



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"LE PRATICHE DI EARNINGS MANAGEMENT:  
ANALISI DEL CASO MASI"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. MICHELE FABRIZI**

**LAUREANDO: STEFANO MICHELOTTO**

**MATRICOLA N. 1160932**

**ANNO ACCADEMICO 2019 - 2020**



*“In the zeal to satisfy consensus earnings estimates and project a smooth earnings path, wishful thinking may be winning the day over faithful representation. As a result, I fear that we are witnessing an erosion in the quality of earnings, and therefore, the quality of financial reporting. Managing may be giving way to manipulation; Integrity may be losing out to illusion”.*  
*(Arthur Levitt, 1998).*



## Indice

Introduzione.....	6
Capitolo 1 .....	7
Earnings Management: Letteratura accademica.....	7
1.1 Definizioni di Earnings Management .....	7
1.2 Incentivi all'EM: capital market motivations .....	8
1.3 Incentivi all'EM: contracting motivations .....	10
1.4 Incentivi all'EM: regulatory motivations .....	12
1.5 Altri contributi alla letteratura accademica sull'EM.....	13
1.6 Arthur Levitt (1998): "accounting gimmicks".....	14
Capitolo 2 .....	17
Approccio di Penman all'analisi dell'Earnings Management .....	17
2.1 Accounting quality e earnings management.....	17
2.2 Rilevazione di accruals-based EM.....	19
2.2.1 Relazione tra reddito operativo, flusso di cassa operativo e NOA.....	19
2.2.2 Diagnostiche per individuare la manipolazione delle vendite .....	20
2.2.3 Diagnostiche per individuare la manipolazione dei costi operativi .....	21
2.3 Rilevazione di real transactions EM .....	24
Capitolo 3 .....	25
Earnings quality analysis applicata: Gruppo Masi .....	25
3.1 Gruppo Masi: modello di business e accounting policy .....	25
3.2 Calcolo diagnostiche per l'individuazione di accruals-based EM.....	26
3.2.1 Analisi delle vendite.....	26
3.2.2 Analisi delle core expenses .....	28
3.3 Real transactions EM e considerazioni finali dell'analisi applicata .....	32
Conclusioni.....	34
Riferimenti bibliografici.....	35

## Introduzione

I prospetti finanziari hanno la primaria funzione di informare il pubblico degli stakeholders, fornendo un ritratto della performance economico-finanziaria che un'impresa ha realizzato in un determinato periodo. Idealmente attraverso questa attività di *disclosure* gli investitori, attuali e potenziali, dovrebbero essere in grado di operare una distinzione tra imprese più o meno performanti e conseguentemente indirizzare le proprie decisioni di investimento perseguendo un'allocazione più efficiente delle risorse a disposizione (Healy e Wahlen 1999).

Tuttavia per raggiungere un desiderato risultato economico i managers possono organizzare l'attività d'impresa, nonché sfruttare i margini di discrezionalità nella scelta delle politiche contabili da adottare concessi dai GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) e dagli IAS/IFRS (International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards), per manipolare gli utili riportando una performance diversa da quella effettiva.

Questo fenomeno, ampiamente trattato e discusso negli ultimi decenni, è noto con il nome di *earnings management (EM)*.

L'elaborato si pone innanzitutto l'obiettivo di analizzare tale fenomeno dal punto di vista teorico. A tal fine, nel primo capitolo, presento una panoramica logicamente e cronologicamente organizzata della principale letteratura accademica che nel corso degli anni ha affrontato il tema dell'earnings management, cercando di darne una definizione, analizzando gli incentivi che spingono i managers a intraprendere tale attività e studiando le varie metodologie utilizzate per manipolare la performance riportata nel bilancio d'esercizio.

Nel secondo capitolo invece, considerando che la manipolazione degli utili si produce a livello contabile, concentro la mia attenzione sull'approccio all'analisi della qualità degli utili proposto da Penman (2013), un metodo più pratico basato fondamentalmente sull'analisi di bilancio e sull'utilizzo di alcuni strumenti di diagnostica utili per rilevare segnali di earnings management. Infine, nel terzo capitolo, propongo un'analisi della qualità dei bilanci consolidati del Gruppo Masi, applicando gli strumenti di diagnostica esposti nel secondo capitolo.

# Capitolo 1

## Earnings Management: Letteratura accademica

### 1.1 Definizioni di Earnings Management

Tra le numerose definizioni di earnings management rinvenibili nella letteratura scientifica se ne possono individuare tre dal contenuto particolarmente esaustivo:

- Davidson, Stickney e Weil (si veda Schipper 1989, p.92) definiscono la manipolazione degli utili come “un processo in cui si intraprendono misure intenzionali entro i vincoli dei GAAP per ottenere un livello desiderato di utili riportati”,
- Schipper (1989, p.92) per earnings management intende “...disclosure management nel senso di un intenzionale intervento nel processo di reporting finanziario esterno, con l'intento di ottenere dei benefici privati (al posto di facilitare meramente il neutrale funzionamento del processo).”
- Per Healy e Wahlen (1999, p.368) “la manipolazione degli utili si verifica quando i managers sfruttano la discrezionalità nel [processo di] reporting finanziario e nella strutturazione delle transazioni per alterare i report finanziari con lo scopo sia di ingannare alcuni stakeholders riguardo la performance economica di fondo sia di influenzare i risultati di alcuni contratti che dipendono dai dati contabili riportati.”

Fondamentalmente tutte e tre le definizioni, seppur diverse nella stesura, introducono il concetto di *accruals-based earnings management*: un accrual è un componente di reddito, positivo o negativo, a cui non sono correlati flussi di cassa in entrata o in uscita, di conseguenza depurare il risultato economico dall'effetto degli accruals permette di riconciliare il risultato d'esercizio ai flussi di cassa realmente intervenuti nel corso del periodo di riferimento.

La manipolazione degli utili da parte dei managers avviene spesso attraverso l'utilizzo discrezionale degli accruals, individuabile (Healy e Wahlen 1999) nelle scelte che essi devono intraprendere relativamente, ad esempio, alla stima della vita utile e del valore di realizzo dei beni a fecondità ripetuta, ai metodi di ammortamento da utilizzare, alle modalità di valutazione delle rimanenze di magazzino (LIFO, FIFO, costo medio ponderato), alla svalutazione dei crediti e degli asset pluriennali.

Tuttavia la manipolazione degli utili da parte del Top Management Team (TMT) può avvenire, secondo la definizione di Healy e Wahlen (1999) e secondo un'estensione della definizione di Schipper (1989), anche tramite l'esercizio di libertà decisionale nella strutturazione delle

operazioni di gestione, investimento e finanziamento, queste decisioni riguardano ad esempio la scelta tra spendere o capitalizzare i costi di ricerca e sviluppo, il riconoscimento di ricavi di competenza prima del completamento dell'operazione di vendita o al contrario il differimento di ricavi relativi a vendite già concluse e l'incremento o la riduzione di costi discrezionali. In questi casi si parla di *real transactions earnings management*, ossia di "...azioni manageriali che deviano dalle normali pratiche aziendali, intraprese con l'obiettivo primario di raggiungere determinate soglie di utili" (Roychowdhury 2006, p.336).

Nonostante l'importanza dell'investigazione dell'earnings management per determinare l'effettivo valore di un'attività imprenditoriale, Healy e Wahlen (1999) e Schipper (1989) concordano sull'estrema difficoltà che si riscontra nell'individuazione della manipolazione stessa, infatti (Healy e Wahlen 1999, p.370) "... per stabilire se gli utili sono stati manipolati, i ricercatori devono inizialmente stimare gli utili prima degli effetti della manipolazione." Si tratta di un compito molto complesso da attuare.

Secondo il pensiero di Healy e Wahlen (1999), un approccio comunemente adottato dagli esperti e dai ricercatori poggia sull'iniziale individuazione degli incentivi che spingono i managers a manipolare la performance, per poi analizzare le caratteristiche degli accruals, o delle scelte contabili, e stabilire se essi sono consistenti con gli incentivi precedentemente individuati.

Gli incentivi all'earnings management possono essere distinti in tre macrocategorie: la prima riguarda motivazioni attinenti alla valutazione delle aspettative del mercato dei capitali, la seconda si concentra sui contratti i cui oggetti sono collegati a misure di performance contabili e la terza analizza le motivazioni che sorgono per effetto delle normative anti-trust e della regolamentazione in generale (Healy e Wahlen 1999).

## **1.2 Incentivi all'EM: capital market motivations**

La necessità di soddisfare le aspettative e di rispettare le previsioni degli analisti e degli investitori in merito alla performance attesa e al sotteso valore dei titoli azionari, nonché l'esigenza di gestire i rapporti con tutti gli stakeholders coinvolti nello svolgimento dei processi aziendali, favorisce le pratiche di earnings management da parte del Top Management Team.

Burgstahler e Dichev (1997) hanno dimostrato che l'EM è ampiamente utilizzato per evitare di riportare riduzioni degli utili o perdite al fine di controllare i costi che sorgono durante lo svolgimento delle transazioni con gli stakeholders. Attraverso lo studio delle "cross-sectional distributions" (Burgstahler e Dichev 1997, p.101) i due ricercatori, assumendo la distribuzione normale, hanno individuato una frequenza delle società che riportano piccole riduzioni di utili o piccole perdite nettamente inferiore rispetto alla frequenza delle società le quali, al contrario,

riportano piccoli incrementi degli utili o piccoli utili.

