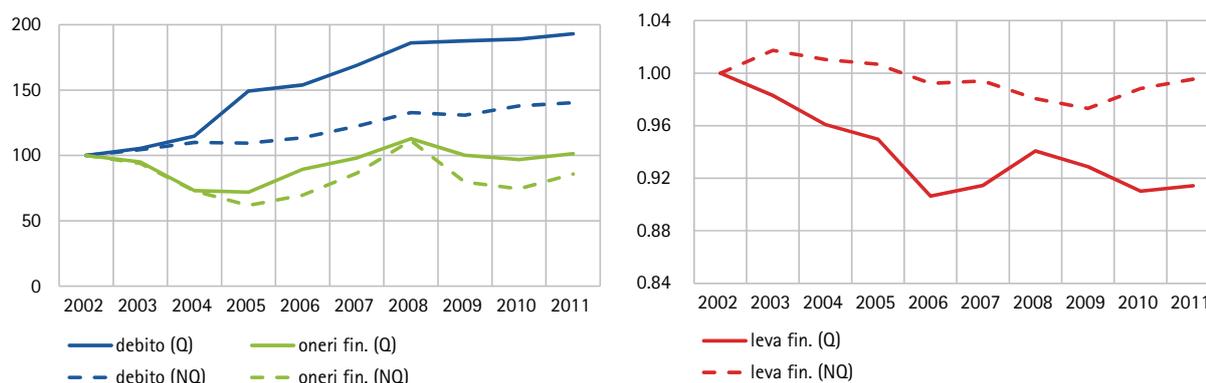


Q = società quotate; NQ = società non quotate.

La Figura 2 evidenzia, inoltre, che le società quotate hanno risentito meno della crisi finanziaria, perché hanno fatto registrare una crescita delle immobilizzazioni significativa anche dopo il 2007, mentre per le società non quotate le immobilizzazioni non sono più cresciute dopo il 2007 (*panel* di sinistra).

I dati sulla dinamica del debito evidenziano una maggiore capacità delle società quotate di accesso al credito bancario per finanziare gli investimenti, a conferma dei differenziali di crescita dell'attivo e delle immobilizzazioni documentati nelle precedenti Figure 1 e 2. Lo *stock* di debito delle quotate è raddoppiato nei dieci anni esaminati (da 100 a 193), mentre quello delle non quotate è cresciuto di meno del 50%. Tuttavia, la Figura 3 evidenzia come la leva finanziaria (debiti/totale attivo) delle società quotate si sia costantemente ridotta – ad eccezione della battuta d'arresto negli anni della crisi (2007-2008) – per portarsi a fine 2011 a livelli sensibilmente più contenuti rispetto al 2002 e ampiamente al di sotto della leva finanziaria delle imprese non quotate. Tale divaricazione nei sentieri di sviluppo della leva finanziaria è da ascrivere principalmente ai differenziali di crescita del totale attivo.

Figura 3 – Leva finanziaria e crescita del debito per un campione di società quotate e non quotate (2002=100)

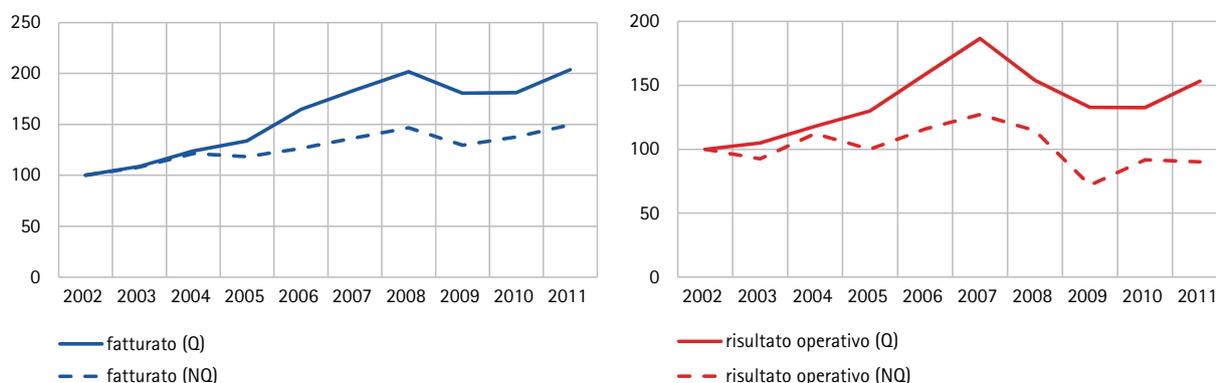


Q = società quotate; NQ = società non quotate. La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra debiti e totale attivo.

In definitiva, da queste evidenze descrittive emerge come nel periodo 2002-2011 le società quotate abbiano fatto registrare tassi di crescita molto più elevati rispetto alle non quotate in termini di investimenti e occupazione, essenzialmente grazie a una maggiore possibilità di accesso al capitale di debito e di rischio, e abbiano mantenuto allo stesso tempo una struttura finanziaria equilibrata, riducendo significativamente il grado di *leverage*.

Non sorprende, quindi, che le quotate abbiano conseguito un tasso di crescita del fatturato doppio rispetto alle non quotate (100% circa contro il 50% circa – Figura 4) e un tasso di crescita degli utili (risultato operativo) nettamente superiore in tutto il periodo considerato.

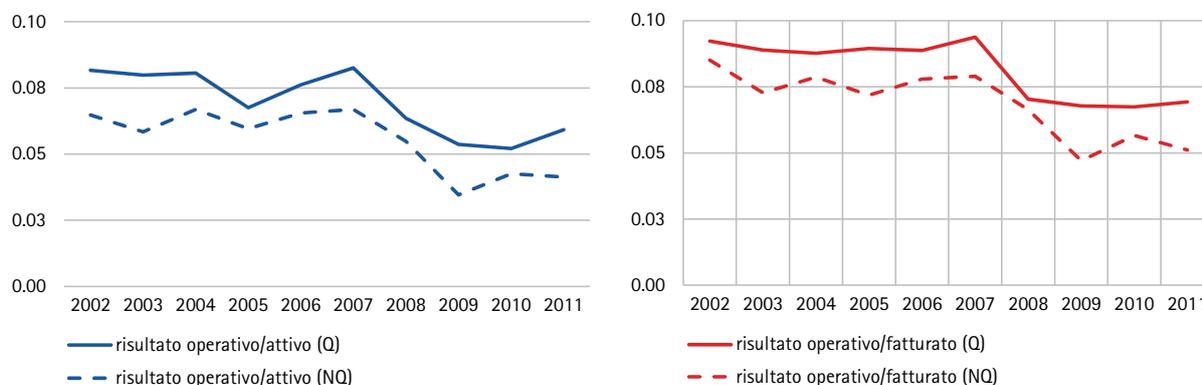
Figura 4 – Andamento del fatturato e del risultato operativo per un campione di società quotate e non quotate (2002=100)



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

Le società quotate, infine, mostrano una redditività e dei margini di profitto più elevati in tutto il periodo analizzato, come emerge dall'analisi del rapporto tra il risultato operativo e il totale attivo e il fatturato (Figura 5), con una minore sensibilità agli effetti della crisi finanziaria e alla recessione nel periodo post-2007. Il 2011 ha inoltre visto una leggera ripresa degli indicatori di redditività per le imprese quotate, mentre le non quotate sembrano ancora non aver raggiunto il punto di minimo, continuando in una modesta contrazione dopo il rimbalzo del 2010.

Figura 5 – Andamento della redditività per un campione di società quotate e non quotate



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

4 Gli effetti della quotazione in borsa sulla qualità degli utili

In questo paragrafo si analizzano le differenze nella qualità degli utili (*earnings quality*) tra società quotate e non quotate e verificheremo, empiricamente, l'esistenza di sistemi di incentivi differenziati per il *management* dei due sotto insiemi di imprese tali da determinare divergenze sistematiche in termini di qualità dei dati contabili comunicati all'esterno. La possibilità di incidere sulla qualità degli utili

potrebbe anche configurare un motivo a se stante in grado di spiegare la riluttanza delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali attraverso la quotazione in borsa.

Riquadro 2

*** *Earnings quality* ***

Gli *earnings* rientrano tra le voci contabili che rivestono una rilevanza maggiore ai fini della valutazione delle diverse opportunità di investimento. Questa è la ragione per cui *l'earnings quality analysis* alimenta un intenso dibattito, sia in dottrina che nella prassi, dovuto anche alla mancanza di univocità, sia per quanto concerne la definizione teorica sia con riguardo ai modelli di misurazione empirica.

È possibile rinvenire in letteratura numerose definizioni di *earnings quality* che differiscono le une dalle altre per via della prospettiva adottata.

Dechow e Schrand (2004) adottano la prospettiva degli analisti e, perciò, definiscono la qualità degli utili come la capacità di riflettere la *performance* operativa corrente, essere un buon indicatore di quella futura ed essere un'utile misura di sintesi per la valutazione di una società.

Schipper e Vincent (2003) definiscono *l'earnings quality* come il livello con cui gli utili risultanti dal bilancio riflettono fedelmente l'invisibile *benchmark* del reddito economico Hicksiano. Si tratta in sostanza della capacità degli *earnings* di riflettere fedelmente la realtà sottostante.

Esiste inoltre la prospettiva della *decision usefulness* che è quella privilegiata sia dal *framework* dello International Accounting Standard Board (IASB, 1989), che dallo Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 2 (FASB, 1980). Secondo quest'ultimo infatti sono le caratteristiche di rilevanza, affidabilità e comparabilità quelle imprescindibili nell'informativa ai fini del processo decisionale degli utilizzatori del bilancio.

Dechow e Dichev (2002) considerano invece *l'earnings quality* dal punto di vista della qualità della stima degli *accruals*, con particolare attenzione a quelli ritenuti anomali. Gli *accruals* sono difatti considerati i valori contabili più agevolmente manipolabili dal *management* e conseguentemente sono anche dei buoni indicatori del grado di arbitrarietà esercitato nella formazione dei dati di bilancio. Se usati correttamente gli *accruals* hanno il compito di traslare nel tempo il riconoscimento dei flussi di cassa, in modo che il valore risultante (*earnings*) rappresenti meglio la *performance* economica dell'impresa. Essi sono prevalentemente basati su stime e congetture che, se errati, possono comportare una rettifica dei futuri *accruals* e quindi degli *earnings*. Si può affermare perciò che l'andamento dell'ammontare delle rettifiche degli *accruals* e *l'earnings quality* sono collegati da una relazione proporzionalmente inversa.

Qualunque sia la definizione adottata, tutte portano ad affermare che a un livello di *earnings management* elevato corrisponde una minore qualità degli *earnings*.

Tre le caratteristiche dell'azienda ritenute comunemente in grado di determinare la qualità degli utili, vi sono: la *performance*, il livello di indebitamento e le dimensioni aziendali.

Alcuni studi evidenziano che le scarse *performance* possono creare incentivi all'*earnings management* (DeFond e Park, 1997; Doyle *et al.*, 2007). Il consenso però non è unanime in quanto altri studi mostrano che una debole *performance* non incentiva le aziende a rilevare opportunisticamente svalutazioni e limita lo spazio per le manipolazioni (Francis *et al.*, 1996).

L'indebitamento viene generalmente considerato come un fattore che può diminuire sensibilmente la qualità degli utili, soprattutto per il timore di violare *covenant* contrattuali sul debito (Watts e Zimmerman, 1968).

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

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

La qualità degli utili influenza anche il costo del capitale. La ricerca empirica è concorde nel mostrare come utili di maggior qualità – caratterizzati da una maggior persistenza o da un minor grado di *smoothness* – siano associati a un più basso costo del capitale sia in termini di interessi su obbligazioni che di miglior *rating* (Francis *et al.*, 2004).

Nella prospettiva di *policy* che qui maggiormente rileva ci si chiede infine se la qualità degli utili possa influenzare le attività reali. Un reddito di qualità dovrebbe infatti ridurre l'asimmetria informativa e migliorare l'allocazione dei capitali, incrementando in ultima analisi l'efficienza degli investimenti (Biddle *et al.*, 2009). In conclusione, dunque, una bassa qualità degli utili porterebbe a scelte di investimento inefficienti.

La qualità dei dati contabili dipende sia da fattori di domanda – presenza diffusa di investitori professionali che necessitano di informazioni affidabili per orientare le scelte di investimento – sia dal *set* di incentivi del *management* aziendale nel fornire una rappresentazione contabile che rifletta adeguatamente la realtà gestionale sottostante. Sia i fattori di domanda che i vincoli di incentivi del *management* sono a loro volta influenzati dall'assetto proprietario dell'azienda e, in modo particolare, dallo *status* di impresa quotata o meno.

Tale paradigma teorico non offre predizioni univoche se applicato alla classica dicotomia imprese quotate/non-quotate. Da un lato deve infatti osservarsi che le imprese quotate fronteggiano una più consistente domanda di qualità dei dati contabili in quanto tale informazione è quella contrattualmente più importante per gli azionisti. Inoltre, le imprese quotate hanno anche un incentivo maggiore ad aumentare la trasparenza informativa per ridurre il rischio di contenziosi legali (Skinner, 1997) e ridurre il costo dell'*equity*. Sulla base di tali considerazioni si dovrebbe ritenere che le imprese quotate fronteggiano naturalmente una più pressante domanda di affidabilità e trasparenza nelle informazioni contabili e pertanto dovrebbero caratterizzarsi per una miglior qualità degli utili (*better earnings quality*).

D'altro canto, occorre tener conto che il *management* delle imprese quotate è sottoposto a una continua pressione esercitata dal mercato per raggiungere determinati *benchmark* in termini di *performance*. Ad esempio, i *manager* sono incentivati a raggiungere le previsioni degli analisti (DeGeorge *et al.*, 1999; Bartov *et al.*, 2002), preferiscono evitare di comunicare delle perdite (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997) o un calo degli utili (Barth *et al.*, 1999). Inoltre, i *manager* delle imprese quotate potrebbero anche avere un autonomo incentivo a manipolare i risultati contabili in tutti i casi nei quali lo schema di remunerazione prevede un legame con la *performance* di mercato delle azioni (*stock-based compensation*).

Viceversa i *manager* delle società non quotate sono meno esposti alla disciplina di mercato nel rendere noti i risultati della gestione e sono immuni dagli intrinseci vincoli di incentivo che derivano dai piani di remunerazione legati alle *performance* azionarie. In aggiunta, considerato che le aziende non quotate hanno generalmente un assetto proprietario più concentrato, gli azionisti di controllo sono soggetti a minori asimmetrie informative nel monitoraggio delle condotte manageriali (*scrutiny power*) e ciò riduce, di conseguenza, gli spazi di manovra di questi ultimi per le pratiche manipolative dei dati contabili (Beatty *et al.*, 2002; Penno e Simon, 1986).

Se a prevalere siano i fattori di domanda (*demand side hypothesis*) o gli incentivi del *management* (*opportunistic behavior hypothesis*) è una questione che va risolta empiricamente e costituisce l'oggetto di questa sezione nella quale indagheremo, pertanto, se esistano differenze statisticamente rilevanti tra le imprese quotate e non quotate in termini di qualità dei dati contabili: ossia quella che viene comunemente definita *earnings quality*.

Da un punto di vista empirico, l'analisi dell'*earnings quality* si basa sull'ipotesi che la "qualità" degli utili sia legata alla loro persistenza e stabilità nel tempo (Penman e Zang, 2002 e Richardson *et al.*, 2005). Se infatti nel breve periodo non è possibile stabilire con certezza l'intento manipolativo di talune raffigurazioni contabili – sulla base di semplici anomalie nelle ricorrenze di alcuni fenomeni o sulla scorta di mere correlazioni tra determinate voci contabili – nel medio-lungo termine è possibile valutare con una certa affidabilità la qualità degli utili di una data azienda e di conseguenza il valore informativo dei dati finanziari per l'investitore.