Inoltre la pervasività del fenomeno risulta essere più marcata quando la manipolazione della performance ha lo scopo di evitare perdite. A tal proposito Burgstahler e Dichev (1997, p.101) affermano: “stimiamo che l’8-12% delle società con piccole riduzioni degli utili pre-manipolazione manipolano il risultato economico per raggiungere incrementi di utili, e il 30-44% delle società con piccole perdite pre-manipolazione manipolano gli utili per creare risultati economici positivi”.

Tale alterazione della performance avviene principalmente attraverso la manipolazione del flusso di cassa derivante dalla gestione operativa e delle variazioni intervenute all’interno del capitale circolante (Burgstahler e Dichev 1997).

In aggiunta, sulla base di uno studio condotto da Barth, Elliott e Finn (1999), gli incentivi all’earnings management tendono ad essere più accentuati per società con una lunga serie di piccoli incrementi nel risultato economico, in quanto queste società conquistano crescenti “*price-earnings multiples*” (Barth, Elliott e Finn 1999, p.388), ossia prezzi dei rispettivi titoli azionari relativamente agli utili realizzati, rispetto alle altre società, ma dal lato opposto sostengono una drastica riduzione di tali multipli qualora la serie di incrementi negli utili si interrompa.

Tra i numerosi studi accademici che hanno analizzato le capital market motivations che incoraggiano il fenomeno dell’EM, Teoh, Welch e Wong (1998a) e Teoh, Welch e Wong (1998b) hanno proposto un’analisi della performance di lungo periodo rispettivamente delle “*Initial Public Offerings*”, il primo, e delle “*seasoned equity offerings*”, il secondo, per società che prima dell’emissione degli strumenti finanziari avevano manipolato gli utili per collocare più agevolmente nel mercato dei capitali i nuovi titoli emessi.

Le due ricerche hanno analizzato la relazione tra utilizzo dei “*discretionary current accruals*” (Teoh, Welch e Wong 1998a, p.1936 e 1998b, p.64), ovvero accruals di breve periodo che possono essere controllati dai managers, per gonfiare gli utili prima dell’emissione e rendimento di lungo periodo dei titoli emessi. I risultati di Teoh, Welch e Wong (1998a) e Teoh, Welch e Wong (1998b) hanno evidenziato che gli emittenti i cui risultati economici sono aggressivamente influenzati dagli accruals sperimentano rendimenti di lungo periodo dei titoli emessi nettamente inferiori rispetto agli emittenti i cui utili non sono stati alterati.

Uno studio più recente di Abarbanell e Lehavy (2003) si è focalizzato sull’importanza della relazione tra earnings management e errori di previsione dei risultati economici da parte degli analisti. Costruendo delle *cross-sectional distributions* degli errori di previsione degli analisti Abarbanell e Lehavy (2003) hanno individuato due asimmetrie: un elevato numero di errori di previsione estremamente negativi rispetto agli errori di previsione estremamente positivi,

denominata “*tail asymmetry*” (Abarbanell e Lehavy 2003, p. 106), e un’elevata frequenza di piccoli errori di previsione positivi rispetto ai piccoli errori di previsione negativi, denominata “*middle asymmetry*” (Abarbanell e Lehavy 2003, p. 106).

L’analisi ha rivelato una relazione diretta tra accruals inattesi estremamente negativi e la tail asymmetry, e la dipendenza della middle asymmetry dalla quantità di accruals positivi inattesi riportati, sottolineando la capacità del TMT di distorcere, tramite l’earnings management, le previsioni degli analisti indirizzandole secondo la direzione ritenuta più opportuna per controllare il valore dei titoli azionari (Abarbanell e Lehavy 2003).

Conclusioni simili sono state tratte da Burgstahler e Eames (2006) i quali hanno dimostrato che al fine di incrociare o superare le aspettative degli analisti, spesso i manager manipolano gli utili gonfiandoli e modificano al ribasso le previsioni per permettere il verificarsi di “*small positive earnings surprises*” (Burgstahler e Eames 2006, p.634).

### **1.3 Incentivi all’EM: contracting motivations**

Le pratiche di alterazione della performance riportata nei prospetti finanziari sono spesso motivate dalla presenza di clausole, all’interno dei contratti, che sono collegate a determinati risultati contabili. Tra queste assumono particolare importanza le clausole dei contratti di remunerazione dei managers che prevedono una determinata compensazione solo qualora si raggiungano determinati risultati economici: si tratta dei cosiddetti *earnings-based bonus plans*, componenti dei contratti di remunerazione degli executives che prevedono il pagamento di un bonus annuale al raggiungimento di una determinata soglia di performance economica, e il cui importo incrementa all’aumentare del livello di redditività raggiunto fino ad una determinata soglia al disopra della quale il bonus rimane costante.

Si deve a Healy (1985) uno dei primi studi sugli incentivi alla manipolazione degli utili da parte dei managers compensati attraverso bonus. Healy (1985) ha analizzato l’utilizzo degli accruals e delle procedure di contabilizzazione in presenza dei bonus plans e ha dimostrato quanto segue:

- I managers cercano di massimizzare le loro compensazioni attraverso l’utilizzo di accruals che aumentano gli utili riportati;
- In caso di raggiungimento del *bonus cap*, il massimo bonus ottenibile, gli accruals vengono utilizzati per ridurre il reddito, trasferendo gli utili in eccesso ai periodi successivi per facilitare l’ottenimento del bonus in futuro;
- Procedure simili alla precedente vengono attuate anche qualora il risultato economico non raggiunga la soglia necessaria per ricevere il bonus, pertanto gli utili correnti vengono ridotti per aumentare la probabilità di ricevere il bonus nei successivi esercizi;
- Le procedure di contabilizzazione non sono influenzate dagli incentivi alla manipolazione

della performance dovuti alla presenza dei bonus plans, ma cambiamenti nelle medesime sono associati a modifiche dei piani di remunerazione.

Holthausen, Larcker e Sloan (1995) hanno rianalizzato ed esteso la ricerca di Healy (1985) testando la presenza di earnings management in società che remunerano i propri CEO anche con dei bonus annuali. I risultati ottenuti si sono rivelati consistenti con la tendenza, rilevata da Healy (1985), del TMT di utilizzare gli accruals per massimizzare la performance e conseguentemente le remunerazioni, ma secondo gli esiti della ricerca di Holthausen, Larcker e Sloan (1995) i managers sono incoraggiati a manipolare gli utili al ribasso solo quando hanno raggiunto e superato il bonus cap, mentre quando il risultato economico è inferiore alla soglia minima necessaria per ottenere il bonus non è stata individuata evidenza di earnings management.

Secondo l'approccio seguito in uno studio di Guidry, Leone e Rock (1999), studiare la presenza di manipolazione negli utili indotta dai bonus plans a livello corporate, criterio proposto nei due succitati studi, può portare a conclusioni fuorvianti in quanto "... gli incentivi dei singoli manager differiscono entro un dato periodo di reporting, gli accruals discrezionali che incrementano l'utile in una business unit compensano gli accruals discrezionali che riducono l'utile in un'altra business unit" (Guidry, Leone e Rock 1999, p.115), in questo modo l'aggregazione dei dati a livello corporate potrebbe oscurare la presenza di attività di earnings management intraprese in realtà a livello di business.

Per queste motivazioni Guidry, Leone e Rock (1999) hanno condotto un'analisi a livello di business assumendo che i bonus percepiti dai managers dipendessero esclusivamente dal risultato economico realizzato nella business unit sotto il loro controllo, e hanno ottenuto risultati consistenti con l'ipotesi, proposta da Healy (1985), di massimizzazione della performance, attraverso gli accruals discrezionali, per massimizzare il bonus annuale.

Gli incentivi alla manipolazione degli utili dovuti a clausole contrattuali non dipendono esclusivamente dalla presenza di *bonus plans*, infatti i managers sono spesso compensati anche attraverso *stock options*. A tal proposito Bergstresser e Philippon (2006) hanno dimostrato che i CEO la cui remunerazione comprende anche *stock options*, tendono a gonfiare gli utili attraverso l'utilizzo aggressivo di accruals discrezionali, per poi esercitare i diritti di opzione e successivamente vendere grandi quantità di titoli azionari della società negli stessi anni in cui hanno manipolato la performance.

I contratti di remunerazione dei managers possono inoltre contenere anche un "*Supplemental Executive Retirement Plan (SERP)*" (Kalyta 2009, p.1554), ossia un piano pensionistico che dipende dalla performance raggiunta dall'impresa negli anni che precedono il pensionamento del manager. In presenza di SERP è stato dimostrato (Kalyta 2009) che l'utilizzo degli accruals

discrezionali per aumentare il risultato economico risulta essere molto più elevato negli anni che precedono il pensionamento del CEO, e nel periodo post pensionamento gli *abnormal returns* (differenza fra rendimento attuale e rendimento atteso delle azioni) sono negativi a causa dell'incapacità degli investitori di intercettare l'earnings management se non dopo l'entrata in pensione del CEO.

Le ricerche sugli incentivi alla manipolazione degli utili hanno riguardato anche i contratti con gli obbligazionisti, in particolare Healy e Palepu (1990) hanno esaminato le politiche contabili e di distribuzione dei dividendi di un campione di società che versava in situazioni di possibile inadempimento dei contratti di prestito obbligazionario, qualora fossero presenti, all'interno degli stessi contratti, delle clausole di restrizione alla distribuzione dei dividendi. L'obiettivo era quello di individuare possibili manipolazioni al rialzo degli utili operate dai managers per violare le clausole di restrizione dei dividendi, tuttavia i risultati ottenuti non sono stati consistenti con le ipotesi in quanto non sono stati rilevati segnali di earnings management (Healy e Palepu 1990).

#### **1.4 Incentivi all'EM: regulatory motivations**

La presenza di normative antitrust e di regolamentazione specifica in determinati settori può essere un'ulteriore causa che induce il TMT ad intraprendere azioni di earnings management.

Per quanto riguarda le normative antitrust, Cahan (1992) ha studiato le procedure contabili adottate da un campione di società sottoposte a indagini antimonopolistiche, svolte dalle agenzie preposte al controllo e alla protezione della concorrenza negli Stati Uniti, al fine di rivelare una potenziale manipolazione della performance. L'ipotesi fondamentale della sua analisi sussisteva nella possibilità che i managers, al fine di evitare sentenze sfavorevoli di violazione della normativa anti-trust e il sostenimento dei costi conseguenti, fossero incentivati a ridurre gli utili attraverso gli accruals discrezionali in presenza di ispezioni antimonopolistiche. I risultati dei test hanno supportato l'ipotesi testata, confermando che in presenza di indagini per possibile violazione di norme anti-trust i managers modificano gli utili introducendo accruals discrezionali negativi (Cahan 1992).

Per quanto riguarda invece la regolamentazione specifica di settore, il settore bancario, per le sue peculiari attività, risulta essere destinatario di un'ampia e rigida normativa in particolar modo concentrata sui requisiti patrimoniali richiesti alle banche per garantirne la costante liquidità.

Collins, Shackelford e Wahlen (1995) hanno indagato, a tal proposito, sull'influenza che alcune considerazioni patrimoniali, reddituali e tributarie possono avere per le decisioni che le banche devono affrontare in merito a sette opzioni di "*capital raising*" (Collins, Shackelford e Wahlen

1995, p.263), e hanno rilevato la presenza di una relazione tra le suddette considerazioni e le sette opzioni consistente con l'attività di manipolazione degli utili da parte dei managers per rispettare i requisiti patrimoniali previsti dalla legge.

### **1.5 Altri contributi alla letteratura accademica sull'EM**

Le categorie di motivazioni che incoraggiano i managers a manipolare la performance, catalogate da Healy e Wahlen (1999), non sono esaustive del fenomeno dell'earnings management. Numerose sono le situazioni in cui possono presentarsi incentivi all'alterazione degli utili e fornirne un elenco completo esula dagli scopi dell'elaborato, tuttavia ritengo opportuno citare alcuni studi accademici che hanno contribuito, insieme ad altri, all'arricchimento della letteratura sul fenomeno dell'earnings management.

In alcune società i managers potrebbero essere interessati all'acquisto dei titoli azionari della società stessa per la quale lavorano, diventando in questo modo managers-imprenditori: questa operazione è conosciuta come *Management Buyout (MBO)*.

Wu (1997) ha ipotizzato che prima di un'operazione di MBO i managers possano essere incentivati a sottostimare il risultato economico, con lo scopo di causare una riduzione del prezzo dei titoli e risparmiare sull'acquisto degli stessi nel momento dell'implementazione dell'operazione. Testando l'ipotesi di manipolazione degli utili su un campione di società nelle quali vi era stata una proposta di MBO, Wu (1997) ha individuato performance riportate, nell'anno pre-MBO, inferiori rispetto alla media di settore, dovute principalmente alla maggiore presenza di accruals discrezionali negativi negli utili del campione rispetto alle altre società non influenzate da proposte di MBO. La modifica degli utili è direttamente correlata ad un abbassamento del prezzo delle azioni prima dell'operazione, e permette ai managers di risparmiare sull'acquisto dei titoli (Wu 1997).

Wu (1997) ha testato anche l'ipotesi di *downward earnings management* nel caso di annunci di takeovers ostili da parte di terzi, senza trovare però alcuna evidenza di manipolazione. Infatti "...i managers di società target di un takeover, sono incentivati a incrementare gli utili riportati per convincere gli azionisti che i managers si stanno comportando efficientemente..." (Easterwood 1998, p.29), cioè la manipolazione degli utili si verifica, ma nella direzione opposta rispetto al MBO.

Coerentemente con quanto appena affermato, uno studio di Easterwood (1998) ha rivelato che imprese oggetto di tentativi di takeovers ostili adottano accruals positivi per aumentare gli utili nel trimestre che precede il tentativo di takeover.

Un articolo di Erickson e Wang (1999) si è occupato invece di incentivi alla manipolazione della performance da parte di società acquirenti in operazioni di *stock for stock mergers*: si tratta

di operazioni di fusione nelle quali la società acquirente (o principale) compra la società target non pagando un corrispettivo in denaro, bensì trasferendo agli azionisti della società target una parte delle azioni della nuova società che si crea con la fusione, la cui quantità dipende dal prezzo di acquisto stabilito e dal valore delle nuove azioni. Conseguentemente maggiore è il valore delle nuove azioni alla data dell'operazione, minore è la quantità di azioni che devono essere emesse per il pagamento e ciò crea le condizioni ideali per il verificarsi di alterazione della performance prima della fusione, al fine di ottenere un incremento del prezzo delle azioni (Erickson e Wang 1999).

L'analisi di Erickson e Wang (1999) effettuata su un campione di società acquirenti, prima dell'operazione di stock for stock merger, per individuare il livello di accruals inattesi positivi, ha confermato la tendenza dei managers a sfruttare metodi di contabilizzazione che permettono, attraverso la manipolazione degli accruals, di raggiungere utili più elevati.

Anche le caratteristiche della struttura di corporate governance possono notevolmente influenzare i comportamenti assunti dai managers durante il processo di reporting finanziario. È uno studio di Klein (2002) a dimostrarlo.

Klein (2002) ha condotto un'analisi su un campione di società statunitensi al fine di esaminare la relazione esistente tra gli accruals e il grado di indipendenza del comitato di revisione e del consiglio di amministrazione. L'esito della sua ricerca è stato l'individuazione di una significativa relazione negativa sia tra la grandezza degli accruals e il grado di indipendenza del comitato di revisione (espresso in termini di percentuale di outside directors sul totale dei componenti), sia tra la grandezza degli accruals e il grado di indipendenza del consiglio di amministrazione (anch'esso espresso in termini di percentuale di outside directors sul totale dei consiglieri). I risultati confermano che l'indipendenza degli organi principali della struttura di corporate governance è presupposto fondamentale per il monitoraggio efficace dei comportamenti del TMT e per ridurre le probabilità di incorrere in pratiche di earnings management (Klein 2002).

### **1.6 Arthur Levitt (1998): “accounting gimmicks”**

*“Our accounting principles weren't meant to be a straitjacket. Accountants are wise enough to know they cannot anticipate every business structure, or every new and innovative transaction, so they develop principles that allow for flexibility to adapt to changing circumstances [...]. Abuses such as earnings management occur when people exploit this pliancy [...]. This masks the true consequences of management's decisions”.*  
(Arthur Levitt 1998, p.3).

In un celebre discorso denominato “The Numbers Game” del 28 settembre 1998, l’ex presidente della SEC (Security and Exchange Commission) Arthur Levitt ha cercato di sensibilizzare la comunità finanziaria sul crescente fenomeno dell’earnings management negli Stati Uniti, descrivendolo come “un’area grigia tra legittimità e frode” (Arthur Levitt 1998, p.2) ed evidenziandone la pervasività tra le imprese di qualsiasi grandezza e settore.

Durante questo discorso Arthur Levitt ha analizzato alcuni dei principali “*accounting gimmicks*” (Arthur Levitt 1998, p.2) sfruttati dai managers per manipolare la performance economico-finanziaria, elencandone cinque tra i più importanti:

1. *“Big Bath” Restructuring Charges*: quando le imprese si trovano a dover affrontare un processo di ristrutturazione aziendale generalmente sostengono elevati costi straordinari, i quali riducono la redditività per il periodo di riferimento. I mercati finanziari, consapevoli dell’eccezionalità di tali costi, non reagiscono negativamente al calo del risultato economico, in quanto prevedono che la performance negli esercizi successivi tornerà ad incrementare e questo incentiva il management a contabilizzare, nel periodo della ristrutturazione, anche altri costi non di competenza sfruttando la tecnica del “Big Bath”. Questo comportamento permette di ottenere performance future migliori e incrementa il grado di ottimismo di investitori e analisti (Arthur Levitt 1998).
2. *Creative Acquisition Accounting*: per rispettare la necessità di crescita continua e la crescente competizione di mercato molte società si vedono costrette ad adottare un’aggressiva politica di acquisizioni. Acquisire un’azienda, tuttavia, richiede un ingente sacrificio in termini di riduzione degli utili futuri (ammortizzazione degli asset acquisiti e impairment test annuale ne sono un esempio), sacrificio che molte imprese non sono disposte ad accettare. Per evitare, dunque, perdite future queste società classificano una parte sempre crescente del prezzo di acquisto come “*in-process research and development*” (Arthur Levitt 1998, p.4), spesandola nel conto economico nell’anno dell’acquisizione e evitando riduzioni degli utili in futuro (Arthur Levitt 1998).
3. *Cookie Jar Reserves*: per evitare irregolarità nel trend di incremento costante della redditività, coerentemente con la necessità di incrociare le previsioni degli analisti, spesso i managers creano delle “*cookie jar reserves*”, ossia dei fondi costruiti con lo scopo di essere sfruttati in periodi di crisi per ridurre gli effetti negativi sulla performance economica. Questi fondi vengono alimentati da accantonamenti effettuati in esercizi in cui si rilevano performance positive superiori alle aspettative degli analisti (Arthur Levitt 1998).
4. *“Immaterial” misapplications of accounting principles*: in alcune situazioni i managers si trovano di fronte ad elementi il cui valore è talmente piccolo da non essere considerati

significativi, motivo per cui questi componenti possono essere esclusi dal processo di reporting finanziario. Il problema fondamentale è che il TMT sfrutta questo principio di rilevanza opportunisticamente, registrando intenzionalmente alcuni piccoli errori ed alterando in questo modo l'effettiva performance realizzata (Arthur Levitt 1998).