La teoria economica ha individuato quattro approcci metodologici per la stima della qualità dei dati contabili (*earnings quality*):

- i. Misurazione delle anomalie nella distribuzione dei risultati contabili;
- ii. Persistenza degli *accruals* (*accrual persistence*);
- iii. Stima degli errori degli *accruals* (*accruals estimation error*);
- iv. Conservatorismo (*conservatism*).

4.1 Misurazione delle anomalie nella distribuzione dei risultati contabili

Non esistono tecniche in grado di determinare in modo univoco se i dati contabili siano oggetto di manipolazione, l'intensità del fenomeno può anche essere molto bassa e alcuni indizi isolati potrebbero non essere sufficienti a escludere l'ipotesi di un intervento dichiaratamente manipolativo da parte del *management*. Pertanto tutte le tecniche di analisi si basano sullo studio dell'evoluzione temporale dei risultati contabili, in ragione del presupposto che alcune sistematiche anomalie statistiche sono difficilmente riconducibili a fenomeni casuali.

Una prima tecnica si basa sullo studio di concentrazioni anomale di risultati contabili appena sopra determinati soglie (Degeorge *et al.*, 1999). Ad esempio, una concentrazione della distribuzione di frequenza dei risultati contabili su valori prossimi allo zero, ma positivi, potrebbe essere un indizio in favore di interventi manipolativi tesi a evitare di comunicare perdite al mercato. Lo stesso vale nel caso di una eccessiva ripetizione di tassi di crescita troppo simili tra periodi di riferimento consecutivi, anche in questo caso potrebbe aver agito la motivazione a non deludere le aspettative del mercato.

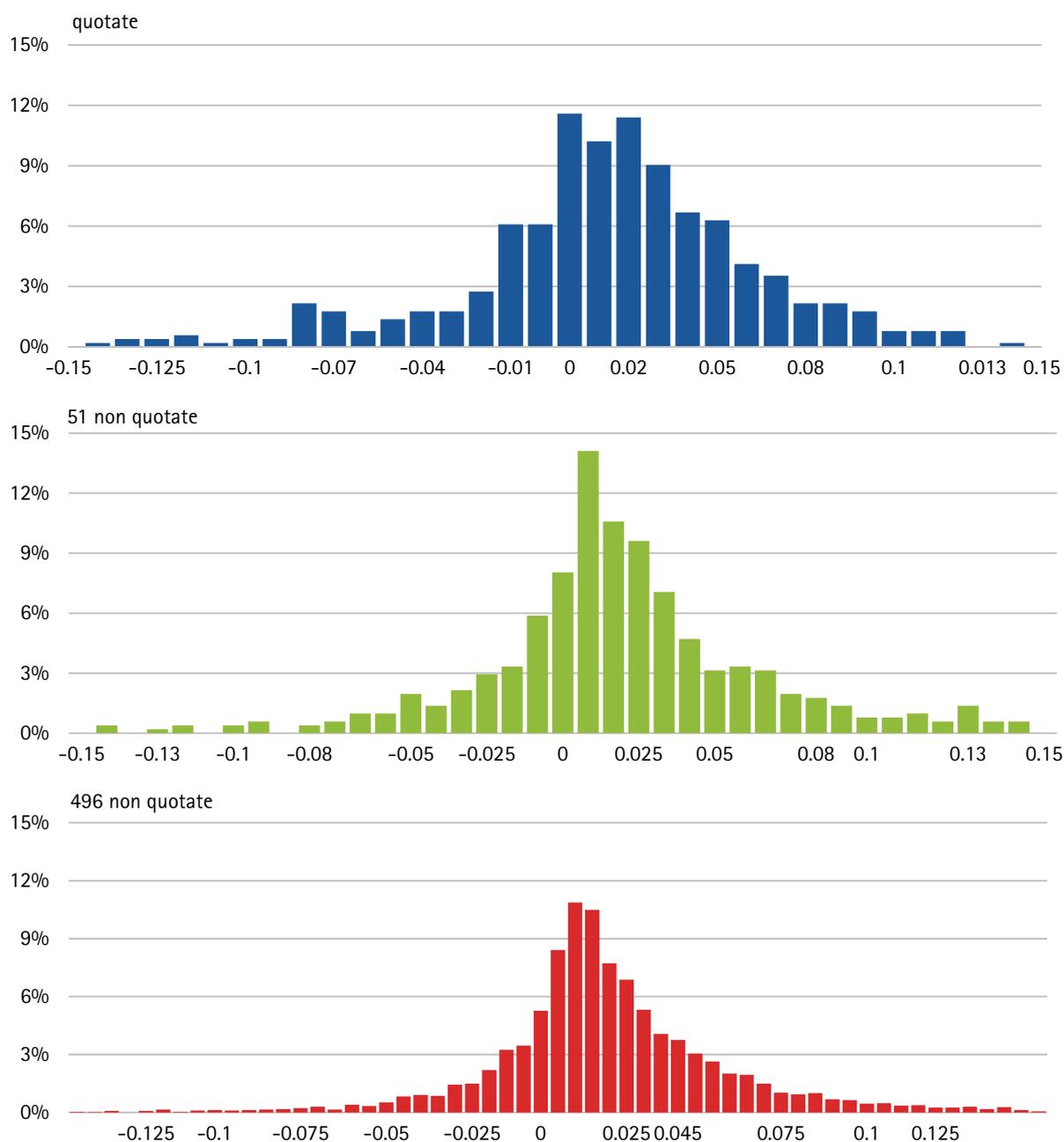
Pertanto, si propenderà per l'ipotesi di *earnings management* ogni qual volta la frequenza relativa osservata, per determinati risultati contabili, risulta essere significativamente diversa dal valore atteso sulla base delle ipotesi circa la distribuzione teorica dei risultati contabili (Burgstahler e Dichev, 1997).

Si farà ricorso a molteplici tecniche di misurazione del fenomeno di *earnings management* proprio per ovviare al basso intervallo di confidenza che connota la semplice osservazione delle discontinuità delle distribuzioni di frequenza (Beaver *et al.*, 2007; Durtschi e Easton, 2005; Dechow *et al.*, 2003).

Evidenze preliminari circa l'utilizzo di pratiche di *earnings management* volte a evitare di contabilizzare piccole perdite e mostrare un utile positivo si possono ottenere utilizzando l'approccio prima illustrato di Burgstahler e Dichev (1997), basato sull'analisi della distribuzione di frequenza dei profitti.

L'analisi della distribuzione di frequenza del rapporto tra profitti e totale attivo è chiaramente asimmetrica attorno allo zero sia per le 51 società quotate che per il *matched sample* delle 51 non quotate. La discontinuità attorno allo zero è poi confermata anche per le 496 imprese non quotate (Figura 6).

Figura 6 – Distribuzione di frequenza del rapporto utili/totale attivo per un campione di società quotate e non quotate



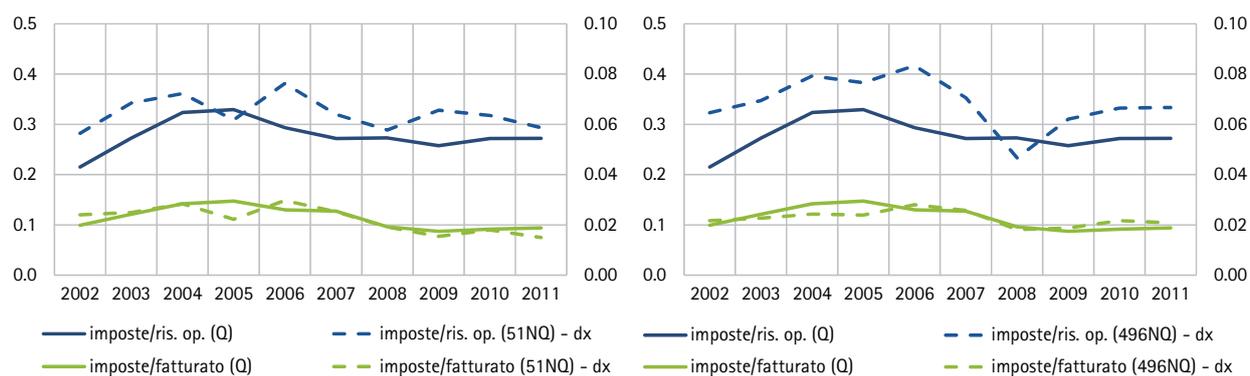
I risultati mostrano infatti un addensamento anomalo dei piccoli profitti sia nell'analisi a numerosità ridotta (*matched sample* 51 quotate e 51 non quotate) sia nella versione completa con 496 imprese; il salto nella frequenza relativa del rapporto tra profitti e totale attivi rappresenta un chiaro indizio di *earnings management*.

Seguendo il citato lavoro di Pagano *et al.* (1999), vengono poi fornite alcune evidenze descrittive circa la possibilità che le società non quotate sfruttino più ampie

possibilità di ridurre o differire il carico fiscale, che potrebbero in ultima analisi essere un primo segnale di fenomeni di *earnings management*.

La Figura 7 mostra l'andamento del rapporto imposte/reddito operativo e imposte/fatturato per imprese del *matched sample* esaminato nel paragrafo precedente e per l'insieme più ampio delle 496 società non quotate (*panel* di destra). È evidente come non vi sia alcuna significativa differenza del carico fiscale fra quotate e non quotate, anzi il rapporto imposte/risultato operativo risulta sensibilmente più elevato per le non quotate. Sebbene questi dati non siano sufficienti a escludere l'esistenza di fenomeni di *earnings management*, essi evidenziano come non vi siano prove chiare dell'esistenza di incentivi diversi fra imprese quotate e non quotate a utilizzare eventuali margini di flessibilità consentiti dalle regole contabili per ridurre o differire il carico fiscale. Pertanto sulla scorta delle evidenze empiriche del nostro campione sembra si possa escludere il beneficio fiscale quale possibile driver che spinge razionalmente il management delle medie imprese italiane ad astenersi dall'accesso diretto al mercato dei capitali.

Figura 7 – Rapporto imposte/risultato operativo e imposte/fatturato per un campione di società quotate e non quotate



Q = società quotate; NQ = società non quotate.

4.2 Accrual persistence

Richardson (2005) e Sloan (1996) hanno ipotizzato che un metodo per indagare la qualità dei risultati contabili comunicati all'esterno – e quindi la presenza o meno di pratiche manipolative di *earnings management* – consista nello studiare l'affidabilità dal valore predittivo degli *accruals* sugli utili di impresa rispetto alle voci tangibili dei risultati di gestione rappresentate dal *cash flow*.

Secondo le norme contabili internazionali (IAS) gli utili sono composti da una parte *cash*, ossia quanto effettivamente entra ed esce con le operazioni aziendali nel periodo preso in considerazione, e da una parte non *cash* [equazione 1]. La componente non *cash*, definita anche *accruals*, comprende i costi e i ricavi che hanno avuto luogo in un certo periodo ma che non hanno generato un'entrata o un'uscita di risorse monetarie nello stesso periodo. Calcolare gli *accruals* e inserirli nel conteggio

degli utili che verranno poi comunicati alla comunità finanziaria ha l'obiettivo di rendere gli utili un indicatore più verosimile del reale andamento della gestione economica rispetto alla semplice rappresentazione dei flussi di cassa. Proprio per questo motivo l'informazione contenuta negli *accruals*, relativa ai benefici e agli obblighi futuri attesi, è ritenuta rilevante dai destinatari dell'informazione contabile; tuttavia, tale componente è pure considerata meno attendibile rispetto alle informazioni relative ai meri flussi finanziari sottostanti i fenomeni economici. Gli *accruals* sono pertanto quell'insieme di aggiustamenti contabili che servono per ricondurre le manifestazioni monetarie della gestione aziendale (entrate e uscita) alla loro dimensione economica (costi e ricavi).

$$E_t = CF_t + Accruals_t \quad [1]$$

Riquadro 3

*** *Accruals* ***

Gli *accruals* prendono il nome dalle differenze in alcune voci di bilancio che scaturiscono dalla sovrapposizione del *cash-based accounting* versus l'*accrual-based accounting*. Mentre il *cash-based accounting* registra solo ed esclusivamente le entrate e uscite di cassa (ossia i flussi che alimentano il rendiconto finanziario con metodo diretto), attraverso l'*accrual accounting* – e il suo "*matching principle*" in particolare – si possono creare differenze tra il conto economico e il rendiconto finanziario, che portano a loro volta all'iscrizione di voci temporanee nello stato patrimoniale. Queste differenze possono scaturire da capitalizzazione dei costi, valutazioni soggettive del circolante (con particolare riferimento alle rimanenze), differenze tra imposte effettivamente pagate e quelle registrate a conto economico, etc. Tutte queste pratiche contabili e valutazioni soggettive portano alla creazione di *assets* e *liabilities* (a breve termine) e a differenze tra l'utile netto e i rispettivi *cash flows*.

Da un punto di vista formale il modello più diffuso di misurazione degli *accruals* si basa sulle variazioni delle componenti del capitale circolante e l'incidenza degli ammortamenti e delle ulteriori eventuali svalutazioni operate nel corso dell'esercizio. Maggiore è l'incremento di capitale circolante non monetario – calcolato sottraendo all'attivo corrente le disponibilità liquide ($\Delta Current Assets - \Delta cash$) e al passivo corrente i debiti a breve legati a operazioni di gestione non caratteristica e le imposte dovute sul reddito ($\Delta Current Liabilities - \Delta STD - \Delta Taxes Payable$), al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni – maggiore sarà l'incidenza degli *accruals* sul risultato d'esercizio.

In base a tale modello, gli *accruals* possono essere calcolati nei seguenti modi:

$$Accruals = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - DEP$$

oppure

$$\text{Accruals} = (\Delta \text{ crediti} + \Delta \text{ rimanenze} + \Delta \text{ debiti} + \Delta \text{ debiti tributari} + \Delta \text{ altre attività correnti} + \text{DEP})$$

dove:

CA = *current assets*

STD = *short term debt*

DEP = ammortamenti e svalutazioni

CL = *current liabilities*

TP = *taxes payable*

Tuttavia, la forma più semplice per calcolare gli *accruals* esclude gli *accruals* derivanti da attività di finanziamento (ossia la sezione "*financing*" del rendiconto finanziario) e di conseguenza si può utilizzare la formula ridotta proposta da Richardson *et al.* (2005):

$$\text{Accruals} = \text{Utile Netto} - \text{Free Cash Flow}$$

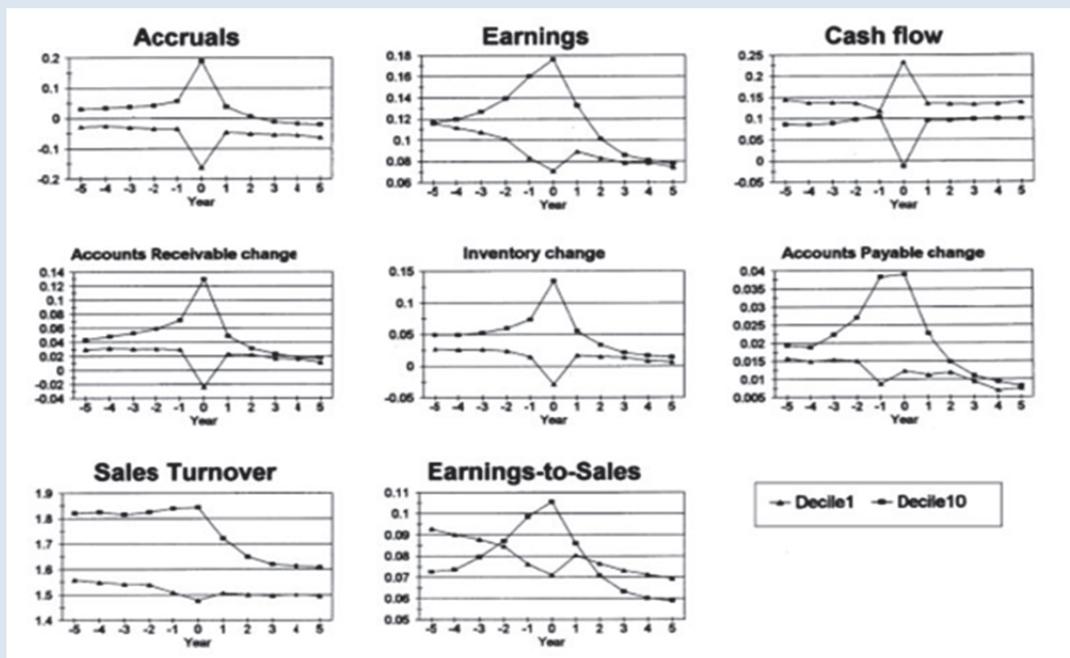
Sostanzialmente gli *accruals* sono una misura di qualità dell'utile. Più gli *accruals* sono vicini allo zero (se non negativi), più la qualità degli utili è alta. Infatti, un flusso di cassa relativamente alto (rispetto ai ricavi e all'utile netto) è in genere sinonimo di una società sana e dalla forte *performance* operativa. È stato dimostrato da diverse ricerche che più la differenza – tra flussi di cassa e utile netto – diviene marcata, più la *performance* operativa della società con alti livelli di *accruals* sarà inferiore a quella con bassi livelli di *accruals* e soprattutto anche la *performance* azionaria mostrerà rendimenti significativamente maggiori nei casi di un ridotto *gap* tra *cash flow* e ricavi (Penman and Zhang, 1999).