5. *Premature Recognition of Revenues*: al fine di gonfiare gli utili, le società spesso decidono di riconoscere alcuni ricavi come di competenza dell'esercizio nonostante la vendita generatrice di quel ricavo non si sia, in realtà, ancora conclusa. Ciò si verifica quando le merci non sono ancora state consegnate o spedite al cliente, o al termine dell'esercizio al cliente sia ancora data la possibilità di decidere se concludere, rifiutare o dilazionare la vendita (Arthur Levitt 1998).

Conclusa la panoramica dei principali studi accademici che hanno esaminato il fenomeno dell'earnings management, nel prossimo capitolo concentrerò la mia attenzione su un approccio particolare, diverso rispetto a quelli fino a questo momento esposti, caratterizzato da un maggior livello di pragmaticità e basato su uno studio delle singole realtà aziendali piuttosto che su analisi aggregate.

## Capitolo 2

### Approccio di Penman all'analisi dell'Earnings Management

#### 2.1 Accounting quality e earnings management

Gli studi esposti nel capitolo 1, così come la maggior parte delle ricerche sul fenomeno dell'earnings management, si caratterizzano per un approccio econometrico, atto alla ricerca di particolari evidenze di manipolazione della performance su un campione di imprese che presentano determinate caratteristiche o incentivi alla manipolazione.

In questo capitolo esporrò e argomenterò, invece, l'approccio adottato da Penman (2013) nel capitolo 18 del libro *“Financial Statement Analysis and Security Valuation”*, il quale si differenzia dall'altri studi nel panorama accademico per un metodo di investigazione dell'earnings management fondamentalista, ovvero basato sull'analisi della qualità del bilancio che permette di studiare ciascuna realtà imprenditoriale individualmente.

La qualità dei *financial statements*, e degli utili in particolare, è fondamentale per poter effettuare valutazioni sulla performance futura delle società e per poter stabilire, conseguentemente, quale potrebbe essere la variazione del prezzo dei titoli azionari nel corso degli anni. Per questo si dice che la qualità degli utili è elevata se gli utili correnti sono dei buoni indicatori degli utili futuri che diventano, in questo modo, più facilmente prevedibili.

Gli utili di qualità, utili a fini valutativi, sono quelli ricorrenti detti *core earnings*, mentre i componenti economici temporanei o una tantum sono considerati come componenti di reddito di scarsa qualità. Se tuttavia la qualità dei core earnings viene compromessa tramite l'utilizzo di politiche contabili che mascherano l'effettiva performance si pone un ulteriore problema relativo alla qualità del bilancio e degli utili, ovvero la cosiddetta *“accounting quality”* (Penman 2013, p.591). Posto che il fenomeno di alterazione della performance è temporaneo, gli utili indotti da particolari politiche contabili si invertono sempre nel futuro, in quanto l'effetto contabile è caratterizzato dalla *“reversal property”* (Penman 2013, p.591) ossia “la proprietà di inversione”. Alla luce di quest'ultima constatazione è possibile affermare che gli utili, per la parte ricorrente, possono essere considerati di buona qualità se non si invertono nel futuro.

Le pratiche di earnings management, con le quali si altera la qualità degli utili, possono seguire due direzioni opposte:

- *Borrowing income from future o aggressive accounting*, fa riferimento alle pratiche di manipolazione che hanno lo scopo di incrementare la performance corrente prendendo in prestito una parte degli utili futuri.

- *Saving income for future o big-bath accounting*, fa riferimento alle pratiche di manipolazione che hanno lo scopo di ridurre la performance corrente al fine di ottenere utili più elevati in futuro.

Per valutare l'accounting quality e stabilire se e quando le suddette pratiche vengono adottate, l'analista incaricato di investigare sulla presenza di manipolazione della performance in una società deve cercare di rispondere a cinque importanti domande:

1. *GAAP quality*: I principi contabili sono esaustivi? Tengono in considerazione tutti gli elementi utili per catturare la creazione di valore di un'impresa? Se così non fosse le valutazioni degli analisti perderebbero il loro valore informativo.
2. *Audit quality*: Le società di revisione, i revisori interni o il comitato di revisione operano in maniera efficace individuando eventuali violazioni dei GAAP? La scorretta applicazione dei principi contabili può sfociare in frode, tuttavia se la qualità della revisione è scarsa, a causa per esempio di conflitti d'interesse, queste violazioni potrebbero non essere rese note rendendo più agevole, nel contempo, l'alterazione della performance da parte del management.
3. *GAAP application quality*: L'applicazione dei GAAP da parte dell'impresa permette di evidenziare la performance effettiva o ha lo scopo di manipolare gli utili riportati? I principi contabili concedono, in molte situazioni, margini di discrezionalità nella scelta di quali politiche contabili applicare. Spesso questa libertà decisionale è sfruttata dai managers per alterare il risultato economico, in particolar modo in presenza di elementi soggetti a stime, attraverso le pratiche di *accruals based earnings management*.
4. *Transaction quality*: La società sta manipolando le proprie transazioni al fine di ottenere un livello di redditività desiderato? Quando i principi contabili non sono flessibili, il management potrebbe decidere di alterare il normale svolgimento dell'attività aziendale con lo scopo di raggiungere determinati livelli di performance riportata. In questo caso non vi è manipolazione degli utili attraverso utilizzo discrezionale delle politiche contabili, ma *real transactions earnings management* che sfrutta, tuttavia, le caratteristiche del sistema contabile per essere implementata.
5. *Disclosure quality*: la disclosure della società è sufficientemente approfondita da permettere di avanzare un'analisi completa e precisa? L'individuazione di earnings management si basa fondamentalmente sull'analisi di bilancio, di conseguenza la qualità e la quantità di informazioni disponibili in nota integrativa influenza notevolmente il grado di approfondimento della valutazione. Purtroppo frequentemente le informazioni necessarie (distinzione tra assets operativi e finanziari, distinzione tra redditività operativa ricorrente e utili una tantum, fattori trainanti della redditività operativa e politiche contabili adottate)

non vengono comunicate al pubblico degli stakeholders. Il risultato è una valutazione aziendale di scarsa qualità.

## 2.2 Rilevazione di accruals-based EM

### 2.2.1 Relazione tra reddito operativo, flusso di cassa operativo e NOA

La contabilizzazione di stime ed operazioni con il metodo della partita doppia prevede la movimentazione di elementi che confluiscono in conto economico ed elementi che confluiscono in stato patrimoniale. Di conseguenza la manipolazione degli utili, essendo prodotta a livello contabile, lascia sempre una traccia anche nello stato patrimoniale a causa del funzionamento intrinseco della partita doppia.

Ai fini dell'investigazione dell'earnings management Penman (2013) suggerisce di concentrarsi sul reddito operativo e sui suoi componenti, essendo generalmente la parte di utile ricorrente, e conseguentemente sugli assets operativi e sulla loro variazione negli anni.

La formazione del reddito operativo può essere spiegata tramite la seguente relazione contabile:

$$OI = C - I + \Delta NOA$$

Dove:

- OI: *operating income*, è il reddito operativo;
- C: *cash flow from operations*, è il flusso di cassa generato dall'attività operativa;
- I: *cash investment*, sono le uscite di denaro per investimenti;
- C - I: è il *Free Cash Flow*;
- $\Delta NOA$ : è la variazione dei *Net Operating Assets* (Attività Operative Nette).

Il Free Cash Flow è la componente rigida dell'equazione in quanto non può essere influenzato dall'utilizzo degli accruals. La  $\Delta NOA$  richiede, invece, maggiore attenzione: il management interessato a gonfiare gli utili, infatti, potrebbe decidere di riconoscere meno costi operativi in conto economico, incrementando il reddito operativo, capitalizzando tali costi e di conseguenza aumentando i NOA. Nell'anno in questione il  $RNOA_0$  (Return on Net Operating Assets) =  $OI_0/NOA_{-1}$  risulterà elevato a causa dell'incremento nell'OI, ma l'anno successivo,  $RNOA_1 = OI_1/NOA_0$ , l'indice si ridurrà per effetto dell'aumento del denominatore. Lo stesso ragionamento, in direzione opposta, può essere proposto per la manipolazione che ha lo scopo di ridurre gli utili correnti.

La  $\Delta NOA$  può essere, a sua volta, spiegata tramite la seguente relazione:

$$\Delta NOA = I + \text{Operating accruals}$$

Quindi la variazione delle attività operative nette che non è dovuta a nuovi investimenti è pari all'ammontare di accruals operativi utilizzati, la cui composizione è specificata nel rendiconto finanziario, più precisamente nel prospetto di riconciliazione del reddito operativo al flusso di cassa generato dall'attività operativa.

Attraverso lo studio degli elementi che spiegano la  $\Delta$ NOA, l'analista con un'ottima conoscenza dell'attività d'impresa esercitata dalla società, delle politiche contabili adottate dalla stessa e delle aree di business in cui l'accounting quality è più incerta, può indagare sulla possibile manipolazione della performance economica.

A causa di una disclosure spesso scarsa e insufficiente, per proporre un'analisi della qualità degli utili l'analista esterno si serve di *diagnostiche*, ovvero di particolari indici di bilancio che se confrontati nel tempo possono innalzare delle "*red flags*" (Penman 2013, p.600): le red flags sorgono quando il trend di una diagnostica non viene rispettato, ma non segnalano con certezza la presenza di manipolazione negli utili, piuttosto esse permettono all'analista di porsi le giuste domande e di approfondire i risultati ottenuti per comprendere se effettivamente ci si trovi in presenza di earnings management.

### **2.2.2 Diagnostiche per individuare la manipolazione delle vendite**

I ricavi netti di vendita riportati nel conto economico dell'esercizio possono essere scomposti tramite la seguente relazione:

$$\text{Ricavi netti di vendita} = \text{entrate da vendite} + \Delta \text{crediti commerciali netti} - \Delta \text{accantonamenti per resi su vendite e abbuoni} - \Delta \text{risconti passivi}$$

Le entrate di denaro generate dalle vendite non possono essere manipolate contabilmente, quindi per costruire diagnostiche di qualità è necessario concentrarsi sugli accruals e sulle poste contabili influenzate dagli accruals, ossia svalutazione dei crediti, accantonamenti per resi su vendite e abbuoni e risconti passivi. Le diagnostiche utilizzabili per individuare eventuale manipolazione delle vendite sono le seguenti:

- Ricavi netti di vendita/Entrate da vendite
- Ricavi netti di vendita/Crediti commerciali netti
- Ricavi netti di vendita/Accantonamenti per resi su vendite e abbuoni
- Ricavi netti di vendita/Risconti passivi
- Svalutazione crediti/Perdite su crediti
- Fondo svalutazione crediti/Crediti commerciali lordi
- Svalutazione crediti/Ricavi netti di vendita

Se la società sta cercando di sovrastimare i ricavi in presenza di ridotte entrate su vendite, concedendo pagamenti differiti ai clienti e riducendo le svalutazioni dei crediti e gli accantonamenti per resi e abbuoni, la prima e la terza diagnostica aumenteranno per effetto del ridotto denominatore, mentre la seconda, la sesta e la settima diagnostica si ridurranno a causa di un aumento del denominatore nella seconda, di un doppio effetto dato dalla riduzione del numeratore e dall'aumento del denominatore nella sesta e di una riduzione del numeratore nella settima. Anche la quinta diagnostica aumenterà in presenza di ridotte svalutazioni su crediti, tuttavia l'andamento di questa diagnostica dipende anche dalle perdite su crediti rilevate e quindi dalla quantità di crediti che sono stati stralciati per insolvenza del cliente. Inoltre se la società riporta un incremento dei ricavi netti di vendita dovuto alla sottostima dei risconti passivi la quarta diagnostica tenderà ad aumentare.

L'analisi della manipolazione delle vendite può essere, infine, completata con il confronto fra variazioni percentuali riscontrate nei ricavi netti e variazioni percentuali riscontrate nei crediti commerciali netti o nei risconti passivi.

### ***2.2.3 Diagnostiche per individuare la manipolazione dei costi operativi***

#### ***Analisi delle variazioni nei NOA, nell' ATO e nel PM***

Nel paragrafo 2.2.1 ho argomentato la relazione esistente tra reddito operativo e NOA, spiegando come la manipolazione del reddito operativo tramite riduzione dei costi operativi possa essere individuata studiando la variazione dei NOA. La prima diagnostica utilizzabile per analizzare la presenza di manipolazione nei costi operativi si focalizza proprio sui NOA e sulla loro relazione con i ricavi di vendita.

Partendo dall'ATO (Asset turnover ratio) = Ricavi di vendita/NOA si può ricavare la seguente formula inversa:  $NOA = \text{Ricavi di vendita} / ATO$  che indica la quantità di asset operativi netti necessari per sostenere un determinato livello di ricavi di vendita dato l'indice di rotazione degli impieghi. A questo punto calcolando un ATO normale, dato dalla media degli ATO degli anni passati, è possibile stabilire quale dovrebbe essere la variazione dei NOA necessaria per sostenere la crescita dei ricavi. Se la variazione dei NOA risulta superiore rispetto a quella calcolata tramite l'ATO normale vi è il sospetto che i costi operativi siano stati manipolati.

Attraverso il calcolo dei NOA normalizzati, e sfruttando la relazione esposta nel paragrafo 2.2.1, si ottiene il reddito operativo normalizzato:

$$\begin{aligned} \text{OI normalizzato} &= \text{Free Cash Flow} + \Delta \text{NOA normalizzati} \\ &= \text{Free Cash Flow} + \Delta \text{Ricavi di vendita} / ATO \text{ normale} \end{aligned}$$

Ora si può calcolare la seguente diagnostica:

- OI normalizzato/OI

Se il risultato si discosta notevolmente da 1, una red flag è stata rilevata.

Particolare attenzione va inoltre prestata alle variazioni del PM (Profit Margin = OI/Ricavi) e dell'ATO: la riduzione dei costi operativi comporta, infatti, l'aumento del reddito operativo e del PM, ma contestualmente riduce anche l'ATO a causa dell'incremento dei NOA. La riduzione dell'ATO può quindi essere un segnale di manipolazione dei costi operativi.

### ***Analisi di accruals totali e accruals specifici***

Abbiamo visto nel paragrafo 2.2.1 che  $\Delta\text{NOA} = I + \text{Operating accruals}$ . Utilizziamo ora quest'equazione per sostituire  $\Delta\text{NOA}$  all'interno della formula  $\text{OI} = C - I + \Delta\text{NOA}$  e otteniamo:

$$\text{OI} = C + \text{Operating accruals}$$

Consideriamo ora la formula inversa:

$$C = \text{OI} - \text{Operating accruals}$$

Il flusso di cassa generato dall'attività operativa (C o CFO) non è influenzato dagli accruals a differenza del reddito operativo e degli asset operativi netti. Due diagnostiche possono essere utili per valutare l'effetto degli accruals:

- CFO/OI
- CFO/NOA

Attraverso l'incremento o la riduzione del denominatore, l'utilizzo di accruals inattesi da parte del management influirà sui risultati di queste due diagnostiche sollevando ulteriori red flags.

L'analisi degli accruals totali può essere approfondita attraverso lo studio di singoli elementi frutto di stime. Tra questi vi sono i costi di ammortamento. Se il management sottovaluta gli ammortamenti correnti, per aumentare la performance, sarà costretto in futuro a svalutare gli assets in sede di impairment test o a riconoscere una minusvalenza sulla vendita delle attività. La sopravvalutazione degli ammortamenti permetterà, al contrario, il riconoscimento di plusvalenze in futuro in occasione della vendita degli assets.

Per analizzare i costi di ammortamento si procede al calcolo dell' "Adjusted EBITDA" (Penman 2013, pag.607):

$$\text{Adjusted EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Ammortamenti} - \text{Spese in conto capitale normali}$$

L'EBITDA in questa formula è aggiustato con un livello normale di spese in conto capitale, approssimato dalla media delle spese in conto capitale sostenute negli anni passati.

Successivamente si calcolano le seguenti diagnostiche:

- Adjusted EBITDA/EBIT
- Ammortamenti/Spese in conto capitale

Se il trend della prima diagnostica si interrompe in un esercizio una red flag è stata individuata, inoltre se il risultato della seconda diagnostica è inferiore a 1 probabilmente in futuro si assisterà ad un incremento degli ammortamenti.

Un altro elemento il cui valore è frutto di una stima è il costo per TFR: i costi per TFR possono essere sfruttati per manipolare la redditività operativa tramite la modifica delle stime attuariali. Per valutare l'eventuale manipolazione tramite costi per TFR, si calcola la seguente diagnostica e la si confronta negli anni per individuare interruzioni nel trend:

- Costi per TFR/Costi operativi totali

Infine, qualsiasi altro accrual diverso dai precedenti, presente nel prospetto di riconciliazione del reddito operativo al flusso di cassa operativo, può essere analizzato e confrontato negli anni tramite la seguente diagnostica:

- Accrual/ $\Delta$ Ricavi netti.

### ***Analisi di singole attività e passività operative***

L'indagine della manipolazione dei costi operativi si conclude valutando il valore contabile netto delle singole poste di stato patrimoniale che compongono i NOA.

Per quanto riguarda le attività operative particolare attenzione va prestata in presenza di:

1. Attività il cui valore contabile netto è superiore al valore di mercato, in quanto queste attività in futuro probabilmente saranno oggetto di svalutazione;
2. Attività immateriali che potrebbero anche essere considerate costi di competenza spesi nel conto economico, per le quali il valore contabile netto e la vita utile sono spesso frutto di stime;
3. Attività contabilizzate con il metodo del *fair value*, in quanto il fair value è frequentemente incerto e distorto.

Calcolare i trend di queste attività relativamente al totale delle attività operative può aiutare ad individuare eventuali segnali di manipolazione.

Per quanto riguarda invece le passività operative ci si deve concentrare sulle passività oggetto di stima (fondi rischi e oneri, debiti per TFR e risconti passivi sono alcuni esempi) e valutarne il trend relativamente alle passività operative totali.

### 2.3 Rilevazione di real transactions EM

Tra le cinque domande a cui l'analista esterno che valuta l'accounting quality cerca di dare risposta, la quarta si riferisce alla qualità delle transazioni ossia all'ipotesi che il management possa aver intrapreso pratiche di *real transactions earnings management*.