Il grafico (Fig. B1) mostra l'andamento di alcune voci di bilancio per il primo decile di *accruals* (ovvero gli *accruals* più bassi e quindi maggiore qualità degli *earnings*) e l'ultimo decile degli *accruals* (ovvero *accruals* molto elevati e bassa qualità degli *earnings*). Gli aspetti più interessanti da sottolineare sono la crescita quasi esponenziale del capitale circolante prima dell'anno zero per i titoli nell'ultimo decile, a sottolineare il fatto che le società con bassa qualità degli *earnings* stanno probabilmente sopravvalutando i ricavi e sottovalutando i costi e soprattutto il forte declino degli *earnings* delle società con alti *accruals* immediatamente dopo l'anno zero.

Durante il *run-up* di un titolo – ossia prima che gli *accruals* diventino insostenibili, l'anno zero del grafico – la *performance* dei titoli che hanno elevati *accruals* può essere particolarmente positiva (probabilmente perché il mercato crede che sia sostenibile e i flussi di cassa si allineeranno agli utili), quando invece gli operatori si accorgono che l'utile non è "*backed*" dai flussi di cassa, la sotto-*performance* in termini sia operativi che di rendimento del titolo diviene molto evidente.

Uno degli indizi delle possibili finalità manipolative degli *accruals* si può ricavare dall'analisi dell'andamento dei rendimenti di mercato dei titoli emessi da società che si caratterizzano per una marcata differenza in tema di politiche di bilancio. Numerosi studi hanno classificato le imprese in base al loro maggior o minor ricorso agli *accruals* e hanno verificato se a tali differenze corrispondano anche sistematiche differenze in termini di rendimento dei rispettivi titoli (Penman and Zhang, 2002).

Fig. B1 – Distribuzione degli *accruals* e principali indicatori di bilancio



Fonte: Konan Chan et al. (2006), *Earnings Quality and Stock Returns*, The Journal of Business, Vol. 79, No. 3.

Nella tabella che segue (Tabella B1) le imprese del campione sono state ordinate in base al percentile della distribuzione nel ricorso agli *accruals*, quelle con il più basso livello dell'indice *Q* si caratterizzano per collocarsi al novantesimo percentile della distribuzione (valori molto alti degli *accruals*), quelle con valori alti dell'indice *Q* sperimentano valori contenuti degli *accruals*. Si vede chiaramente che i titoli delle società con *accruals* alti (*lowest Q*) registrano *performance* di mercato sensibilmente superiori a quelle dei titoli emessi da imprese appartenenti al gruppo con bassi *accruals* (26.67 vs 18.25). Tale *performance* non appare però sostenibile nel lungo periodo e infatti a partire dall'anno 0 vi è una violenta correzione dei corsi azionari che porta il mercato a rivedere pesantemente il giudizio sui due sotto-campioni di imprese quotate: nell'anno 1 infatti quelle che prima performavano meglio sono scivolte a un rendimento del 17.03, mentre le società caratterizzate da bassi *accruals* (e quindi *earnings* più allineati ai flussi reali di *cash flow*) balzano al 26.06.

Una tale dinamica è rivelatrice di una componente manipolativa non trascurabile nel ricorso agli *accruals*: fino a un certo punto le imprese possono "illudere" il mercato contabilizzando utili non sufficientemente supportati da *cash flow*, quando però il mercato "scopre" che tale *gap* non è sostenibile nel lungo periodo reagisce con una pesante correzione delle aspettative.

In ultimo è stato autorevolmente studiato il legame tra l'andamento nel tempo del volume degli *accruals* e le azioni di vigilanza intraprese dalla SEC per un campione molto ampio di società quotate statunitensi. L'assunto implicito della ricerca è che volumi crescenti nel livello degli *accruals* possano essere indizi di anomalie nella rappresentazione dei dati contabili e quindi richiedere azioni di vigilanza da parte dell'autorità di controllo preposta. La Figura B2 sembra confermare quest'ipotesi: gli

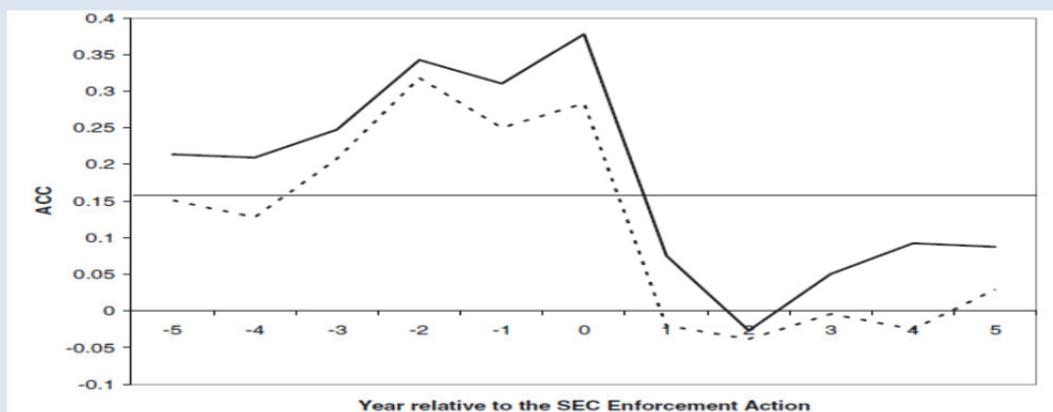
accruals raggiungono il loro picco massimo (30-35 per cento) nei due anni che precedono l'intervento di vigilanza da parte della SEC, per poi annullarsi quasi completamente entro il primo anno successivo all'azione di *enforcement*.

Tabella B1 – Distribuzione degli *accruals* e *performance* di mercato

Mean Percentage Annual Stock Returns for Portfolios Formed on Q-Scores 1976–1995*								
Q Portfolios	Year Relative to Year Q-Score Is Calculated (Year 0)							
	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Panel A: Raw Returns								
Lowest Q	26.67	28.19	26.39	17.03	22.51	20.81	22.58	19.12
2	21.27	22.25	19.51	19.02	20.36	21.20	18.70	17.15
3	22.56	20.75	21.16	21.39	20.90	20.68	18.94	20.26
4	23.25	24.39	21.01	19.63	22.85	20.35	24.13	18.21
5	21.30	23.44	19.81	20.87	21.73	20.75	22.19	17.52
6	20.87	22.37	19.56	20.97	20.94	20.15	21.44	19.80
7	20.32	21.58	20.15	22.64	21.47	20.77	20.55	18.24
8	20.57	22.39	21.20	21.19	21.05	21.41	19.39	17.84
9	19.66	18.50	21.94	21.20	21.64	19.84	19.70	18.88
Highest Q	18.25	20.64	23.33	26.06	23.53	22.78	22.12	20.93
High – Low	-8.41	-7.55	-3.06	9.03	1.02	1.98	-0.46	1.80
Significance	0.000	0.000	0.013	0.000	0.265	0.091	0.616	0.136

Fonte: Penman e Zhang, "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns", The Accounting Review, Vol. 77, No. 2.

Fig. B2 – *Accruals* aggregati e intervento di vigilanza della SEC



Fonte: Richardson, Sloan, Soliman e Tuna (2006).

La letteratura economica sull'*earnings management* ha dato ampio risalto al ruolo degli *accruals*, dato che – non essendo quantificabili con tecniche oggettivamente neutre – rappresentano potenzialmente proprio la parte più facilmente manipolabile dei bilanci.

Al fine di testare questa ipotesi, si farà ricorso ai modelli in cui l'utile (in particolare, il reddito operativo) è messo in relazione con il *cash flow* (CF) e gli *accruals* (ACC) dell'esercizio precedente (Givoly *et al.*, 2010; Dechow e Dichev, 2002) secondo la seguente formulazione:

$$OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t-1} + \alpha_2 ACC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

dove OI è il reddito operativo. La migliore qualità degli utili – e quindi una minore presenza di fenomeni di *earnings management* – sarebbe segnalata da una maggiore significatività dei coefficienti α_1 e α_2 , nel senso che più è elevata la relazione causale fra l'utile corrente e gli *accruals* e i *cash flow* del periodo precedente più è probabile che gli utili siano persistenti e dunque di "qualità" elevata¹⁵.

Se il ricorso agli *accruals* è giustificato prevalentemente da motivazioni manipolative allora un test *F* sull'uguaglianza dei parametri dovrebbe essere rifiutato e dovremmo avere che $\alpha_1 > \alpha_2$; ossia la componente degli *accruals* determina una minore persistenza dell'utile in quanto il valore passato degli *accruals* è scarsamente predittivo del valore attuale degli utili, a differenze del *cash flow* – che essendo intrinsecamente meno suscettibile di pratiche manipolative – ha un nesso causale più forte con gli utili prospettici. La logica sottesa all'esercizio econometrico è sempre la stessa: se gli *accruals* rispecchiano fedelmente il dispiegarsi dello sfasamento temporale tra fenomeni economici e flussi monetari, allora la loro manifestazione nel tempo ($ACCR_{i,t-1}$) deve trovare conferma nel valore del reddito operativo ($OI_{i,t}$); viceversa, se risentono di logiche prevalentemente di "*window dressing*", mostreranno un legame piuttosto labile con il reddito operativo (ridotta significatività del parametro α_2).

Dal nostro punto di vista ciò che rileva non è tanto la differenza in valore assoluto tra i coefficienti degli *accruals* e del *cash flow*, quanto il differenziale tra tali parametri nei due sotto campioni di imprese quotate e non quotate. Un differenza statisticamente significativa tra il valore del coefficiente α_2^L riferito alle società quotate e quello ottenuto per il sotto campione di società non quotate α_2^P fornisce un chiaro indizio a favore dell'ipotesi che gli *accruals* rispondano a modelli comportamentali diversi a seconda che il *management* operi in una società quotata o a controllo privato e sono pertanto soggetti a torsioni differenziate in ragione dell'assetto istituzionale e di *governance* dell'impresa di riferimento.

Nella nostra analisi utilizzeremo l'approccio appena descritto, sebbene, alla luce delle limitazioni del *dataset* disponibile, i *cash flow* sono stati stimati come differenza fra il reddito operativo e gli *accruals* (Healy, 1985). Inoltre, seguendo la letteratura (Givoly *et al.*, 2010) gli *accruals* sono calcolati come variazione dei *net operating asset* (NOA) fra due esercizi consecutivi¹⁶. Nei modelli che pongono in

15 Per "qualità" elevata deve intendersi, come detto, un maggior contenuto informativo dei dati contabili per effetto della minor presenza di componenti distorsive/manipolative.

16 Alla luce delle limitazioni dei dati disponibili il NOA a sua volta è approssimato dalla relazione Patrimonio Netto + Debiti – Immobilizzazione Finanziarie. La formula *standard* del NOA è Total Equity + Total Debt – Cash – Short Term Investment. Nel nostro approccio si è tenuto conto delle elevate immobilizzazioni finanziarie per catturare la quota dell'attivo non legata alle attività operative, mentre non si dispone del dato sulla liquidità a breve.

relazione risultati di esercizio, *accruals* e *cash flow*, le variabili sono standardizzate per il NOA (o per il totale attivo) dell'esercizio precedente.

In questo modo è possibile mostrare che l'equazione [2] diventa:

$$OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OI_{i,t-1} + \alpha_2^* ACC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad [3]$$

dove ($\alpha_2^* = \alpha_2 - \alpha_1$) dell'equazione [2].

Il modello è stato stimato anche ipotizzando che il fatturato possa essere una *proxy* accurata del *cash flow* (nel senso che le due variabili possano avere un elevato grado di correlazione) utilizzando la seguente formulazione¹⁷:

$$OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FATT_{i,t-1} + \alpha_2 ACC_{i,t-1} + u_{i,t} \quad [4]$$

Come accennato, l'analisi dei coefficienti α_1 e α_2 nell'equazione [4] consente di stimare la persistenza degli *accruals*, ossia la loro capacità di generare un effetto causale affidabile e stabile sulla realizzazione degli utili futuri. Per differenziare i risultati tra imprese quotate e non quotate i modelli in equazione [3] e [4] sono stati stimati (i) separatamente per i diversi sotto campioni di imprese e (ii) con l'aggiunta di una *dummy* moltiplicativa per intercettare l'effetto incrementale della significatività degli *accruals* per le società non quotate ($D_{(private)}$).

$$OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OI_{i,t-1} + \alpha_1^P D_{(private)} OI_{i,t-1} + \alpha_2^* ACC_{i,t-1} + \alpha_2^{*P} D_{(private)} ACC_{i,t-1} + \alpha_3 PRIVATE + u_{i,t} \quad [5]$$

$$OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FATT_{i,t-1} + \alpha_1^P D_{(private)} FATT_{i,t-1} + \alpha_2 ACC_{i,t-1} + \alpha_2^P D_{(private)} ACC_{i,t-1} + \alpha_3 PRIVATE + u_{i,t} \quad [6]$$

Nella Tabella 3 sono illustrati i risultati dell'equazione [3] stimata per i due sotto-campioni di imprese quotate e non quotate. Secondo le ipotesi teoriche del modello centrato sulla persistenza degli *accruals*, un legame forte e stabile tra il valore degli *accruals* registrato al tempo $t-1$ e la realizzazione corrente del reddito operativo (OI_{it}) è un indizio dell'assenza di fenomeni di *earnings management*, in quanto gli aggiustamenti contabili operati dal *management* trovano una loro concretizzazione nel risultato gestionale del periodo successivo. Al contrario, la debolezza del legame suddetto si spiega con le finalità potenzialmente manipolative degli

17 L'inclusione del fatturato nella regressione (4) consente di evitare la stima di *panel* dinamici dell'equazione (3) (Arellano e Bond, 1991).

accruals, che pertanto non si riflettono stabilmente nel risultato economico dell'entità oggetto di osservazione.

Tabella 3 – *Accrual Persistence* per i due sotto-campioni di imprese [Eq. 3]

	listed companies			not listed companies		
	scaled NOA	scaled ATT	levels	scaled NOA	scaled ATT	levels
α_1	0,762***	0,714***	0,397***	0,651***	0,507***	0,279***
α_2^*	-0,042***	-0,034**	0,019***	-0,062***	-0,043***	-0,007***
α_2	0,720	0,680	0,416	0,589	0,464	0,272
$\alpha_1+\alpha_2$	1,482	1,394	0,813	1,24	0,971	0,551

Stimatore Arellano e Bond (1991) per panel dinamici. (***), (**), (*), significatività all'1%, 5% e 10%. Equazione stimata in livelli e normalizzata per NOA e totale attivo.