Queste pratiche possono essere a loro volta distinte in *transaction timing*, ovvero il controllo delle tempistiche delle operazioni per influenzare il reddito operativo, e *transaction structuring*, ovvero l'organizzazione dell'attività imprenditoriale tramite accordi fittizi finalizzati esclusivamente ad assecondare la contabilità e a raggiungere un livello desiderato di redditività.

Le attività di transaction timing coinvolgono sia i ricavi sia i costi:

- *Core Revenue Timing o Channel Stuffing*, permette di riconoscere dei ricavi come di competenza dell'esercizio effettuando la spedizione dei beni venduti prima del termine dell'anno e quindi di incrementare l'utile corrente a discapito di quello futuro. Individuare questo tipo di attività è molto complicato a meno che non si abbiano a disposizione i dati di spedizione dei beni su base mensile.
- *Core Expenses Timing*, permette al management di decidere se spendere nel conto economico un costo, riducendo l'utile, o differirlo agli anni futuri incrementando l'utile corrente. Queste pratiche sono frequenti in presenza di costi di ricerca e sviluppo e costi di pubblicità e possono essere analizzate studiando il trend di due diagnostiche:
  - Costi di ricerca e sviluppo/Ricavi di vendita
  - Costi di pubblicità/Ricavi di vendita

Se il trend è decrescente, o il valore delle diagnostiche è molto basso, la società sta operando un differimento dei costi con lo scopo di incrementare l'utile corrente.

Le attività di transaction structuring sono invece maggiormente impiegate per la manipolazione dei ricavi, denominata *Core Revenue Structuring*, tuttavia anche in questo caso risulta essere molto complessa la loro individuazione.

Infine evidenzio che la manipolazione della performance tramite transaction timing potrebbe anche spingersi oltre le operazioni del *core business*, sfruttando meccanismi di *Unusual Income Timing*. Tali pratiche riguardano, per esempio, le società che programmano la vendita degli assets per registrare plusvalenze o minusvalenze in relazione alle esigenze di incremento o riduzione dell'utile d'esercizio.

Per concludere, sottolineo che l'approccio fondamentalista elaborato da Penman (2013) non ha lo scopo di fornire delle risposte certe sulla manipolazione, ma permette di tracciare le coordinate per una corretta e prudente valutazione della performance aziendale.

## Capitolo 3

### Earnings quality analysis applicata: Gruppo Masi

L'obiettivo di questo capitolo non è in alcun modo quello di fornire un giudizio relativo alla qualità dell'informativa contabile del Gruppo Masi, bensì è quello di applicare le tecniche descritte nel capitolo precedente ad un caso aziendale. Quanto segue pertanto non andrà interpretato come indicazione di presenza o meno di manipolazione contabile, ma andrà ad evidenziare alcune aree nelle quali l'analista che volesse approfondire la propria analisi deve prestare particolare attenzione, in quanto applicando il metodo di Penman (2013) sarebbero necessari alcuni approfondimenti.

#### 3.1 Gruppo Masi: modello di business e accounting policy

Il Gruppo Masi è strutturato in otto società operanti nel settore vitivinicolo, di cui sette con sede in Italia e una con sede in Argentina. La holding del gruppo è la società Masi Agricola S.p.A., radicata in Valpolicella Classica e impegnata nella produzione e distribuzione di vini di pregio ancorati ai valori del territorio delle Venezie.

Il gruppo adotta un modello di business improntato alla ricerca di un'efficace coniugazione tra alta qualità dei propri prodotti e perseguimento di condizioni di efficienza nei processi produttivi, cercando di diffondere, attraverso l'offerta di vini di qualità, valori e tradizioni del proprio territorio. Inoltre il gruppo può contare su una crescente vocazione internazionale, essendo presente in oltre 130 paesi e realizzando circa il 78% del proprio fatturato tramite esportazioni.

Nel mese di giugno 2015 il Gruppo Masi è stato ammesso alla quotazione sul mercato AIM Italia della Borsa Italiana, mentre nel corso del 2016 la Capogruppo è rientrata nella definizione di emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, di conseguenza a partire dal 1° gennaio 2016 i bilanci consolidati del gruppo sono predisposti in accordo con i principi contabili internazionali (IFRS). In particolare l'accounting policy di base di Masi si caratterizza per la redazione del bilancio consolidato secondo il principio del costo storico, tranne che per gli strumenti finanziari derivati la cui iscrizione segue il principio del *fair value*. Sulla base di queste fondamentali informazioni e dell'approfondita disclosure presente negli *Annual Reports*, nei prossimi paragrafi propongo un'analisi della qualità dei bilanci consolidati del Gruppo Masi applicando l'approccio elaborato da Penman (2013), i cui fondamenti teorici sono stati delucidati nel secondo capitolo. L'analisi verte in particolar modo sullo studio degli elementi che compongono il reddito operativo e delle corrispondenti contropartite di stato patrimoniale, rappresentate dalle attività e dalle passività operative, per il periodo intercorrente

tra il 2016 e il 2018, con lo scopo di individuare alcune *red flags* che possano permettere di porsi alcune domande sulla possibile manipolazione della performance da parte del management.

Evidenzio infine che la disclosure, in particolare la qualità e la quantità di informazioni disponibili in nota integrativa, nonostante alcune carenze, mi ha permesso di effettuare la distinzione tra assets operativi e finanziari e di studiare il comportamento di alcuni accruals di particolare importanza, rendendo possibile il calcolo di numerose diagnostiche tra quelle presentate nel secondo capitolo.

### 3.2 Calcolo diagnostiche per l'individuazione di accruals-based EM

#### 3.2.1 Analisi delle vendite

Per avviare la *earnings quality analysis* di Masi procedo con l'analisi dei ricavi di vendita e dei crediti commerciali, calcolando e analizzando il trend delle diagnostiche individuate al paragrafo 2.2.2.

Diagnostiche	2016	2017	2018
Ricavi netti/Entrate da vendite	1,055	1,012	0,996
Ricavi netti/Crediti commerciali netti	4,11	<b>3,95</b>	<b>4,07</b>
Ricavi netti/Accantonamenti per resi su vendite e abbuoni	Diagnostica non calcolabile per disclosure insufficiente		

Table 1 - Diagnostiche per analisi dei ricavi e dei crediti commerciali

Il dato relativo alle entrate di denaro generate dalle vendite, nella prima diagnostica, è stato calcolato indirettamente come differenza tra i ricavi di vendita e la variazione dei crediti commerciali. Il trend della prima diagnostica risulta decrescente a causa di un aumento percentuale delle entrate da vendite (+5,10% nel 2017 e +3,04% nel 2018) superiore rispetto al relativo incremento dei ricavi (+0,79% nel 2017 e +1,46% nel 2018), segnale di un efficace politica di riscossione dei crediti verso clienti. Nella seconda diagnostica si rileva invece un'interruzione del trend nel 2018, dove l'indice torna lievemente a crescere dopo una piccola riduzione nel 2017. La riduzione dell'indice nel 2017 è dovuta ad una variazione percentuale dei crediti commerciali netti (+4,86%) superiore rispetto a quella dei ricavi (+0,79%), ma nel 2018 i ricavi aumentano (+1,46%) e i crediti si riducono (-1,48%) permettendo alla diagnostica di crescere nuovamente. I risultati di entrambe le diagnostiche non sollevano in questo caso particolari segnali di manipolazione.

Come riportato in tabella, inoltre, non ho potuto calcolare la terza diagnostica per mancanza di informazioni in nota integrativa relative agli accantonamenti per resi su vendite e abbuoni.

Espongo ora in maniera più dettagliata i calcoli relativi alla quarta diagnostica data dal seguente rapporto: Ricavi netti / Risconti passivi.

$$\text{Ricavi netti}_{2016}/\text{Risconti Passivi}_{2016} = 63.870.356/40.307 = 1.584,60$$

$$\text{Ricavi netti}_{2017}/\text{Risconti Passivi}_{2017} = 64.373.792/34.124 = 1.886,47$$

$$\text{Ricavi netti}_{2018}/\text{Risconti Passivi}_{2018} = 65.312.672/24.966 = 2.616,06$$

Ad un incremento percentuale dei ricavi di vendita sia nel 2017 sia nel 2018, precisati in precedenza, corrisponde una riduzione percentuale dei risconti passivi in aumento (-15,34% nel 2017 e -26,84% nel 2018). Il trend crescente dell'indice potrebbe supportare, dunque, l'ipotesi che il Gruppo abbia registrato un aumento dei ricavi di vendita anche grazie alla riduzione delle stime dei risconti passivi, tuttavia la suddetta ipotesi è screditata dal fatto che i valori dell'indice sono influenzati dall'ordine di grandezza dei risconti passivi, nettamente inferiore rispetto all'ordine di grandezza dei ricavi.

Analizzo ora le ultime tre diagnostiche relative all'analisi delle vendite, focalizzate particolarmente sullo studio degli accantonamenti per svalutazione dei crediti.

Diagnostiche	2016	2017	2018
Svalutazione crediti/Perdite su crediti	Diagnostica non calcolabile per assenza di perdite su crediti		
Fondo svalutazione crediti/Crediti commerciali lordi	0,033	0,034	0,038
Svalutazione crediti/Ricavi netti	0,0013	0,0019	0,0017

Table 2 - Diagnostiche per analisi della svalutazione dei crediti

Non è stato possibile calcolare la prima diagnostica per assenza di informazioni relative alle perdite su crediti. Se la mancanza di questo dato fosse dovuta però all'effettiva assenza di perdite su crediti, questo significherebbe che nessun cliente è risultato totalmente insolvente e quindi che la qualità del credito concesso dal Gruppo ai propri clienti è molto elevata.