La somma dei parametri α_1 e α_2 risulta sempre maggiore per le imprese quotate rispetto alle non quotate. Nel modello in livelli la somma dei parametri del *cash flow* e degli *accruals* per le quotate è pari a 0,813 rispetto a 0,551 per le società non quotate. Analoghi risultati si ottengono stimando il modello normalizzato per il valore ritardato di NOA e totale attivo (ATT).

È interessante notare come la differenza nella capacità esplicativa della somma dei parametri sia da attribuire al diverso valore che assume il parametro α_2 in tutte le diverse specificazioni del modello descritto in equazione [3]. Difatti, i risultati non mostrano una generica maggior qualità degli utili per le società quotate in ragione di un indistinto legame con le voci contabili che contribuiscono a determinarlo (*cash flow* e *accruals*, come descritto nell'equazione 1), ma vi è un non trascurabile effetto idiosincratico attribuibile proprio al fatto che gli *accruals* si riflettono sul reddito operativo con una intensità statisticamente diversa tra società quotate e non quotate¹⁸.

L'equazione [4] ci consente di verificare se i risultati non siano stati condizionati dalla scelta della *proxy* per il *cash flow*. Anche con l'utilizzo del fatturato le stime confermano una persistenza degli *accruals* maggiore per il sotto-campione di società quotate.

I risultati mostrano che anche quando il *cash flow* viene misurato dal fatturato la persistenza degli *accruals* è più marcata per le società quotate rispetto alle non quotate (Tabella 4). La somma dei coefficienti α_1 e α_2 è infatti maggiore per le imprese quotate sia nel caso di stimatori normalizzati per il totale attivo (-0,005 per le quotate e -0,038 per le non quotate) sia nel caso di stime in livelli (0,041 per le quotate a fronte di -0,051 per le *private*). Nell'unico caso in cui questa condizione non è verificata – variabili normalizzate per il NOA – sembra comunque chiaro che il contributo marginale degli *accruals* sulla qualità degli utili è significativamente maggiore per le società quotate (-0,026 vs -0,075).

18 α_2 è sempre significativamente maggiore per le società quotate.

Tabella 4 – *Accrual Persistence* per i due sotto-campioni di imprese [Eq. 4]

	listed companies			not listed companies		
	scaled NOA	scaled ATT	levels	scaled NOA	scaled ATT	levels
α_1	0,104	0,023*	0,041***	0,052***	0,026	-0,072***
α_2	-0,026**	-0,028**	0,009	-0,075***	-0,038**	0,021*
$\alpha_1+\alpha_2$	-0,026	-0,005	0,041	-0,023	-0,038	-0,051

Test di Hausman per la scelta dello stimatore *fixed effect* per modelli panel. (***), (**), (*), significatività all' 1%, 5% e 10%. Equazione stimata in livelli e normalizzata per NOA e totale attivo.

Una ulteriore conferma sulla differenza in termini di *earnings quality* tra società quotate e non quotate si ricava dai risultati delle stime delle equazioni [5] e [6] che vengono stimate per l'intero campione e contengono una *dummy* moltiplicativa (α_2^{*P} e α_2^P) che restituisce l'effetto incrementale sulla qualità degli utili che è possibile ricondurre allo *status* di impresa non quotata (Givoly *et al.*, 2010).

La Tabella 5 riporta i risultati delle stime *cross-sectional* per l'insieme delle imprese (quotate e non) comprese nel nostro campione. Come si evince dall'equazione [5] il parametro di interesse è α_2^{*P} e misura l'impatto incrementale sulla qualità degli utili che si può attribuire alla circostanza che l'impresa non sia quotata. Nel complesso il parametro risulta debolmente significativo ad eccezione degli anni 2006 e 2011 dove assume segno negativo e significatività tra l'1% e il 5%. Questi risultati sembrano indicare una qualità degli utili che per le società quotate risulta uguale o migliore di quelle non quotate.

Tabella 5 – *Accruals persistence* – stima *cross sectional* con *dummy* per le imprese non quotate [Eq. 5]

	OI	D(private)OI	ACC	D(private)ACC	PRIVATE
2004	0,9414*** (0,000)	-0,0693 (0,592)	-0,0947*** (0,001)	0,0369 (0,244)	-0,0028 (0,777)
2005	1,1375*** (0,000)	-0,2334 (0,142)	-0,1186*** (0,000)	0,0386 (0,397)	0,0201 (0,063)*
2006	0,7653*** (0,000)	0,0252 (0,834)	-0,0267*** (0,001)	-0,052*** (0,010)	-0,0054 (0,574)
2007	0,9529*** (0,000)	-0,0207 (0,820)	-0,0558** (0,020)	0,0258 (0,337)	0,0056 (0,537)
2008	0,8136*** (0,000)	-0,0223 (0,187)	-0,0652 (0,358)	0,0227 (0,864)	0,0127 (0,657)
2009	0,486*** (0,000)	0,1311 (0,214)	0,0075 (0,818)	-0,0261 (0,444)	-0,0074 (0,439)
2010	0,9873*** (0,000)	-0,2284** (0,016)	-0,0922* (0,055)	0,0437 (0,391)	0,0063 (0,331)
2011	0,8656*** (0,000)	-0,0247 (0,778)	0,0600* (0,063)	-0,0837** (0,016)	0,0038 (0,660)

White's adjusted heteroscedastic consistent least-squares regression. Nel modello è inclusa l'intercetta: in tabella non si riporta la stima.

L'ultima stima relativa all'ipotesi teorica dell'*accruals persistence* si riferisce all'equazione [6], ottenuta utilizzando il fatturato come *proxy* del *cash flow*. I risultati nella Tabella 6 sembrano mostrare per le imprese non quotate un contributo negativo degli *accruals* sul livello dell'*operating income* (OI): α_2^P è negativo e significativo negli anni 2006, 2008 e 2011.

Complessivamente, i risultati delle stime del modello [1] forniscono indicazioni sull'esistenza di un diverso grado di persistenza degli *accruals* tra imprese quotate e non quotate: in termini di qualità dell'informativa contabile che promana dalle imprese, i risultati sul nostro campione sembrano confermare l'ipotesi che le imprese che accedono direttamente al mercato dei capitali attraverso la quotazione in borsa siano caratterizzate da una migliore qualità della rappresentazione dei dati di bilancio e siano pertanto soggette a una maggior disciplina di mercato che attenua i rischi di pratiche distorsive o manipolative.

Tabella 6 – *Accruals persistence* – stima *cross sectional* con *dummy* per le imprese non quotate [Eq. 6]

	FATT	D(private)FATT	ACC	D(private)ACC	PRIVATE
2004	0,0852*** (0,000)	-0,0094 (0,611)	-0,0976 (0,455)	0,1592 (0,273)	-0,1649* (0,065)
2005	0,084*** (0,000)	0,0103 (0,742)	0,1403*** (0,001)	0,1395 (0,463)	-0,0705 (0,385)
2006	0,0717*** (0,013)	-0,0039 (0,895)	0,0742*** (0,000)	-0,1349*** (0,000)	-0,1502 (0,304)
2007	0,1018*** (0,000)	0,0005 (0,984)	-0,0169 (0,793)	-0,1357 (0,104)	-0,875 (0,544)
2008	0,025*** (0,506)	0,1326*** (0,005)	0,4185*** (0,007)	-0,525*** (0,004)	-0,356** (0,049)
2009	0,0586*** (0,013)	0,0453* (0,078)	0,0241 (0,788)	-0,1123 (0,260)	-0,133 (0,396)
2010	0,0800*** (0,001)	-0,0092 (0,722)	-0,3083 (0,287)	0,0604 (0,835)	0,4645 (0,741)
2011	0,0661*** (0,001)	0,0294 (0,243)	0,3994*** (0,000)	-0,5095*** (0,000)	0,2326 (0,869)

4.3 Stima degli errori degli *accruals*

L'indagine sull'esistenza del fenomeno dell'*earnings management* prosegue in questa sezione seguendo l'approccio originariamente proposto da Jones (1991), in base al quale una *proxy* rivelatrice dell'esistenza di componenti manipolative nell'attività valutativa propedeutica alla compilazione del bilancio è costituita non già dal volume complessivo degli *accruals* bensì dalla loro componente discrezionale. Ciò implica che nell'approccio suddetto occorre scomporre il valore totale degli *accruals* nelle due componenti note come *discretionary accruals* (DA) e *non-discretionary accruals* (NDA).

La componente non discrezionale degli *accruals* riflette l'andamento delle condizioni gestionali dell'impresa (quali ad esempio la crescita del fatturato, la lunghezza del ciclo operativo, etc.), mentre la componente discrezionale discende direttamente da scelte operate del *management*.

I modelli basati sulla scomposizione dei *total accruals* nella due componenti di *discretionary accruals* e *non-discretionary accruals* prendono le mosse dalla proposta avanzata da Jones (1991). Il modello è il seguente:

$$TA_{it} = \alpha_1[1/A_{it-1}] + \alpha_2[\Delta REV_{it}] + \alpha_3[PPE_{it}] + \varepsilon_{it} \quad [7]$$

dove:

TA_{it} =total accruals nell'anno t per l'impresa i

ΔREV_{it} =variazione dei ricavi di vendita nel periodo fra t e t-1

PPE_{it} =immobilizzazioni tecniche materiali per l'impresa *i-esima* nell'anno t.

I valori di *TA*, *ΔREV* e *PPE* sono scalati per A_{it-1} , ossia il totale attività dell'impresa *i-esima* all'inizio del periodo considerato.

L'equazione [7] regredisce in sostanza il totale degli *accruals* rispetto alle determinanti degli *accruals* non discrezionali. Tenuto conto che il capitale circolante esprime larga parte degli *accruals*, le variazioni dei ricavi sono inserite nella regressione lineare in quanto esprimono condizioni economiche che determinano una variazioni del circolante indipendente dalle scelte valutative del *management*; la variazione del circolante dovuta alla variazione dei ricavi esprime in tal senso la componente non discrezionale degli *accruals*.

Lo stesso vale per i *PPE*, dai quali dipende la componente non discrezionale degli *accruals* riferibile agli ammortamenti. Di conseguenza, ε (ossia i residui della regressione) indica la componente della variazione degli *accruals* – dell'impresa *i*, nell'anno *t* – che non è spiegata da fattori economici, ma da scelte discrezionali del *management*.

Il modello di Jones è stato modificato da Dechow *et al.* (1995) per tener conto del fatto che non tutte le variazioni del circolante indotte da variazioni del fatturato sono riconducibili a variazioni degli *accruals* non discrezionali imputabili a condizioni economiche e, quindi, da considerare estranee al perimetro degli intenti manipolatori del *management*. In particolare, le vendite a credito sono state considerate una fonte di manipolazione contabile e, pertanto, la formula di Jones è stata aggiustata sottraendo alla variazione del fatturato una pari variazione dei crediti, ossia:

$$TA_{it} = \alpha_1[1/A_{it-1}] + \alpha_2[\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \alpha_3[PPE_{it}] + \varepsilon_{it} \quad [8]$$

dove ΔREC_{it} esprime la variazione dei crediti commerciali fra t e $t-1$, scalata per A_{it-1} .

I risultati della stima dell'equazione [8] offrono diversi elementi di analisi che possono essere interpretati come un indizio a favore o contro l'ipotesi che il ricorso agli *accruals* sia dettato da finalità prevalentemente speculative.

Come detto l'equazione [8] consente di regredire il totale degli *accruals* sulle componenti di bilancio che sono meno suscettibili di pratiche manipolative, pertanto si assume che i regressori cui si fa ricorso – fondamentalmente ricavi (*REV*) e immobilizzazioni tecniche materiali (*PPE*) – debbano spiegare in modo esaustivo la componente non discrezionale degli *accruals*. Ciò a due implicazioni di fondo: la bontà di adattamento del modello ai dati reali ossia la sua capacità esplicativa (R^2) sta a indicare quanta parte degli *accruals* rispondono effettivamente alle logiche connesse con la realtà economica sottostante e quanta parte invece è non spiegabile sulla base del modello. Un alto valore di R^2 è pertanto associato a un basso livello di *earnings management*; viceversa un basso valore di R^2 indica che i ricavi e le altre componenti tangibile dall'attività operativa non spiegano adeguatamente le variazioni degli *accruals* e pertanto lasciano aperto il campo all'esistenza di pratiche manipolative.

La seconda implicazione è che stessa logica interpretativa si applica ai residui ε . Se il modello spiega la parte non discrezionale degli *accruals*, ciò implica che la parte *discretionary* confluisce nei residui dell'equazione. La volatilità dei residui è quindi una misura indiretta della persistenza degli *accruals* e pertanto rivelatrice di pratiche di *earnings management* (cfr. Givoly *et al.*, 2010).

Tabella 7 – Stima della componente non discrezionale dei residui – modello di Jones (1991)

	società quotate	sub-campione non quotate (51)	totale non quotate (496)
β_1	0,986***	0,811***	0,792***
β_2	0,342***	0,336***	0,325***
$R^2(with)$	0,49	0,38	0,38
$R^2(betw)$	0,1	0,02	0,03
$R^2(tot)$	0,22	0,06	0,14
σ_u	0,169	0,149	0,144
σ_ε	0,136	0,105	0,129

Fixed effects estimation after Hausman test; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo all'1%.

I risultati riportati nella Tabella 7 mostrano risultati non univoci. I più elevati valori di R^2 nelle varie specificazione adottate indicherebbero una qualità degli utili tendenzialmente migliore per le società quotate, soprattutto nel confronto con il campione più ampio delle 496 non quotate; viceversa, i dati sulla variabilità dei residui non forniscono indicazioni altrettanto nette.

I residui della regressione (8), che catturano la parte discrezionale degli *accruals*, sono stati successivamente regrediti sul livello corrente e pregresso dei profitti (π), usando la seguente specificazione:

$$DA_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1\pi_{i,t} + \gamma_2\pi_{i,t-1} + \gamma_3D(\pi_{i,t-1} < 0) + \vartheta_{i,t} \quad [9]$$

dove una correlazione negativa con il livello pregresso dei profitti ($\gamma_2 < 0$) e positiva con la *dummy* D che si attiva in presenza di profitti negativi nell'anno precedente ($\gamma_3 > 0$) indicherebbe la presenza di fenomeni di *earnings management*.

In sostanza il ragionamento sotteso all'equazione [9] è che la parte discrezionale dei residui ($DA_{i,t}$) – ossia quella che sembra non direttamente imputabile a variazioni nelle condizioni gestionali dell'impresa – può essere utilizzata come una sorte di riserva occulta a cui i *manager* ricorrono per apportare piccole variazioni, in aumento o in diminuzione, al risultato di gestione. In particolare $\gamma_2 < 0$ suggerisce l'utilizzo degli *accruals* in funzione anticiclica nel senso che essi correggono i risultati della gestione presente in senso contrario al segno del risultato di gestione dell'esercizio precedente. Pertanto, in presenza di un esercizio passato che si è chiuso con un utile ($\pi_{i,t-1} > 0$) si risconterà una riduzione dei *discretionary accruals* in quanto vi sarà un minor incentivo a ricorrere a pratiche di *earnings management* per fini manipolativi. Di converso, quando nell'esercizio $t-1$ si è registrata una perdita aumenterà il ricorso alla componente discrezionale degli *accruals* per mere finalità di rappresentazione dei risultati di gestione. Il segno del parametro γ_3 rafforza le evidenze a supporto dell'ipotesi che in presenza di risultati di gestione negativi ($\pi_{i,t-1} < 0$) l'incentivo a porre in essere pratiche di *earnings management* sia più accentuato ($\gamma_3 > 0$).

I risultati riportati nella Tabella 8 mostrano un segno negativo del coefficiente γ_2 relativo al livello degli utili pregressi, fornendo una chiara evidenza dell'esistenza di fenomeni di gestione della componente discrezionale degli *accruals* tesi a mettere in atto pratiche di *earnings management*. Sebbene non vi siano rilevanti differenze fra le quotate e il *matched sample* delle non quotate, i valori del parametro che si ottengono sull'intero campione (-11,115 e -11,273) portano a concludere in favore di un ricorso all'*earnings management* più intenso per le società non quotate.