I risultati delle restanti diagnostiche sono pressoché costanti, ed anche se il valore del terzo indice aumenta nel 2017 per poi ridursi leggermente nel 2018, si tratta comunque di una variazione minima dovuta principalmente ad un incremento consistente dei ricavi. Gli accantonamenti per svalutazione dei crediti non presentano dunque sospetti di manipolazione.

In conclusione, sulla base delle diagnostiche calcolate, ci si può ritenere discretamente soddisfatti della qualità dei ricavi di vendita e dei crediti commerciali netti e lordi.

### 3.2.2 Analisi delle core expenses

#### Variazioni nei NOA, nell'ATO e nel PM

Il soddisfacente grado di integrità dei ricavi di vendita, constatato sulla base dei risultati ottenuti nel precedente paragrafo, permette di approfondire l'analisi focalizzando ora l'attenzione sui costi operativi.

Per stabilire se nel periodo oggetto di studio ci siano segnali di manipolazione delle *core expenses* da parte di Masi, analizzo in primo luogo la variazione dei NOA attraverso il calcolo del *Normal ATO* e confronto il reddito operativo normalizzato con il reddito operativo riportato in conto economico.

(Dati in migliaia)	2016	2017	2018
ATO	0,51	0,49	0,48
Normal ATO	$(0,51 + 0,49 + 0,48)/3 = 0,493$		
Free Cash Flow	4.066	4.908	7.617
$\Delta$ Normalized NOA = $\Delta$ Sales/Normal ATO	6.079,11	1.022,31	1.904,67
Normalized OI	10.145,11	5.930,31	9.521,67
OI	10.255	10.167	9.219
<b>Normalized OI/OI</b>	<b>0,99</b>	<b><u>0,58</u></b>	<b>1,03</b>

Table 3 - Diagnostiche per analisi delle variazioni dei NOA

Prima di tutto sottolineo che ho calcolato il Normal ATO come media degli ATO dei tre anni esaminati, perciò alcuni piccoli scostamenti da 1 rinvenibili nei risultati della diagnostica potrebbero essere dovuti ad un calcolo necessariamente impreciso del Normal ATO. Ai fini dell'analisi della manipolazione delle *core expenses*, tuttavia, la modalità di calcolo non compromette considerevolmente i valori dell'indice, anzi, innalza una *red flag* che necessita maggiori approfondimenti.

A differenza del 2016 e del 2018, in cui l'indice può essere considerato pari ad 1, nel 2017 il valore della diagnostica è abbondantemente inferiore a 1 e pari a 0,58, il che implica che i costi operativi potrebbero essere stati sottostimati con lo scopo di incrementare il reddito operativo. La sottovalutazione dei costi operativi però ha lasciato una traccia, individuabile nella crescita spropositata dei NOA rispetto alla variazione prevista per sostenere l'incremento dei ricavi di

vendita sulla base del Normal ATO.

Questo risultato richiede ulteriori indagini che cercherò di eseguire tramite il calcolo delle prossime diagnostiche. A tal proposito propongo, innanzitutto, lo studio del RNOA attraverso la scomposizione dell'indice nei rapporti che ne determinano il valore, ovvero il *Profit Margin* e l'*Asset Turnover*, e ne analizzo le variazioni intervenute nel periodo oggetto di studio.

	2016	2017	2018
RNOA	8,21%	7,81% (-0,4%)	6,82% (-0,99%)
PM	16,06%	15,79% (-0,27%)	14,12% (-1,67%)
ATO	0,51	0,49	0,48

Table 4 - Scomposizione ed analisi delle variazioni del RNOA

Si rileva un trend decrescente del RNOA, dovuto principalmente ad una riduzione del PM sia nel 2017 che nel 2018 e ad una lieve flessione dell'ATO. La continuità del trend nei tre indici smentisce, a primo impatto, l'ipotesi di manipolazione delle core expenses, ma considerando il risultato segnalato dalla diagnostica precedente relativamente al 2017 (Normalized OI/OI = 0,58), è necessario effettuare qualche considerazione aggiuntiva: l'ATO si riduce lievemente a fronte di un considerevole aumento dei NOA sia nel 2017 (+4,23%) sia nel 2018 (+3,72%); l'incremento interessante è quello individuabile nel 2017 perché potrebbe essere stato supportato dall'esigenza di limitare la riduzione del reddito operativo e di conseguenza del PM, operando un'aggressiva politica di capitalizzazione di costi operativi. Tuttavia nel 2018 l'effetto "reverse" dell'accounting si manifesta, ed è identificabile in una diminuzione notevole del reddito operativo che riduce considerevolmente il PM e il RNOA.

### ***Analisi degli accruals***

Per stabilire le cause delle *red flags* fino a questo momento rintracciate, determino l'influenza degli accruals utilizzati dal TMT di Masi sulla redditività operativa. Esamino in primo luogo l'impatto degli accruals totali e in secondo luogo approfondisco l'indagine attraverso lo studio di alcuni accruals specifici.

(Dati in migliaia)	2016	2017	2018
<b>CFO/OI</b>	4.066/10.255 = <b>0,40</b>	4.908/10.167 = <b>0,48</b>	7.617/9.219 = <b>0,83</b>
<b>CFO/NOA</b>	4.066/124.977 = <b>0,033</b>	4.908/130.260 = <b>0,038</b>	7.617/135.107 = <b>0,056</b>

Table 5 - Diagnostiche per analisi degli accruals totali

Il trend della prima diagnostica è crescente, però il valore rilevato nel 2018 è eccessivamente elevato rispetto agli anni precedenti. Questo risultato segnala la presenza di un'ulteriore *red flag* per le seguenti motivazioni: sia nel 2016 sia nel 2017 la differenza tra CFO e OI è significativa, tuttavia, considerando valida l'ipotesi di sottostima delle *core expenses* precedentemente elaborata, probabilmente nel 2017 il reddito operativo sarebbe risultato inferiore e, di conseguenza, la diagnostica più vicina ad 1. Vi è dunque la possibilità che nel 2017, attraverso l'utilizzo di accruals positivi o la riduzione di accruals negativi, sia stata riportata una performance migliore rispetto a quella effettiva che si è, tuttavia, invertita nel 2018 quando, a causa della *reversal property*, a fronte di un CFO nettamente migliorato, il reddito operativo ha subito una riduzione dovuta alla necessità di riconoscere quegli accruals negativi precedentemente non registrati, o compensati da un livello inatteso di accruals positivi.

Anche nella seconda diagnostica il trend è crescente con un incremento elevato nel 2018 rispetto agli anni precedenti, in questo caso però il valore dell'indice è dovuto principalmente al miglioramento avutosi nel CFO.

Passo ora all'esame degli accruals specifici, al fine di provare a comprendere quali siano gli accruals del 2017 che richiedano un esame più approfondito. Analizzo in particolare gli ammortamenti e i costi per TFR.

(Dati in migliaia)	2016	2017	2018
EBITDA	12.930	12.972	12.259
Spese in conto capitale	6.211	3.686	5.359
Spese in conto capitale normali	$(6.211+3.686+5.359)/3 = 5.152$		
Adjusted EBITDA	7.778	7.820	7.107
<b>Adjusted EBITDA/EBIT</b>	<b>0,76</b>	<b>0,77</b>	<b>0,77</b>
<b>Ammortamenti/Spese in conto capitale</b>	<b><u>0,41</u></b>	<b><u>0,75</u></b>	<b><u>0,55</u></b>
<b>TFR/Costi operativi totali</b>	<b>0,007</b>	<b>0,009</b>	<b>0,008</b>

Table 6 - Diagnostiche per analisi di ammortamenti e TFR

Per calcolare le spese in conto capitale normali non ho tenuto conto dei movimenti finanziari inerenti alle immobilizzazioni finanziarie, così facendo l'*Adjusted EBITDA* risulta più coerente con la finalità di analisi degli ammortamenti. I valori della diagnostica, comunque, sono pressoché costanti e non evidenziano segnali di manipolazione.

La seconda diagnostica invece solleva una *red flag*, in quanto rivela una generale tendenza a sottovalutare gli ammortamenti dati i valori dell'indice che risulta, in tutti e tre gli anni, inferiore ad 1. Verosimilmente, dunque, la vita utile degli assets è sopravvalutata. Sottolineo che nel 2017 il valore della diagnostica cresce e si avvicina ad 1, segnale che potrebbe esserci stata una

modifica delle stime delle vite utili degli assets e di conseguenza degli ammortamenti, ma l'indice decresce nuovamente nel 2018, quindi con elevata probabilità in futuro si assisterà ad un incremento considerevole di tali costi.

Infine la variazione dei costi per TFR rispetto ai costi operativi totali è minima, non ci sono quindi evidenti sospetti di manipolazione attraverso questo accrual.

I risultati delle analisi degli ammortamenti e del TFR non destano particolari sospetti, di conseguenza, per approfondire i risultati delle precedenti diagnostiche, alla ricerca di ulteriori *red flags* relative al 2017, procedo con lo studio di un altro accrual indicato nel rendiconto finanziario di Masi, composto in realtà da un insieme di accruals non ulteriormente specificati: rettifiche per elementi non monetari.

(Dati in migliaia)

$$\text{Rettifiche per elementi non monetari}_{2016}/\Delta\text{Ricavi netti}_{(2016-2015)} = 100.007/2.997 = \mathbf{33,37}$$

$$\text{Rettifiche per elementi non monetari}_{2017}/\Delta\text{Ricavi netti}_{(2017-2016)} = \underline{28.125}/504 = \mathbf{55,80}$$

$$\text{Rettifiche per elementi non monetari}_{2018}/\Delta\text{Ricavi netti}_{(2018-2017)} = \underline{111.888}/939 = \mathbf{119,16}$$

Il trend della diagnostica è crescente, tuttavia i valori dell'indice vanno analizzati prudentemente. La riduzione del denominatore nel 2017, ovvero la variazione dei ricavi di vendita minore rispetto agli altri anni, ha permesso alla diagnostica di aumentare nonostante l'evidente diminuzione del numeratore. Esaminiamo quindi con maggiore attenzione la variazione percentuale di questo accrual, composto verosimilmente da costi non monetari, nel periodo di riferimento: **-71,88%** nel 2017, rispetto al 2016, e **+297,82%** nel 2018, rispetto al 2017. Queste variazioni percentuali evidenziano che il reddito operativo del 2017 potrebbe effettivamente essere stato gonfiato attraverso la riduzione dei costi non monetari, costi che si sono riversati nel conto economico del 2018, riducendo il reddito operativo, a causa della *reversal property* dell'accounting. L'analisi di questo accrual rappresenta dunque un ottimo punto di partenza per l'analista interessato ad interpretare ed analizzare in maniera più approfondita i risultati contabili del 2017 alla ricerca di manipolazione contabile.

### ***Analisi di alcune attività e passività operative***

Per concludere lo studio volto ad individuare segnali di *accruals-based earnings management*, presento l'analisi di alcune tra le attività e le passività operative presenti nello stato patrimoniale consolidato di Masi. Per quanto riguarda le attività operative, esamino i "Diritti di brevetto industriali e di utilizzo delle opere d'ingegno" poiché includono dei software per business intelligence soggetti a stima del valore contabile e della vita utile.

Per quanto riguarda invece le passività operative mi concentro su alcune passività stimate, ovvero il fondo TFR, i risconti passivi e il fondo indennità suppletiva di clientela che accoglie la stima delle indennità da corrispondere agli agenti per l'interruzione del rapporto di agenzia.

Attività operative	2016	2017	2018
Diritti di brevetto e utilizzo opere d'ingegno/attività operative	0,0017	0,0013	0,0009

Table 7 - Diagnostiche per analisi dei diritti di brevetto e di utilizzo delle opere d'ingegno

Passività operative	2016	2017	2018
Fondo TFR/Passività operative	0,072	0,058	0,060
Fondo indennità suppletiva di clientela/Passività operative	0,014	0,012	0,008
Risconti passivi/Passività operative	0,0024	0,0023	0,0018

Table 8 - Diagnostiche per analisi delle passività operative frutto di stime

I risultati di queste diagnostiche non innalzano *red flags* relative alle attività e alle passività stimate perché i trend sono rispettati. Un'unica eccezione si rileva nel trend del Fondo TFR nel 2018, tuttavia il lieve aumento dell'indice è dovuto principalmente ad una sostanziale riduzione dei debiti operativi.

### 3.3 Real transactions EM e considerazioni finali dell'analisi applicata

Constatato che le pratiche di earnings management possono estendersi oltre la manipolazione dei dati contabili tramite utilizzo degli accruals, sfruttando meccanismi di organizzazione e programmazione delle transazioni, ho analizzato gli Annual Reports di Masi nell'intento di rintracciare qualche informazione che potesse essere utile per elaborare delle ipotesi sulla possibile adozione di *real transactions earnings management*.

Sfortunatamente la disclosure disponibile si è dimostrata insufficiente per la finalità di studio della qualità delle transazioni: le note integrative non specificano infatti né i dati mensili o trimestrali dei ricavi di vendita né la quota di costi di ricerca e sviluppo e di costi di pubblicità spesi negli esercizi di riferimento, impedendo di fatto di proporre qualche considerazione sulle attività di *Revenue timing* e di calcolare le diagnostiche necessarie per analizzare le attività di *Core expense timing*.

Per quanto riguarda le pratiche di *Core revenue structuring*, la disclosure specifica, alla sezione dedicata alle transazioni con parti correlate, la quota di ricavi che la capogruppo ha realizzato per vendite a società partecipate, specificando che tutte le suddette operazioni sono state

concluse a condizioni analoghe a quelle applicate ad operazioni effettuate con terzi indipendenti. Non è possibile, però, esaminare più approfonditamente tali operazioni per mancanza di informazioni specifiche.

In conclusione, l'*earnings quality analysis* applicata ai bilanci consolidati del Gruppo Masi, per il periodo 2016-2018, rivela un soddisfacente grado di integrità dei ricavi di vendita e delle relative contropartite di stato patrimoniale, mentre *red flags* i cui risultati richiedono ulteriori approfondimenti sono state riscontrate nell'analisi dei costi operativi, con riferimento in particolare agli accruals negativi del 2017.

## Conclusioni

Il fenomeno dell'earnings management è una realtà che al giorno d'oggi coinvolge numerose realtà imprenditoriali di grandi, medie e piccole dimensioni. Con l'aumentare del numero di imprese coinvolte, le società che continuavano ad affidarsi ad una rappresentazione fedele della performance sono oggi costrette ad adottare pratiche di earnings management, altrimenti incapaci di competere con i propri concorrenti operanti nell'area della manipolazione.

Per questo motivo l'abbattimento delle pratiche di alterazione degli utili richiede maggiore consapevolezza e coinvolgimento da parte di tutta la comunità finanziaria, nonché rigidi interventi normativi che espandano la quantità di informazioni obbligatorie che le società debbano mettere a disposizione del pubblico degli stakeholders, provvedimenti che molti paesi hanno già iniziato ad adottare.

Uno dei principali limiti dell'analisi della qualità degli utili basata sui dati contabili, riscontrato anche nell'analisi applicata da me compiuta ed esposta nel terzo capitolo, fa infatti riferimento alla scarsa qualità della disclosure, in genere non sufficientemente dettagliata per le finalità di investigazione delle attività di manipolazione della performance.

Ciononostante, gli strumenti presentati in questo elaborato sulla base degli studi di Penman (2013), definiscono un framework di riferimento che permette di superare almeno in parte le suddette limitazioni, consentendo di analizzare singoli casi aziendali, confrontarli con i *market peers* ed avanzare opportuni interrogativi in presenza di risultati poco convincenti.

## Riferimenti bibliografici

Abarbanell, J. & Lehavy, R., 2003. Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over/underreaction in analysts' earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, Dicembre, 36(1-3), pp. 105-146.

Barth, M. E., Elliott, J. A. & Finn, M. W., 1999. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research*, Autunno, 37(2), pp. 387-413.

Bergstresser, D. & Philippon, T., 2006. CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, Giugno, 80(3), pp. 511-529.

Burgstahler, D. & Dichev, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, Dicembre, 24(1), pp. 99-126.

Burgstahler, D. & Eames, M., 2006. Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, Giugno/Luglio, 33(5-6), pp. 633-652.

Cahan, S. F., 1992. The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review*, Gennaio, 67(1), pp. 77-95.

Collins, J. H., Shackelford, D. A. & Wahlen, J. M., 1995. Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings, and Taxes. *Journal of Accounting Research*, Autunno, 33(2), pp. 263-291.

Easterwood, C. M., 1998. Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis. *Journal of Applied Business Research*, Gennaio, 14(1), pp. 29-48.

Erickson, M. & Wang, S., 1999. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, Aprile, 27(2), pp. 149-176.

Guidry, F., Leone, A. J. & Rock, S., 1999. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, Gennaio, 26(1-3), pp. 113-142.

Healy, P. M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1985), pp. 85-107.

Healy, P. M. & Palepu, K. G., 1990. The effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), pp. 97-124.

Healy, P. M. & Wahlen, J. M., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, Dicembre, 13(4), pp. 365-383.

Holthausen, R. W., Larcker, D. F. & Sloan, R. G., 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Febbraio, 19(1), pp. 29-74.

Kalyta, P., 2009. Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. *The Accounting Review*, 84(5), pp. 1553-1573.

Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, Agosto, 33(3), pp. 375-400.

Levitt, A., 1998. *The Numbers Game– SEC.gov* [online].

Disponibile su: <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>

[Data di accesso: 11/04/2020].

Masi, 2016. *Bilancio Consolidato Esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relazione della società di revisione* [online]. Disponibile su: <https://www.masi.it/it/investor-relations/bilanci>

[Data di accesso: 23/04/2020].

Masi, 2017. *Bilancio Consolidato Esercizio chiuso al 31 dicembre 2017* [online].

Disponibile su: <https://www.masi.it/it/investor-relations/bilanci>

[Data di accesso: 23/04/2020].

Masi, 2018. *Bilancio Consolidato Esercizio chiuso al 31 dicembre 2018* [online].

Disponibile su: <https://www.masi.it/it/investor-relations/bilanci>

[Data di accesso: 23/04/2020].

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5° ed. New York: McGraw-Hill Education, pp. 590-616.

Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, Dicembre, 42(3), pp. 335-370.

Schipper, K., 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, Dicembre, 3(4), pp. 91-102.

Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J., 1998a. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Dicembre, 53(6), pp. 1935-1974.

Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J., 1998b. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, Ottobre, 50(1), pp. 63-99.

Wu, Y. W., 1997. Management Buyouts and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Ottobre, 12(4), pp. 373-389.