Tabella 8 – Stima dei residui degli *accruals*

	società quotate		sub-campione non quotate (51)		totale non quotate (496)	
	fatturato	risultato operativo	fatturato	risultato operativo	fatturato	risultato operativo
γ_1	-0,199	-0,982***	0,145	0,473**	9,367***	9,145***
γ_2	-1,035***	-0,345	-0,210	-0,470**	-11,115***	-11,273***
γ_3	-0,057	-0,062	-0,191	0,864	0,021**	0,015*
R^2	0,12	0,15	0,01	0,01	0,24	0,26

Fatturato e risultato operativo utilizzati come proxy per π ; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo all'1%.

Il parametro γ_3 risulta significativo e positivo (seppur debolmente) solo per il campione delle imprese non quotate, in ciò fornendo ulteriori indizi a favore dell'ipotesi teorica secondo la quale la qualità dell'informazione contabile delle società quotate è generalmente di superiore qualità rispetto a omologhe società non quotate in quanto le prime sono meno esposte al rischio di incorrere in pratiche manipolative degli *accruals*.

4.4 Conservatism

Per *conservatism* si intende la tendenza del *management* a incorporare nei dati contabili le perdite di gestione con maggior tempestività rispetto agli utili¹⁹. Il risultato di questa asimmetria nella reattività delle risultanze contabili agli utili/perdite di esercizio porta a una sistematica sottovalutazione del valore contabile del patrimonio delle imprese rispetto all'effettivo valore economico (Watts, 2003; Givoly *et al.*, 2007).

Per fornire una valutazione sul fenomeno del *conservatism* occorre preliminarmente inquadrare il dibattito teorico sulle finalità da assegnare all'informazione contabile. Una prima impostazione attribuisce all'informazione contabile un fine di tipo valutativo (*valuation role*) e vede nel bilancio uno strumento per produrre informazioni utili per l'investitore, affinché questi possa apprezzare in maniera adeguata il valore dell'impresa e assumere decisioni di investimento consapevoli. Pertanto, secondo questo *framework* concettuale, il *conservatism* assume una valenza negativa in quanto ritenuto distorsivo dell'informazione contabile e quindi lesivo di quelle caratteristiche strumentali a un suo utilizzo per lo scopo valutativo di cui si è detto²⁰.

La seconda impostazione, spesso declinata con l'espressione *contracting view*, vede nel bilancio un meccanismo per regolare i rapporti giuridici che intercorrono tra le parti variamente coinvolte nell'attività di impresa. Questa visione ha inteso interpretare il fenomeno prudenziale per giustificarne e spiegarne l'ampio impiego nella comunicazione di bilancio. Sono state così individuate alcune importanti motivazioni che supportano il ricorso al *conservatism* per migliorare l'efficienza dei contratti tra l'azienda e suoi diversi *stakeholders* (Fiondella, 2014).

Le teorie economiche che tentano di spiegare la differente incidenza del fenomeno del *conservatism* tra società quotate e non quotate afferiscono all'impostazione del *contracting view*: si ritiene che le società quotate siano particolarmente esposte al rischio di dover affrontare rischi di liti giudiziarie a seguito di tentativi risarcitori messi in atto da azionisti che si ritengono danneggiati da pratiche contabili scorrette. In sostanza, la maggior parte delle iniziative legali degli azionisti

19 Con riferimento al principio di prudenza, nella dottrina anglosassone sono alternativamente impiegati i termini di *prudence* e *conservatism*. Tuttavia, al vocabolo *conservatism* è attribuita una connotazione negativa in quanto ci si riferisce ad una deliberata sottovalutazione del reddito e delle attività.

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

contro gli amministratori ha luogo quando l'informativa contabile resa al mercato si dimostra nel tempo eccessivamente ottimistica e questo produce una brusca correzione dei corsi azionati che danneggia gli azionisti. Gli amministratori delle società quotate – incorporando *ex-ante* questo rischio di contenzioso – potrebbero pertanto essere indotti ad assumere una condotta valutativa eccessivamente prudente e dar luogo al fenomeno che abbiamo definito come *conservatism* (Kellogg, 1984; Skinner 1994, 1997). Per le società non quotate il fenomeno è meno severo in quanto, non essendovi un prezzo di mercato dei diritti di proprietà, è meno forte il legame tra la rettifica – in negativo – dei dati contabili e la perdita di valore delle azioni con relativo pregiudizio per gli azionisti.

Riquadro 4

*** *Conservatism vs Value relevance* ***

Secondo una impostazione classica il bilancio è inteso come strumento per fornire informazioni utili ad alimentare i processi decisionali. In un'economia di mercato sono, infatti, numerosi gli *stakeholders* interessati a conoscere se l'impresa è in grado di generare risultati in misure e tempi congrui per remunerare le risorse messe a disposizione dell'azienda. In tal senso, la *value relevance* risulta essere una caratteristica qualitativa del bilancio di esercizio per cui un suo incremento determina un miglioramento della qualità dell'informazione di origine contabile.

Se la *value relevance* sembra essere una caratteristica qualitativa del bilancio di esercizio, il cui miglioramento è auspicabile, ci si può legittimamente chiedere se questa si possa porre in contrasto con altre caratteristiche qualitative che concorrono alla formazione del bilancio di esercizio.

A questo riguardo, di recente, si è sviluppato un interessante dibattito circa la possibilità che la *value relevance* possa porsi in contrasto con il principio della prudenza o, come viene denominato a livello internazionale, con il *conservatism*.

Nonostante la letteratura abbia evidenziato numerosi aspetti positivi associati al *conservatism*, a livello internazionale si è affermato da tempo un atteggiamento ostile nei confronti di questo principio; atteggiamento che ha condizionato la stesura del nuovo *Conceptual Framework* che, innovando rispetto alla precedente versione del Framework, lo ha escluso dalle caratteristiche qualitative del bilancio (Mechelli, 2013).

La ragione negativa dell'atteggiamento nei confronti del *conservatism* è riconducibile alla sua presunta incompatibilità con la neutralità del bilancio e con l'arbitraria sopravvalutazione dei risultati futuri a danno di quegli attuali che deriverebbe dalla sua sistematica applicazione.

Tra gli effetti benefici che hanno portato nel tempo all'affermazione del principio di prudenza, basti citare: i) la tutela dell'integrità del capitale; ii) la possibilità di limitare i comportamenti opportunistici da parte dei *manager* (Watts, 2003); iii) la riduzione delle liti tra i soggetti interessati alla vita dell'azienda (Ball e Shivakumar, 2005); iv) la presenza del cosiddetto fenomeno delle "asimmetrie nei

costi di regolamentazione", espressione con cui si fa riferimento alla circostanza che gli *standard setter* sarebbero meno esposti al rischio di critiche nel momento in cui emanano norme di tipo conservativo; v) scongiura il pericolo che criteri di valutazione meno prudenziali possano essere fonte di accelerazione di fenomeni di instabilità economica.

Le ragioni per cui il *conservatism* potrebbe invece esercitare un'influenza negativa sulla *value relevance* risiede sostanzialmente in due fenomeni tra loro strettamente collegati.

Il primo è riconducibile alla circostanza che l'applicazione di questo principio impedisce di fatto di rappresentare quelle informazioni che, pur avendo un elevato valore informativo, non hanno le caratteristiche per poter essere accolte nei prospetti numerici di bilancio. È stato di fatto osservato che il riferimento al principio della prudenza – pur non eliminando la funzione informativa del bilancio – ne limita la capacità di essere uno strumento utile per fornire indicazioni importanti per valutare l'attitudine dell'azienda a dar vita a processi funzionali allo sviluppo e alla crescita.

Il secondo fenomeno che può determinare un'influenza negativa del *conservatism* sulla *value relevance* si riferisce alla circostanza che il bilancio, proprio a causa dell'applicazione del principio di prudenza, è decisamente carente nel rappresentare il valore di molti beni immateriali che, o vengono totalmente omessi, o vengono iscritti nell'attivo dello stato patrimoniale in base al costo sostenuto; costo che, in genere, rappresenta la mera capitalizzazione di oneri interni il cui ammontare è notevolmente distante dal reale valore del bene. Questa incapacità del bilancio di rappresentare la reale dinamica dei beni immateriali è stata sempre presente, ma rischia di assumere proporzioni sempre più significative, data anche la crescente rilevanza strategica che i beni immateriali stanno assumendo nel corso degli anni. Il fenomeno del *conservatism* porta di nuovo a rilevare con ritardo la dinamica positiva di alcuni eventi economici quali l'accresciuto valore di mercato di beni immateriali, accresciuto valore che troverà la sua rappresentazione di bilancio soltanto al momento della cessione del bene.

Penman e Zhang (2002) sottolineano come il sistematico ritardo con cui il *conservatism* porta al riconoscimento dei guadagni – rispetto al tempismo nella registrazione delle perdite – fa sì che si accumulino riserve occulte che facilitano i comportamenti di *earnings management* a discapito della *predictability* delle future *performance* aziendali.

Se siano gli effetti positivi o quelli negativi del *conservatism* a prevalere nella rappresentazione dei dati contabili e quindi se lo stesso contribuisca ad aumentare o ridurre la *value relevance* è una questione che richiede di essere risolta sul piano empirico.

In aggiunta ai maggiori rischi di contenzioso di cui si è detto, le società quotate sono sottoposte a una più stringente disciplina di mercato che porta a una riduzione delle asimmetrie informative nonché a un controllo più serrato dell'attività del *management*, anche attraverso una più tempestiva registrazione delle perdite. I classici costi di agenzia insiti nel rapporto tra proprietà e controllo sono meno accentuati nelle imprese a controllo privato, in quanto la più alta concentrazione proprietaria consente la soluzione dei conflitti di agenzia attraverso un controllo diretto ("*insider access*") degli azionisti sull'operato dei *manager*. In aggiunta, nelle imprese

non quotate molto spesso gli azionisti di controllo hanno un legame molto stretto con i *manager* e ciò consente un monitoraggio del loro operato che non poggia esclusivamente sull'attendibilità della reportistica finanziaria e contabile, con ciò attenuando la pressione a una rendicontazione oltremodo prudentiale ("*conservatism*") dei risultati di gestione (Fama e Jensen, 1983). In definitiva, per le imprese non quotate l'esigenza di una tempestiva rappresentazione delle perdite nei dati contabili è meno stringente rispetto alle imprese quotate in quanto le prime possono contare su strumenti di monitoraggio del *management* più pervasivi in ragione della forte contiguità tra chi detiene i diritti di proprietà e chi esercita il controllo (Ball e altri, 2000; Ball e Shivakumar, 2005; Francis e altri 2005).

Sulla base delle considerazioni teoriche suddette l'ipotesi che si sottoporrà a test empirico è che l'incidenza del fenomeno del *conservatism* sia più accentuata per le imprese quotate.

Da un punto di vista empirico l'approccio originariamente proposto da Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) si basa sulla differente velocità con la quale gli *earnings* incorporano il manifestarsi di eventi gestionali positivi e negativi. Per le ragioni teoriche sopra esposte si assume che le società quotate siano maggiormente esposte al fenomeno del *conservatism* e pertanto mostrino un maggior tempismo nel riportare nei dati contabili le perdite e/o le variazioni negative inerenti la gestione ("*timely recognition of bad news*").

L'equazione proposta si basa sul legame tra gli *accruals* i flussi contemporanei del *cash flow*:

$$ACC_{it} = \delta_0 + \delta_1 DCFO_{it} + \delta_2 CFO_{it} + \delta_3 DCFO_{it} * CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad [10]$$

dove *ACC* è il totale degli *accruals* riferito all'anno *t* per l'impresa *i*-esima e standardizzato per il totale attivo all'inizio del periodo di riferimento, *CFO* è il *cash flow* anch'esso riferito all'anno *t* e all'impresa *i*-esima e ugualmente standardizzato per il totale attivo, e *DCFO* è una *dummy variable* che assume valore 1 quando il *cash flow* è negativo. La funzione degli *accruals* come componenti di mitigazione dell'incertezza informativa legata al *cash flow* è evidenziata da un valore del parametro $\delta_2 < 0$, mentre il *conservatism* – costituito come detto da un più tempestivo riconoscimento delle perdite – sarà associato a un valore del parametro $\delta_3 > 0$.

I risultati in Tabella 9 non consentono di confermare il ruolo degli *accruals* come fattore di mitigazione della componente *noise* del *cash flow*. Il parametro δ_2 risulta infatti sempre positivo e statisticamente significativo – diversamente dalle predizioni teoriche in favore di $\delta_2 < 0$ – a indicare una tendenza delle società italiane ricomprese nel campione a ricorrere agli *accruals* per motivi svincolati dalle oscillazioni del *cash flow* e questo risultato è indipendente dallo status di società quotata o non quotata.

Il parametro δ_3 è quello direttamente legato alla velocità di registrazione delle perdite rispetto agli utili e se è positivo indica che gli *accruals* reagiscono più

prontamente quando il *cash flow* è negativo, fornendo pertanto una indiretta evidenza dell'esistenza del *conservatism*. Il campione ristretto delle non-quotate mostra il valore più alto (+3,541) e dunque sembra essere quello più affetto dal *conservatism*, sebbene tale risultato sia parzialmente controbilanciato dal risultato che si ottiene sull'intero insieme delle non quotate (-1,711).

Tabella 9 – Stima del *conservatism* equazione [10]

	società quotate	sub-campione non quotate (51)	totale non quotate (496)
δ_1	2,172***	0,598***	0,083
δ_2	0,285***	0,278***	0,203***
δ_3	<i>dropped</i>	3,541***	-1,711***
R^2	0,17	0,03	0,02

Fixed effects estimation after Hausman test; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo all'1%.

Una variante del modello illustrato in equazione [9] è stata proposta sempre da Ball e Shivakumar (2005) e fa uso di un'equazione dinamica che richiede una specificazione meno parsimoniosa in termini econometrici:

$$\Delta OI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta OI_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta OI_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta OI_{i,t-1} * \Delta OI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad [11]$$

dove $\Delta OI_{i,t}$ è la variazione del reddito operativo tra l'esercizio t e $t-1$ normalizzata per il *total assets* all'inizio del periodo t . $D\Delta OI_{i,t-1}$ è una *dummy variable* uguale a 1 quando la variazione del reddito operativo nell'esercizio precedente è stata negativa.

L'ipotesi che le perdite siano incorporate nei dati contabili più tempestivamente dei guadagni implica $\alpha_3 < 0$, ossia che a una maggior variazione negativa del reddito operativo nell'esercizio $t-1$ corrisponda una maggior variazione positiva del reddito nell'esercizio t . Complessivamente, se è vera l'ipotesi sottesa alla teoria del *conservatism*, allora un più tempestivo riconoscimento delle perdite (rispetto agli utili) implica che le stesse assumeranno la forma di una riduzione transitoria degli utili e pertanto saranno soggette a una oscillazione di segno opposto nell'esercizio successivo (cosiddetto "*earnings reversal*"): tale condizione è verificata quando $\alpha_2 + \alpha_3 < 0$.

I risultati in Tabella 10 – ottenuti con lo stimatore Arellano Bond (1991) – confermano nettamente l'esistenza diffusa del fenomeno del *conservatism* in quanto sono verificate entrambe le condizioni sui parametri ($\alpha_3 < 0$ e $\alpha_2 + \alpha_3 < 0$). Non sembra invece vi siano sufficienti evidenze empiriche a favore di un'apprezzabile differenza di comportamento tra società quotate e non quotate, al netto di un valore assoluto del parametro α_3 leggermente più alto per le società quotate, a parziale conferma della teoria che vuole queste società più soggette al fenomeno del *conservatism* per le ragioni sopra esposte.

Tabella 10 – Stima del *conservatism* equazione [11]

	società quotate	sub-campione non quotate (51)	totale non quotate (496)
α_1	0,022***	0,019***	0,032***
α_2	1,445***	1,197***	1,466***
α_3	-2,741***	-2,668***	-2,635***
$\alpha_2 + \alpha_3$	-1,295	-1,471	-1,169

Arellano Bond estimator for dynamic panel; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo all'1%.

5 Vincoli finanziari e domanda di investimenti

La decisione per un'impresa di quotarsi o rimanere a controllo privato ha ripercussioni non trascurabili anche sulla struttura del passivo e pertanto sulla composizione quali/quantitativa delle fonti di approvvigionamento delle risorse necessarie al finanziamento degli investimento e dei piani di sviluppo.

L'obiettivo del paragrafo è quello di verificare empiricamente l'ipotesi che le decisioni di investimento delle imprese siano determinate non solo dalla redditività dei progetti da finanziare, ma – a causa dell'esistenza di vincoli finanziari – anche dalla disponibilità di finanza interna.

I modelli neoclassici sulle decisioni di finanziamento dell'impresa, sviluppati all'interno dell'ipotesi di Modigliani e Miller (1958), prevedono che non esista una relazione tra capacità di autofinanziamento dell'impresa e livello degli investimenti. Infatti, in presenza di mercati finanziari perfetti, un'impresa che abbia un'opportunità di investimento con un valore atteso positivo sarà sempre in grado di trovare sufficienti risorse finanziarie, eventualmente anche attingendo a nuovo capitale di rischio o di debito.

Gli sviluppi della teoria sugli effetti delle asimmetrie informative sui mercati finanziari (Arrow, 1962) hanno mostrato come esse facciano sì che il capitale esterno non sia un perfetto sostituto del capitale interno (autofinanziamento). Questi modelli prevedono, quindi, che esista un legame tra livello degli investimenti e capacità di autofinanziamento.

L'impianto teorico sopra accennato è quello secondo cui si determinerebbe una reale divergenza tra il costo interno del capitale per il finanziamento e quello esterno. Al crescere di tale differenza, originata da una serie di fattori che saranno presentati nel seguito, è probabile che un'impresa sia vincolata ad attingere unicamente al proprio autofinanziamento per la realizzazione dei propri investimenti, con conseguenti limitazioni nelle opportunità di crescita. I modelli che prevedono una gerarchia nelle fonti di finanziamento (*pecking order hypothesis*) considerano due

distinte modalità di accesso al finanziamento esterno: l'emissione di capitale azionario e l'indebitamento²¹.

Il ricorso al finanziamento esterno tramite emissione di nuove azioni è stato analizzato da Myers e Majluf (1984), i quali evidenziano come nasca in questo caso un problema di selezione avversa. Gli autori, traendo spunto dal lavoro di Akerlof (1970), ipotizzano che i *manager* nel momento dell'emissione di nuove azioni siano propensi alla protezione dei preesistenti azionisti a scapito dei futuri azionisti. Il mercato, consapevole del vantaggio informativo degli *insider* riguardo alle prospettive dell'impresa rispetto agli analisti esterni, stimerebbe l'impresa stessa essere in un situazione di sopravvalutazione. In tale situazione le nuove azioni verrebbero emesse solo a un prezzo sistematicamente superiore rispetto al reale valore dell'impresa. L'effetto è quello di rendere rischiosa, e talvolta del tutto non percorribile da parte del *management*, la strada del finanziamento attraverso emissione di nuove azioni.

Per quanto riguarda il canale di accesso al finanziamento tramite il mercato del debito, Stiglitz e Weiss (1981) propongono un modello basato sul rischio di selezione avversa. Nel modello gli autori mostrano come i finanziatori (le banche) non alzeranno il tasso di interesse oltre una certa soglia, anche in caso di eccesso di domanda di finanziamenti. Essi sono, infatti, consci del fatto che aumentando il tasso di interesse selezioneranno unicamente quei progetti contraddistinti da elevati livelli di incertezza e rischiosità di insolvenza. L'effetto complessivo sarà quello di un razionamento del credito disponibile verso le imprese.

Entrambi i filoni teorici portano a concludere che i mercati finanziari sono tutt'altro che perfetti e che in ragione dell'esistenza di fenomeni più o meno accentuati di asimmetrie informative – ossia dell'insuperabile svantaggio conoscitivo che il finanziatore, sia esso mercato o intermediario creditizio, deve fronteggiare quando si tratta di stimare la redditività prospettica di un progetto di investimento – le imprese che necessitano di risorse per finanziare progetti di investimento si trovano a fronteggiare gradi variabili di restrizione creditizia (*financial constraints*).

Se dunque si parte dal presupposto che (a) le fonti di finanziamento non sono perfettamente sostituibili, ma si ordinano secondo una gerarchia decrescente in base al costo (prima quelle interne e poi quelle esterne) e che (b) le imprese si confrontano con gradi variabili di restrizione nell'accesso a fonti esterne di finanziamento, in ragione della severità con la quale subiscono le tipiche asimmetrie informative del mercato dei capitali (di più le imprese piccole e giovani con un alto grado di opacità e in misura minore quelle grandi e mature che dispongono di un *track record* osservabile), si comprende facilmente come sia di grande interesse cercare di indagare le differenze di risposta a questi vincoli esterni da parte delle «imprese quotate» e «non quotate».

21 Secondo la teoria del *pecking order hypothesis*, un'impresa che necessita di nuovi finanziamenti per investimenti si troverebbe di fronte a una gerarchia di fonti di finanziamento. In particolare, in funzione delle note asimmetrie informative che caratterizzano il mercato dei capitali, le imprese preferirebbero in primo luogo l'impiego di fonti interne di finanziamento quali gli utili non distribuiti; solo successivamente farebbero ricorso al debito, sebbene quest'ultimo presenti dei vantaggi fiscali rispetto alla precedente fonte, e infine, in casi estremi, il ricorso all'emissione di nuove azioni (Myers e Majluf, 1984).

Lo studio di riferimento sul problema della verifica dell'esistenza di vincoli finanziari a livello di singola impresa risale a Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), i quali estendono i modelli di analisi fondati sull'osservazione dell'evoluzione della Q di Tobin²², includendo, per la spiegazione della variabilità nell'attività di investimento, un fattore di costo aggiuntivo nel caso in cui le imprese, per l'acquisizione di capitale esterno, ricorrano all'emissione di nuove azioni. In pratica gli autori, per la valutazione del fabbisogno di investimenti da parte delle imprese, introducono nel modello neoclassico di impresa massimizzante l'ipotesi che le stesse siano soggette a gradi variabili di razionamento nell'accesso alle fonti esterne di finanziamento a causa di asimmetrie informative tra finanziatori e imprese debitorie.

L'esistenza di tali asimmetrie informative porta a un ampliamento nel divario esistente tra costo per il finanziamento tramite fonti esterne e interne e, conseguentemente, accresce la probabilità che l'impresa si venga a trovare nella situazione in cui i profitti vengono trattenuti e nessun dividendo venga pagato. Al verificarsi di tali condizioni l'entità degli investimenti realizzati dalle imprese non è più sensibile al solo valore della Q di Tobin, ma è piuttosto il livello di autofinanziamento a costituire una variabile rilevante. La sensitività degli investimenti al *cashflow* sarà, dunque, più elevata nel caso di imprese per le quali è più ampio lo scostamento esistente tra il costo interno ed esterno delle fonti di finanziamento. Tale sensitività, misurata con opportuni strumenti econometrici, può, dunque, rappresentare un indicatore dei vincoli finanziari a cui un determinato set di imprese è soggetto (si veda, tra gli altri, Devereux e Schiantarelli, 1989; Hoshi *et al.*, 1991; Oliner e Rudebush, 1992; Schaller, 1993; Himmelberg e Petersen, 1994; Gilchrist e Himmelberg, 1995; Fazzari *et al.*, 2000).

I lavori empirici su questo tema non sono sempre concordi nel supportare questa conclusione e sono generalmente basati su analisi relative esclusivamente a società quotate. Kaplan e Zingales (1997; 2000), rielaborando lo stesso *dataset* di Fazzari *et al.* (1988), riscontrano la presenza di una non trascurabile sensitività al *cash flow* per imprese teoricamente non soggette a razionamento dal punto di vista finanziario²³. Inoltre, è stato sottolineato come l'evidenza empirica possa essere in parte spiegata anche da un problema di sovra-dimensionamento degli investimenti legato all'uso discrezionale del *cash flow* in eccesso da parte del *management*.

La scelta di utilizzare in quest'analisi anche i dati delle società non quotate contribuisce alla letteratura in due modi: (i) in primo luogo le società quotate non sono rappresentative della popolazione delle imprese dell'economia italiana, dal

22 L'approccio della Q di Tobin assume che in assenza di asimmetrie informative la domanda di investimento è funzione solo del rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo *stock* di capitale sul mercato dei beni; mentre in caso di distribuzione asimmetrica delle informazioni la domanda di investimento delle imprese dipende anche da altre variabili che sintetizzano la disponibilità della finanza interna. La Q di Tobin è data dal rapporto *Market to Book Value* che assume la seguente forma $(V+B-M)/K$, in cui V è il valore di mercato del capitale azionario, B è il valore di mercato del capitale di debito, M è il valore di mercato delle scorte e K è il valore di sostituzione del capitale.

23 La quasi totalità dei lavori empirici presenti in letteratura ha comunque seguito l'approccio proposto in Fazzari *et al.* (1988), ricorrendo al confronto tra differenti sotto-campioni di imprese e interpretando una maggiore sensitività dell'investimento all'ammontare di risorse interne quale indicatore della presenza, per lo specifico sottogruppo, di maggiori vincoli finanziari (Calderini e Scellato, 2003).

momento che esse hanno un costo del capitale esterno molto inferiore, a parità di rischio, rispetto alle società non quotate; (ii) in secondo luogo, la discrezionalità del *management* è molto più limitata per società non quotate in quanto la maggior concentrazione degli assetti proprietari riduce il rischio di comportamenti opportunistici del *management*.

I modelli classici ricorrono alla stima dell'equazione 12 che mette in relazione il livello degli investimenti con la *Q* di Tobin e il flusso di *cash-flow* come *proxy* dell'autofinanziamento.

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \mu_1 + \mu_2 Q_{it} + \mu_3 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \mu_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it-1} + u_{it} \quad [12]$$

Una eccessiva sensibilità degli investimenti al *cash flow* – ossia un valore statisticamente diverso da zero dei parametri stimati μ_3 e μ_4 – può essere interpretata come la prova che, non essendo nella condizione di approvvigionarsi dall'esterno di tutte le risorse di cui necessitano, in alcune imprese l'aumento della liquidità interna finisce per incrementare direttamente i fondi disponibili per finanziarie gli investimenti.

Nel nostro studio l'equazione stimata è la seguente:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \mu_1 + \mu_2 Profit_{it-1} + \mu_3 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \mu_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it-1} + Att_{it} + u_{it} \quad [13]$$

dove al posto della *Q* di Tobin si usa, come variabile di controllo per la convenienza a intraprendere progetti di investimento, la variabile *Profit* ritardata che è una *proxy* dei profitti di impresa ottenuta come somma algebrica del risultato operativo, delle imposte dovute e degli oneri finanziari. Il flusso di *cash-flow* generato dall'impresa – quale *proxy* della disponibilità di risorse per l'autofinanziamento – viene inserito al tempo *t* e al tempo *t-1* e infine si tiene conto degli effetti di scala indotti dalla dimensione delle imprese del campione con la variabile che misura il totale attivo (*Att_{it}*).

Tabella 11 – Stima della sensibilità degli investimenti al *cash-flow*

	società quotate	sub-campione non quotate (51)	totale non quotate (496)
μ_2	1,167***	-0,392**	0,051
μ_3 CF	-0,693	0,116***	0,073***
μ_4 CF_1	0,002	0,728***	0,156***
μ_5	0,003	0,057***	0,034***
R^2	55,00	42,84	34,76

Fixed Effects Estimator; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo all'1%.

I risultati delle stime per un modello *panel* riportati in Tabella 11 forniscono alcune evidenze in favore dell'ipotesi che le politiche di investimento delle società non quotate si contraddistinguono per un legame più marcato con la disponibilità di fonti di finanziamento interne quali, appunto, il flusso di *cash flow* generato dalla gestione caratteristica. I parametri μ_3 e μ_4 sono infatti sempre positivi e statisticamente significativi nei due sotto campioni di imprese non quotate, ossia l'intero *panel* di 496 imprese non quotate e il *panel* ristretto di imprese non quotate comparabili alle 51 società quotate. Per le imprese che hanno accesso al mercato dei capitali tale legame risulta negativo o nullo ma in ogni caso mai significativo.

Interessante notare come la *proxy* che misura la redditività dell'impresa (μ_2) risulti essere una variabile determinante per le decisioni di investimento solo per le società quotate, mentre non sembra esprimere un forte nesso causale nel caso delle società non quotate. Tale evidenza potrebbe suffragare l'ipotesi che mentre per le società quotate – meno soggette a stringenti vincoli di razionamento alle fonti di capitale esterne – ciò che conta nella intrapresa di progetti di investimento è la redditività degli stessi e, in ultimo, della gestione corrente; per le società non quotate – più severamente razionate e pertanto relegate entro il perimetro della disponibilità di fonti rivenienti dalla gestione interna – la redditività non è di per sé sufficiente a innescare un aumento degli investimenti, in mancanza di sufficienti risorse interne.

Il parametro μ_5 che coglie gli effetti di scala legati alla dimensione delle imprese è positivo e statisticamente significativo per entrambi i sotto-campioni di società non quotate mentre non supera il test di significatività per le società quotate. Anche questo risultato può essere letto come una conferma indiretta della teoria sulle restrizioni al credito ascrivibili alle tipiche asimmetrie informative dei mercati finanziari. Difatti, se per le società quotate la dimensione (espressa dal totale dell'attivo) non appare svolgere una funzione *signaling* della solidità o delle future capacità di generare reddito – si presume che le imprese quotate abbiano già raggiunto una maturità e solidità economico-patrimoniale tale da alleviare lo svantaggio informativo dei prestatori di fondi –, per le società non quotate – in genere più giovani, piccole e più opache – il volume dell'attivo costituisce una variabile che viene presa più seriamente in considerazione dai finanziatori nel valutare l'affidabilità del debitore (si pensi anche solo alla maggior disponibilità di *collateral*) e pertanto maggiormente in grado di condizionare gli investimenti²⁴.

6 Conclusioni

Il lavoro ha messo a confronto per dieci anni (2002-2011) un campione di medie imprese italiane "quotate" con un omologo campione di medie imprese "non quotate" e ha misurato l'intensità dei costi e dei benefici connessi con la scelta di un'impresa di accedere al mercato dei capitali attraverso la quotazione o restarne fuori, per cercare di costruire un funzione di comportamento ottimale del *manage-*

24 Diversi studi confermano l'ipotesi che la crescita delle piccole imprese sia molto più sensibile di quella delle imprese di dimensione maggiore alla finanza interna (Audresch e Elston, 2002).

ment e pertanto fornire utili indicazioni di *policy* per il *design* di misure di sostegno al tessuto produttivo italiano e allo sviluppo del mercato dei capitali.

La verifica empirica del presente lavoro – ribaltando la consueta prospettiva incentrata sulla valutazione delle motivazioni alla base della decisione delle imprese di chiedere l'ammissione a quotazione (Pagano et al. 1998) – consiste nella quantificazione dei costi e dei vantaggi connessi con la decisione di "non quotarsi" e conservare lo status di impresa a controllo privato. Il tentativo è quello di verificare se vi siano delle motivazioni economicamente plausibili che spingono le medie imprese italiane a restare fuori dal perimetro di borsa.

I costi sono ascrivibili *in primis* a una minore redditività, minor crescita e maggior vulnerabilità alle fasi del ciclo economico da parte delle imprese che decidono di "non quotarsi"²⁵. I risultati confermano inoltre che le imprese italiane non quotate presentano una minor qualità media dei dati contabili e sono più esposte a fenomeni manipolativi che riducono la valenza informativa delle rendicontazioni contabili, note come pratiche di *earnings management*. Si potrebbe pertanto configurare l'esistenza di un incentivo razionale che spinge il *management* delle medie imprese italiane a non intraprendere la strada che porta all'ingresso in borsa in quanto ciò precluderebbe la possibilità di sfruttare i maggiori gradi di libertà di cui godono le imprese non quotate nella predisposizione dei bilanci annuali.

Nonostante la suddetta tendenza del *management* delle imprese "non quotate" a ricorrere con più frequenza a pratiche manipolative dei dati contabili, i nostri risultati sembrano indicare che tale condotta non si riflette in un minore carico fiscale; resta quindi escluso che la decisione di restare fuori dal mercato di borsa possa ascrivarsi a benefici attesi sul piano della pressione fiscale.

Più in dettaglio, quanto ai costi derivanti dalla "non-quotazione", i risultati dello studio mostrano che le società quotate hanno registrato – nel periodo di riferimento (2002-2011) – tassi di crescita dell'attivo sensibilmente più alti di quelli delle omologhe società non quotate (110% contro 41%). I differenziali di crescita sono confermati anche dai dati sull'occupazione, sul fatturato, sugli investimenti (soprattutto immateriali non finanziari) e sul rafforzamento patrimoniale che vede le società quotate in netto miglioramento rispetto al campione di società non quotate. I dati sulla dinamica del debito evidenziano una maggiore capacità delle società quotate di accesso al credito bancario per finanziare gli investimenti e evidenziano come la leva finanziaria delle società quotate si sia costantemente ridotta – ad eccezione della battuta d'arresto negli anni della crisi (2007-2008) – per portarsi a fine 2011 a livelli sensibilmente più contenuti rispetto al 2002 e ampiamente al di sotto della leva finanziaria delle imprese non quotate.

Le società quotate, infine, mostrano una redditività e dei margini di profitto più elevati in tutto il periodo analizzato, con una minore sensibilità agli effetti della crisi finanziaria e alla recessione nel periodo post-2007. Il 2011 ha inoltre visto una

25 Tensioni nei bilanci degli intermediari si traducono in peggiori condizioni di offerta del credito, che pesano su imprese già provate dalla recessione; ne consegue una loro minore capacità di ripagare i debiti, che mina a sua volta gli equilibri dei bilanci bancari.

leggera ripresa degli indicatori di redditività per le imprese quotate, mentre le non quotate sembrano ancora non aver raggiunto il punto di minimo, continuando in una modesta contrazione dopo il rimbalzo del 2010.

Volgendo lo sguardo ai possibili vantaggi connessi con la conservazione dello *status* di società "non-quotata", lo studio ha confermato alcune delle attese teoriche in materia di *earnings management*: i *manager* delle società non quotate conservano maggiori gradi di libertà nella predisposizione dei rendiconti contabili e finanziari. Tale discrezionalità si estrinseca prevalentemente nella trattazione degli *accruals* – ossia delle voci di riconciliazione della competenza economica dei fenomeni gestionali con le dinamiche finanziarie – e i risultati del lavoro dimostrano che nelle società non quotate è più diffuso il ricorso a pratiche contabili potenzialmente in grado di portare a una rappresentazione della realtà non immune da finalità che non siano esclusivamente quelle di una neutrale rappresentazione degli andamenti gestionali. Tali evidenze non sono però sufficienti a giustificare l'ipotesi di un diverso carico fiscale tra i due sotto-gruppi di imprese.

Un ultimo elemento che ha costituito oggetto del presente lavoro è la diversa struttura del passivo delle imprese che hanno accesso al mercato dei capitali rispetto a quelle relegate al solo mercato del credito bancario. Il lungo dibattito teorico sulla differente struttura finanziaria delle imprese "quotate" e "non quotate" è pervenuto a conclusioni largamente accettate, secondo le quali le fonti finanziarie interne ed esterne (alle imprese) non sono perfette sostituite in presenza di mercati finanziari affetti da imperfezioni, tipicamente asimmetrie informative. In linea con tale impostazione, una eccessiva sensibilità degli investimenti aziendali alle risorse interne è stata interpretata come prova dell'esistenza di stringenti vincoli finanziari²⁶. L'ipotesi testata econometricamente è che la funzione di investimento delle imprese "non quotate" diverga dalla configurazione classica – che vede le scelte di investimento dipendere in primo luogo dalla redditività prospettica dell'attività di impresa espressa ai prezzi di mercato (*Tobin Q*) – e sia piuttosto sensibile alla disponibilità delle fonti di autofinanziamento interne (presupponendo pertanto un maggior razionamento delle imprese non quotate).

Da un punto di vista empirico, le stime di una funzione dell'investimento – aumentata con l'introduzione tra le variabili esplicative di *proxy* della struttura finanziaria delle imprese – hanno consentito di verificare o meno la significatività statistica di questa relazione. I risultati hanno confermato la suddetta ipotesi teorica, mostrando che le imprese che sono classificabili come "finanziariamente vincolate" sulla base di qualche criterio *ex-ante* presentano una più alta sensibilità degli investimenti al *cash flow*. Nel nostro caso, quindi, tra i costi connessi con la decisione di "non quotarsi" deve annoverarsi anche la dipendenza delle imprese non quotate dalle

26 Esiste, tra l'altro, una chiara gerarchia anche tra le risorse esterne cui possono attingere le imprese per finanziare gli investimenti. Il ricorso al capitale azionario è per molti versi preferibile a quello di debito; il capitale azionario consente anzitutto agli investitori di beneficiare interamente dei rendimenti dei progetti in caso di successo. Numerosi studi hanno inoltre mostrato come il ricorso al capitale azionario aumenti considerevolmente l'attività innovativa delle imprese (Atanassov et al, 2007; Brown et al., 2009). Analisi recenti confermano questo risultato anche per l'Italia: l'emissione di azioni accresce di circa un terzo la probabilità di svolgere attività di R&S nelle imprese *high-tech* (Magri, 2014).

fonti di finanziamento interne; dipendenza che limita e distorce sensibilmente l'ampiezza delle politiche di investimento, con ricadute non trascurabili sulle prospettive di crescita delle imprese non quotate e in ultimo dell'economia nel suo complesso.

In conclusione, i risultati del lavoro portano a ritenere che la scarsa propensione alla quotazione delle medie imprese italiane – che si riflette nell'esiguità del nostro listino – non sembra giustificata dalla prevalenza dei benefici (maggior discrezionalità nella redazione della rendicontazione contabile e finanziaria) sui costi (minor redditività, minor crescita, più severo razionamento e dipendenza da fonti di finanziamento interne) connessi con la "non ammissione" in borsa, ma sia da ricondurre ad altri fattori, anche culturali, verosimilmente legati alla percezione dei costi complessivi dell'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in borsa.

La disciplina degli oneri legati allo *status* di società quotata è una delle questioni più delicate della regolamentazione dei mercati finanziari, per la necessità di trovare un adeguato punto di bilanciamento del *trade off* fra protezione degli investitori e sviluppo del mercato.

La stratificazione nel tempo di norme di varia natura, non sempre strettamente o direttamente connesse alla tutela del risparmio, ha creato, invece, un sistema di incentivi che ha innalzato in maniera sempre più rilevante lo 'scalino normativo' fra società quotate e non, tendendo a premiare la scelta di rimanere fuori dal mercato borsistico.

Le conclusioni avanzate nel presente studio, per cui la scelta di non quotarsi potrebbe dipendere in misura significativa dalla percezione da parte degli imprenditori di un assetto normativo e regolamentare eccessivamente gravoso, è in linea con i presupposti che hanno portato al varo di numerose iniziative di semplificazione legislativa e regolamentare negli anni più recenti. Alcune hanno tratto impulso dalle riflessioni e dalle proposte maturate nell'ambito del cosiddetto progetto "PiùBorsa", avviato e promosso dalla stessa Consob nel 2014, insieme ai principali operatori del mercato, per valutare le iniziative necessarie per rilanciare il mercato azionario nel nostro paese.

Fra gli interventi normativi più importanti varati nel 2014 si ricorda la rimozione del divieto di emettere azioni a voto multiplo. Le azioni a voto multiplo possono infatti rappresentare un importante incentivo alla quotazione e alla crescita delle imprese, perché bilanciano le esigenze di mantenimento del controllo con quelle di rafforzamento patrimoniale. Consob, dal canto suo, ha modificato il regolamento emittenti per adattare la disciplina dell'Opa e delle partecipazioni rilevanti a questi nuovi strumenti.

In secondo luogo, sempre in materia di Opa, è stata prevista la possibilità che le piccole e medie imprese possano definire, in via statutaria, una soglia dell'Opa obbligatoria diversa da quella ordinaria del 30 per cento (entro un intervallo compre-

so fra il 25 e il 40 per cento). La maggiore flessibilità consente una più ampia libertà circa il grado di contendibilità che l'azienda si pone come obiettivo e, quindi, permette alle imprese di non elevate dimensioni di accedere alla borsa senza sottostare, in tutti i casi, alle regole valide per le più grandi.

Nell'ambito di tale intervento normativo, sono stati elevati gli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni al capitale azionario delle piccole e medie imprese dal 2 al 5 per cento, così da ridurre gli oneri amministrativi e incentivare gli investitori a partecipare al capitale di queste società. Infine, è stata introdotta un'agevolazione fiscale per le imprese che si quotano su un mercato regolamentato o che chiedono l'ammissione a un sistema multilaterale di negoziazione, aumentando del 40 per cento la detrazione prevista dall'Ace (Aiuto alla crescita economica).

Nel contempo, Consob ha avviato un'approfondita opera di semplificazione della propria regolamentazione secondaria, nei limiti consentiti dalla disciplina primaria e nell'ottica di mantenere invariato il livello di tutela dei risparmiatori. In particolare, è stata semplificata la documentazione relativa alle operazioni straordinarie e alle offerte pubbliche di acquisto, è stato snellito il processo istruttorio di approvazione dei prospetti e sono stati ulteriormente ridotti alcuni obblighi informativi in materia di *internal dealing* e adesione ai codici di autodisciplina. Ulteriori semplificazioni hanno riguardato il giudizio di equivalenza della documentazione di offerta, l'informativa *price sensitive*.

In prospettiva, un'importante area in cui sono immaginabili ulteriori interventi di semplificazione è quella dei controlli interni delle società quotate. L'attuale assetto è frutto di una regolamentazione stratificata nel tempo, che ha generato un sistema complesso e costoso. Vi sono almeno cinque organi o funzioni coinvolte (collegio sindacale, comitati endoconsiliari, funzione di *internal audit*, organismo di vigilanza di cui al d.lgs. 231/2001, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari) senza possibilità di graduare la struttura organizzativa in funzione delle dimensioni dell'impresa. È un sistema che determina elevati costi di *compliance*, non garantendo maggiore capacità nella prevenzione di condotte illegittime o anche inefficienti²⁷.

Più in generale, è necessario facilitare il ricorso a modelli alternativi di amministrazione e controllo, il monistico e il dualistico, affermati e conosciuti nei principali Paesi avanzati. Una delle ragioni del loro scarso impiego sta nel fatto che il nostro codice civile non prevede una analitica disciplina in materia, mentre fa ampio uso del rinvio al modello tradizionale, rendendo particolarmente complesso discostarsi da quest'ultimo²⁸.

Rimane, tuttavia, il tema degli elevati costi della quotazione, che solo in parte riflettono gli oneri regolamentari. Analisi riferite a un campione di recenti IPO

27 Per una discussione più approfondita del tema si veda Alvaro, S., D. D'Eramo e G. Gasparri (2015), Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive, *Quaderni Giuridici Consob*, N. 7, maggio 2015, e Gasparri, G. (2013), I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti, *Quaderni Giuridici Consob*, N. 4, settembre 2013.

28 Cfr. Alvaro *et al.* cit.

indicano un costo compreso tra 0,6 milioni e 8 milioni di euro per le spese organizzative e di documentazione e un costo che varia fra l'1,8% e il 4,5% del controvalore dell'offerta da riconoscere agli intermediari per i servizi di collocamento²⁹.

Più in generale, al di là delle misure atte a incentivare la quotazione in borsa, altre recenti iniziative e provvedimenti normativi vanno nella direzione di promuovere lo sviluppo di canali di finanziamento non bancari basati sull'intermediazione mobiliare, soprattutto per favorire la crescita delle PMI.

Il mercato dei capitali italiano sconta difatti uno storico sottodimensionamento rispetto alle altre economie avanzate dell'area Euro e il peso dell'indebitamento bancario sul PIL si attesta su valori superiori alla media europea e in crescita rispetto ai valori pre-crisi. Recenti analisi indicano che il riequilibrio della struttura finanziaria delle aziende italiane, per riportare il *leverage* in linea con la media europea, richiederebbe la conversione in strumenti patrimoniali di un ammontare di debiti stimabile tra i 150 e 220 miliardi (Panetta, 2014).

Fra i recenti interventi tesi a favorire questo processo rientrano provvedimenti normativi del 2014 che consentono alle società assicurative la possibilità di erogare finanziamenti alle imprese, partecipando a operazioni originate da banche e condividendone i rischi. In parallelo, anche le società di cartolarizzazione potranno concedere crediti alle imprese, con il vincolo che i titoli emessi per sostenere l'attività di prestito potranno essere acquistati solo da investitori qualificati.

Questi provvedimenti favoriscono la complementarità tra banche e investitori qualificati non bancari, in quanto le banche rimangono un perno nelle decisioni di affidamento e si richiede che mantengano un interesse di rilievo in queste operazioni. La norma ha l'obiettivo di combinare, da un lato, le competenze delle banche nel valutare il merito di credito (*relationship banking*) e, dall'altro, la possibilità di rendere liquidi i crediti, trasferendoli al mercato e liberando risorse per estendere l'attività di prestito delle banche.

Gli interventi normativi citati hanno anche istituito nel nostro ordinamento i cosiddetti *credit funds*, organismi di investimento abilitati ad acquisire finanziamenti erogati da terzi e concedere direttamente prestiti. Nel 2015 sono state poi emanate le relative norme attuative, insieme a nuove misure per semplificare le procedure di insolvenza e concorsuali e per favorire il mercato dei *non-performing loans*.

Sempre nell'ottica di promuovere la canalizzazione diretta del risparmio verso investimenti produttivi attraverso meccanismi *market-based*, la Legge di Bilancio 2017 ha introdotto i PIR (Piani Individuali di Risparmio). Si tratta di fondi che dovranno indirizzare le loro risorse verso strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate nel territorio italiano e che potranno beneficiare di un trattamento fiscale agevolato là dove i risparmiatori mantengono l'investimento per almeno cinque anni. I dati relativi ai primi mesi del 2017 indicano che si tratta di strumenti che stanno avendo un notevole successo in termini di raccolta del risparmio.

29 Cfr. PiùBorsa, Documento Tecnico Programmatico, 2013.

Altri importanti interventi normativi volti a incentivare lo sviluppo del mercato mobiliare, emanati a più riprese fra il 2012 e il 2014, hanno riguardato l'introduzione di un regime agevolato per l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate, tipicamente PMI, (cosiddetti *minibond*). Borsa Italiana ha istituito un segmento di mercato dedicato alla loro negoziazione (denominato ExtraMot Pro), aperto a soli investitori istituzionali, che capitalizza oltre 6 miliardi di euro.

Iniziano a costituirsi i primi «Fondi di fondi» specializzati in PMI, strumento indispensabile per disporre di un'adeguata massa di risorse, funzionali all'aggregazione di altri operatori. Recenti iniziative, promosse anche da Cassa depositi e prestiti, vanno in questa direzione e hanno già raggiunto importanti risultati in termini di raccolta e investimenti. Esse potranno contribuire alla dotazione finanziaria di molte PMI, anche di nuova costituzione, e consolidare il successo di iniziative come l'Aim Italia (*Alternative Investment Market*), dove sono già quotate oltre 70 società, che capitalizzano circa 3 miliardi di euro.

In conclusione, è evidente che vi sia una sempre maggiore consapevolezza del legislatore italiano e del Governo della necessità di favorire il passaggio a un sistema di finanziamento delle imprese che veda un peso più equilibrato fra debito bancario e raccolta diretta sul mercato mobiliare, passaggio che richiede necessariamente un rafforzamento del peso e del ruolo degli investitori istituzionali.

In quest'ottica, tuttavia, il presente studio avvalorava l'ipotesi che questo passaggio richieda anche, come in larga misura già fatto, importati interventi di semplificazione e razionalizzazione del quadro regolamentare che disciplina la quotazione in borsa e, più in generale, la raccolta di risorse tramite l'emissione di strumenti finanziari.

Riferimenti bibliografici

- Alvaro, S., D. D'Eramo e G. Gasparri (2015), Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive, *Quaderni Giuridici Consob*, N. 7, maggio 2015
- Anderson, R., and D. Reeb (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58.
- Akerlof, G.A., (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, pp. 488-500.
- Amihud, Y., Mendelson, H., (1988). Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications. *Financial Management*, Vol. 17, No. 1. (Spring, 1988), pp. 5-15.
- Audretsch, D., Elston, J., (2002). Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behaviour in Germany, *International Journal of Industrial Organization*, 20, issue 1, p. 1-17.
- Arrow, Kenneth, (1962), Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention, p. 609-626 in, *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W., Kinney, W.R. (2007). The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits, *Journal of Accounting and Economics*, 2007.
- Atanassov, J., Nanda, V., Seru, A., (2007). Finance and Innovation: the Case of Publicly Traded Firms. *Ross School of Business Paper*, no. 970.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A., (1999). The Effect of Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, no. 2.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005) Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., Hand, J.R.M., Landsman, W.R. (1999). Accruals, Cash Flows, and Equity Values, *Review of Accounting Studies*, vol. 4, issue 3-4, pp. 205-229.
- Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C., (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectation. *Journal of Accounting and Economics*, 173-204.
- Basu, S., (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, issue 1, pp. 3-37.
- Beatty, A., S. Chamberlain, and J. Magliolo (1995). Managing financial reports of commercial banks: the influence of taxes, regulatory capital and earnings. *Journal of Accounting Research* 33.
- Beatty, A., B. Ke, and K. Petroni (2002). Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77.
- Beaver, W.H., McNichols, M., Nelson, K.K., (2007). An Alternative Interpretation for the Discontinuity in Earnings Distributions. *Review of Accounting Studies*, vol. 12, issue 4, pp. 525-556.
- Bharath, S. T., and A. K. Dittmar (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets?. *The Review of Financial Studies* 23.

- Bernanke, B., Gertler, M., and Gilchrist, S., (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1, pp. 1-15.
- Biddle, Gary C., Gilles Hilary, and Rodrigo S. Verdi. "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?." *Journal of Accounting and Economics* 48.2-3 (2009) : 112-131.
- Black, B. S., and Gilson, R. J., (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, Issue 3, pp. 243-277.
- Bolton, P., and E. L. von Thadden (1998). Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *The Journal of Finance*, vol.53 (1), Feb.1998, pp. 1-25.
- Bonaccorsi di Patti, E. (1999), Fa bene quotarsi? Un confronto fra società quotate e non quotate. Banca Impresa e Società.
- Brown, J., Fazzari S., Peterson, B., (2009). Financing Innovation and Growth: Cash-flow, External Equity and the 1990s R&D boom. *The Journal of Finance*, no. 64.
- Bugamelli, M., Cannari, L., Lotti, F., Magri, S., (2012). Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi. *Questioni di Economia e Finanza*, No. 121, Banca d'Italia.
- Burgstahler, D., and I. D. Dichev (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting & Economics* 24.
- Burgstahler, D., and M. Eames (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting* 33.
- Burgstahler, D., L. Hail, and C. Leuz (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81.
- Cahan, S. (1992). The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political cost hypothesis. *The Accounting Review* 67.
- Calderini, M., Scellato, G., (2003). Interpretare l'innovazione, Edizioni Fondazione Giovanni Agnelli, Torino.
- Campbell, J. (1996). Understanding risk and return. *Journal of Political Economy* 104.
- Chemmanur, T. J. and Paolo Fulghieri (1999), A Theory of the Going-Public Decision, *Review of Financial Studies*.
- Collins, J., D. Shackelford, and J. Wahlen (1995). Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings and taxes. *Journal of Accounting Research* 33.
- Coppens, L., and E. Peek (2003). An analysis of earnings management by European private firms. Working paper, University of Maastricht.
- Cressy, R., Olofsson, C., (1997). The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda. *Small Business Economics*, 9, 179-194.
- Davidson, S., Stickney, C.P., Weil, R.L., (1987). Accounting: the language of business. Seventh Edition, Paperback.
- DeAngelo, L. E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, 10.
- Dechow, P.M., Dichev, I.D., (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors. *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 35-59.
- Dechow, P.M., Schrand, C.M., (2004). Earnings Quality. *The Research Foundation of CFA Institute*.

- Dechow, P.M., Richardson, S.A., Tuna, I., (2003). Why are earnings kinky? *Review of Accounting Studies*, vol. 8, pp. 355-384.
- Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70: 193-225
- DeFond, M.L., Park, C.W., (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, issue 2, pp- 115-139.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72.
- Devereux, M., Schiantarelli, F., (1990). Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data, in Hubbard G.R. (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago; pp. 279-306.
- Ding, Y., H., Zhang, and J. Zhang (2007). Private vs state ownership and earnings management: evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance* 15.
- Doyle, J.T., Ge, W., McVay, S., (2007). Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review*, vol. 82, no. 5, pp. 1141-1170.
- Durtschi, C., Easton, P., (2005). Earnings Management? The Shapes of the Frequency Distributions of Earnings Metrics Are Not Evidence Ipso Facto. *Journal of Accounting Research*, vol. 43, issue 4, pp. 557-592.
- Dyck, A. and L. Zingales (2004). Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance* LIX.
- Erickson, M., and S. Wang (1998). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26.
- Farre-Mensa, J., J. Asker, and A. Ljungqvist (2015). Corporate investment and stock market listing: a puzzle?. *The Review of Financial Studies* 28.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. e Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment, in *Brookings Papers on Economic Policy*, pp. 141-95.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. e Petersen, B. C. (1988). (2000). Investment Cash Flow Sensitivities are Useful: a Comment on Kaplan and Zingales, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, pp. 695-705.
- Fazzari, Steven, Hubbard, R. Glenn and Petersen, Bruce, (2000), Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales, *The Quarterly Journal of Economics*, 115, issue 2, p. 695-705.
- Ferreira, D., Manso, G., and A. C. Silva (2014). Incentives to innovate and the decision to go public or private. *The Review of Financial Studies* 27.
- Fiondella, C., (2014). Il principio di prudenza. Profili teorici, orientamento della prassi ed evidenze empiriche. Giappichelli Editore, Torino.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Shipper, K., (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp. 295-327.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Shipper, K., (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, vol. 79, issue 4, pp. 967-1000.
- Francis, J., Philbrick, D., Schipper, K., 1994. Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 32, 137-164.

- Gasparri, G. (2013), I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti, *Quaderni Giuridici Consob*, N. 4, settembre 2013.
- Giordano, L., Guagliano, C., (2016), The Impact of Financial Architecture on Technical Innovation, *Applied Economics and Finance*, Vol. 3, No. 3, August 2016.
- Gilchrist S., Himmelberg C.P., (1995). Evidence on the Role of Cash Flow in Reduced-Form Investment Equations, *Journal of Monetary Economics*, vol. 36, pp. 541-572.
- Giroux, G., (2005). Detecting earnings management. *The International Journal of Accounting*, vol. 40, issue 1, pp. 101-105.
- Givoly, D., Hayn, C., and S. P. Kats (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review* 85.
- Givoly, D., C. Hayn, and A. Natarajan. 2007. Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review* 82 (1): 65-106.
- Gopalan, R., and S. Jayaraman (2011). Private control benefits and earnings management: evidence from insider controlled firms. *Journal of Accounting Research* 50.
- Greco, G., (2012). Le politiche di bilancio aziendali. Metodi di ricerca e analisi delle determinanti. Franco Angeli, Milano.
- Hayn, C., (1995). The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, no. 2, pp. 125-153.
- Healy, P., (1985). The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 85-107.
- Healy, P., and J. Wahlen (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13.
- Helwege, J., and F. Packer (2008). Private matters. Working paper, *Bank for International Settlement*.
- Himmelberg, C.P., B., Petersen (1994). R&D and Internal Finance. A Panel Study of Small Firms in High Tech Industries, *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, pp.38-51.
- Holmstrom, B., and Tirole, J., (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *The Journal of Political Economy*, Vol. 101, No. 4. (Aug., 1993), pp. 678-709.
- Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D., (1991). Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, pp. 33-60.
- Hu, N., Cao, Q., and L. Zheng (2013). Listed companies' income tax planning and earnings management: based on China's capital market. *Journal of Industrial Engineering and Management* 8.
- Hubbard, R.G., Kashyap A., Whited T., (1995). Internal Finance and Firm Investment. *Journal of Credit, Money and Banking*, vol. 27.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Kasznik, R., McNichols, M.F., (2002). Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices. *Journal of Accounting Research*, vol. 40, issue 3, pp. 727-759.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29.
- Kaplan, S. e Zingales, L. (1997). Do investment - cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. cxii, 1, pp. 169-216.

- (2000), Investment-cash flow sensitivities are not useful measures of financial constraints, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. cxv, pp. 707-12.
- Kellogg, Robert L., (1984), Accounting activities, security prices, and class action lawsuits, *Journal of Accounting and Economics*, 6, issue 3, p. 185-204.
- Kempen, R. (2010). Earnings management in public and private companies in The Netherlands. Mimeo.
- Kmenta, J. Elements of Econometrics. New York Macmillan, 1986.
- Lang, M., J.S. Raedy, and Yetman, M.H. (2003). How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research* 41(2): 363-386.
- Lerner, J. (1994) Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics* 35.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69.
- Lins, K, and H. Servaes (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance* LIV.
- Liu, X., and T.T.L. Chong (2014). The private benefits of corporate control: evidence from China. *Economic and Political Studies* 2.
- Lyandres, E., M. T. Marchica, R. Michaely, and R. Mura (2015). Owners' portfolio diversification and firm investment: evidence from private and public firms. Working paper.
- Magri, S., (2014). Does Issuing Equity Help R&D Activity? Evidence from Unlisted Italian High-tech Manufacturing Firms. *Economics of Innovation and New Technology*, no. 83.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S., (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, issue 2, p. 187-221.
- Mechelli, A., (2013). La Value Relevance del bilancio di esercizio. Giappichelli Editore.
- Mello, A., and Parsons, J., (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, pp. 79-109.
- Modigliani, F., Miller, M.H., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261-297.
- Moyer, S. (1990). Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. *Journal of Accounting and Economics* 12.
- Oliner S., Rudebusch G., (1992). Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment, *Review of Economics and Statistics*, 74, pp. 643-654
- Onida, P. (1974). Il bilancio d'esercizio nelle imprese e la sua «standardizzazione» e «certificazione», in «Rivista del dottori commercialisti, n. 2.
- Pagano, M. and A. Röell (1998), The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, pp. 187-225.
- Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales (1998), Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*.
- Panetta, F., (2014). Un sistema finanziario per la crescita. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca di Italia, Milano 27 gennaio 2014.

- Penman, Stephen H. and Zhang, Xiao-Jun, Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns (December 1999). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=201048> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.201048>.
- Penman, S.H., Zhang, X.J., (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, vol. 77, no. 2, pp. 237-264.
- Penno, M., Simon, D.T., (2006). Accounting Choices: Public versus Public Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 13, no. 4, pp. 561-569.
- Perry, S., and T. Williams (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics* 18.
- Poli, S. (2013). Small-sized companies' earnings management: evidence from Italy. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 13.
- Rajan, R.G., (1992). Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance*, vol. 47, issue 4.
- Richardson, S.A., Sloan, R.G., Solimani, M.T., Tuna, I., (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp. 437-485.
- Richardson, S.A., R. G. Sloan, M.T. Soliman, and I. Tuna (2006). The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. *The Accounting Review*, May 2006, Vol. 81, No. 3, pp. 713-743.
- Saanoun, I.B., Riahi Y., and M.B. Arab (2013). Private benefits of control and earnings management: the case of French listed companies. *European Journal of Business and Social Sciences* 2.
- Siciliano, G. (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Schaller, H., (1993). Asymmetric Information, Liquidity Constraints and Canadian Investment, *Canadian Journal of Economics*, vol.26, pp.552-574.
- Schipper, K., Linda, V., (2003). *Earnings Quality*. Faculty Publications, Northwestern Kellogg.
- Skinner, D.J., (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, vol. 32, no. 1, pp. 38-60.
- Skinner, D.J., (1997), Earnings disclosures and stockholder lawsuits, *Journal of Accounting and Economics*, 23, issue 3, p. 249-282.
- Sloan, R.G., (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings. *The Accounting Review*, vol. 71, no. 3, pp. 289-315.
- Sundgren, S. (2007). Earnings Management in Public and Private Companies: Evidence from Finland. *Finnish Journal of Business Economics*.
- Skinner, D.J., (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, issue 3, pp. 249-289.
- Stiglitz, J.E., Weiss, A., (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, vol. 71, issue 3, pp. 393-410.
- Stoughton, Neal M., and Zechner, J., (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, pp. 45-77.
- Teoh, S.H., Welch, I., and T.J. Wong (1998a). Earnings management and the post-issue performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50.

- Teoh, S.H., Welch, I., and T.J. Wong (1998b). Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53.
- Ross L. Watts (2003) Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*: September 2003, Vol. 17, No. 3, pp. 207-221.
- Watts, R.L., and J.L. Zimmerman (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53.
- Watts, R.L. (2003a). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, vol.17, pp. 207-221.
- Watts, R.L. (2003b). Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. *Accounting Horizons*, vol.17, pp. 287-301.
- Welch, I., (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*. Vol. 44, No. 2 (Jun., 1989), pp. 421-449.
- Verona, R. (2006). Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico aziendali. Giuffrè, Milano.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *The Review of Economic Studies* 62.

Composizione del *matching sample* fra società quotate e non quotate per dimensione e settore industriale

Composizione settoriale

settore	cod. ATECO	numero società quotate	numero società non quotate
manifatturiero (alimentari e tabacco)	C [1]	2	2
manifatturiero (tessile e affini)	C [2]	6	6
manifatturiero (legno carta)	C [3]	1	1
manifatturiero (chimica e farmaceutica)	C [4]	3	3
manifatturiero (metalli)	C [5]	2	2
manifatturiero (elettronica)	C [6]	10	10
manifatturiero (trasporti)	C [7]	2	2
manifatturiero (mobili arredi)	C [8]	1	1
manifatturiero (altro)	C [9]	3	3
fornitura energia elettrica, gas, vapore	D	2	2
fornitura acqua; reti fognarie, gestione rifiuti	E	2	2
costruzioni	F	2	2
commercio (ingrosso e dettaglio); riparaz. auto/moto	G	4	4
attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	I	2	2
servizi di informazione e comunicazione	J	7	7
attività professionali, scientifiche e tecniche	M	1	1
altre attività di servizi	S	1	1
<i>totale</i>	<i>17</i>	<i>51</i>	<i>51</i>

Dati di bilancio al 2002 (mln di euro)

gruppo	voce	media	mediana	min	max
quotate	attivo	793	235	35	4,515
	fatturato	702	189	16	6,431
	num. addetti	3,466	1,076	125	37,059
51 non quotate	attivo	378	194	37	3,206
	fatturato	288	137	21	1,797
	num. addetti	1,345	649	91	12,101
496 non quotate	attivo	292	76	12	46,622
	fatturato	179	75	15	7,916
	num. addetti	1,080	338	51	161,403

Recenti pubblicazioni

- 7** – settembre 2017
Discussion papers
Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici
Autorità Indipendenti e anticorruzione
Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici
I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici
Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers
L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici
Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers
La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza
Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici
Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo

- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
 Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza Financial disclosure, risk perception and investment choices.
 Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
 Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement.
 Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
 Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti