



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:
UN'ANALISI DELLA LETTERATURA"**

RELATORE:

CH.MO PROF. BALDAN CINZIA

LAUREANDO/A: FABIO ZANE

MATRICOLA N. 1114779

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

“I guadagni possono essere modellabili
come creta quando un ciarlatano guida la
società che li dichiara.”

(Warren Buffett)

Indice

Introduzione.....	6
Capitolo 1.....	8
Studio teorico del fenomeno.....	8
1.1 Diverse definizioni di Earnings Management.....	8
1.2 Ragioni sottostanti l'adozione di tale pratica.....	11
1.3 Tecniche di attuazione dell'Earnings Management.....	13
Capitolo 2.....	17
L'approccio elaborato da Stephen H. Penman.....	17
2.1 Cinque interrogativi che ogni analista deve porsi riguardo l'Accounting Quality.....	18
2.2 Aspetti propedeutici all'attuazione dell'analisi.....	19
2.3 Strumenti di diagnostica implementabili.....	23
Conclusioni.....	34
Bibliografia.....	35

Introduzione

Il tema dell'Earnings Management è divenuto oggetto di numerosi dibattiti negli ultimi anni. Capire tale fenomeno e indagare sulle sue cause risulta rilevante per tutti coloro che nutrono interesse nei confronti dell'azienda, in particolare per gli investitori.

La principale fonte di informazioni per tali soggetti risulta essere il bilancio; un insieme di documenti contabili che l'impresa deve redigere periodicamente con l'obiettivo di fornire, all'esterno, un'immagine quanto più possibile veritiera della propria situazione. Esso, perciò, permette ai vari stakeholder di ottenere informazioni in merito alla disclosure aziendale e di avere un quadro sempre più definito dell'azienda di riferimento e del suo business.

Le società dovrebbero adottare metodologie contabili che siano in grado di riflettere con trasparenza e chiarezza la propria situazione patrimoniale e finanziaria e di comunicare in modo limpido le proprie performance. Tale situazione rimane generalmente un ideale in quanto il rapporto tra manager e stakeholder, nella maggior parte dei casi, non risulta essere totalmente trasparente a causa di comportamenti volti ad alterare l'immagine aziendale, il più delle volte per appagare le attese degli investitori.

Gli analisti esterni incontrano non poche difficoltà nello scoprire quali società operino manipolazioni dei dati all'interno del bilancio. Per questa ragione sono stati sviluppati molteplici metodi che permettono di rivolgere l'attenzione a situazioni potenzialmente sospette, nonostante non assicurino un'individuazione precisa di tali comportamenti. Questi approcci sono legittimati, come detto, dalla necessità dei soggetti esterni di conoscere il reale valore dell'azienda e dei suoi asset.

Generalmente si parla dunque di "earnings management" facendo riferimento ad una serie di comportamenti posti in essere per mostrare un'immagine distorta (il più delle volte migliore) della realtà aziendale, attraverso manipolazioni dei dati.

Il presente elaborato è volto a fornire una più completa comprensione di tale fenomeno, soprattutto perché situazioni di questo tipo sono molto più diffuse di quello che ci si potrebbe aspettare, in particolare in un'epoca in cui la possibilità di ottenere profitti maggiori (sotto diverse forme) è sempre più allettante.

Nel Primo Capitolo viene analizzata la letteratura relativa all'earnings management per ottenere una visione più completa di tale pratica, definendo tecniche e metodologie di applicazione, prendendo in esame il contributo di diversi autori.

Nel Secondo Capitolo viene trattato e spiegato nel dettaglio l'approccio elaborato da Stephen H. Penman, mettendo in evidenza gli aspetti che devono essere presi in considerazione prima di effettuare l'analisi vera e propria e gli strumenti di diagnostica implementabili.

Capitolo 1

Studio teorico del fenomeno

In questo capitolo viene trattata la letteratura riguardante il fenomeno dell'Earnings Management, prendendo in esame teorie elaborate da diversi autori. Si farà, poi, riferimento alle ragioni sottostanti l'adozione di tale pratica ed alle relative tecniche di applicazione.

1.1 Diverse definizioni di Earnings Management

E' opportuno chiarire che non esiste una spiegazione univoca per identificare tale fenomeno, poiché vari autori e studiosi hanno elaborato proprie definizioni in merito, che riflettono i rispettivi punti di vista e le rispettive percezioni.

Schipper (1989) tratta l'earnings management nel senso di "disclosure management", cioè definendolo come un "intervento mirato della disclosure nel processo di rendicontazione finanziaria esterna, con il fine di ottenere un guadagno privato" (Schipper, 1989, p. 92). Questa definizione limita il concetto, in quanto fa riferimento solo alla funzione di rendicontazione finanziaria esterna, ossia al processo di reporting dei dati finanziari verso i soggetti esterni, e trascurava, per esempio, i rapporti interni o le attività volte ad influenzare i "Generally Accepted Accounting Principles" (Schipper, 1989, p. 92).

Lo studio di Davidson, Stickney e Weil (1987), invece, definisce l'earnings management come "un processo volto ad adottare misure deliberate entro i limiti imposti dai principi generalmente accettati, per ottenere un desiderato livello di rendicontazione degli utili" (Davidson, Stickney, e Weil, 1987, cit. in Aljifri, 2007, p. 76). Essi, quindi, percepiscono questo fenomeno come un insieme di comportamenti intenzionali diretti a manipolare la determinazione degli utili, pur rimanendo entro il "confine normativo" dettato dai GAAP.

Secondo Healy e Wahlen (1999), si è in presenza di earnings management "quando i manager utilizzano il loro giudizio nel processo di reporting finanziario e nella strutturazione delle transazioni per modificare le relazioni finanziarie, con l'obiettivo di ingannare i soggetti portatori di interesse in merito alla performance economica della società, oppure per influenzare gli esiti di contratti che dipendono dai dati contabili registrati" (Healy e Wahlen, 1999, p. 368). Ci sono diverse situazioni in cui i manager possono utilizzare la propria discrezionalità nel processo di rendicontazione finanziaria; ad esempio, quando è necessario stimare la vita attesa degli asset a lungo termine, l'ammontare di perdite potenziali derivanti da crediti inesigibili, o

l'ammontare relativo a svalutazioni di attività. I manager devono anche scegliere i metodi contabili con cui segnalare tali transazioni economiche; come il piano di ammortamento (se a quote costanti o accelerato), oppure il metodo della valutazione delle rimanenze in magazzino (LIFO, FIFO o costo medio ponderato). Inoltre, il management può scegliere se imputare alcuni costi all'esercizio in corso o se differire tali spese (costi R&D, spese di pubblicità o costi di manutenzione).

La definizione fornita da Healy e Wahlen (1999) denota il “voler fuorviare i portatori di interesse in merito alle prestazioni economiche dell'azienda” (Healy e Wahlen, 1999, p. 368) come obiettivo principale dell'earnings management, sottolineando, quindi, la sfaccettatura opportunistica di chi adotta tale comportamento. Infine, gli autori si riferiscono alla possibilità di influenzare contratti il cui esito si basa sui dati riportati in bilancio; un esempio sono i contratti di remunerazione dei manager o del CFO, che sono correlati al raggiungimento di determinati obiettivi.

Watts e Zimmerman (1990) affermano che l'earnings management si verifica “quando i manager utilizzano la propria discrezione in merito ai dati contabili, con o senza restrizioni. Tale discrezionalità può essere esercitata in modo da massimizzare il valore dell'azienda, o in modo opportunistico” (Watts e Zimmerman, 1990, cit. in Fields, Lys e Vincent, 2001, p. 260). Questi autori, inoltre, sostengono che i manager sappiano che i mercati relativi agli scambi di informazioni sono imperfetti, infatti essi non adotterebbero tali comportamenti in assenza di benefici attesi.

Quindi, affinché l'earnings management abbia successo, deve essere presente un'asimmetria informativa tra manager ed investitori. In questo contesto, il ruolo di agente è svolto dal manager, che gestisce le risorse apportate dall'investitore ed ha a disposizione tutte le informazioni necessarie; mentre il principale è rappresentato dall'azionista, il quale conferisce capitale all'impresa, ma non possiede informazioni sufficienti.

Ronen e Yaari (2008) presentano una definizione ancora diversa: “L'earnings management è un insieme di decisioni manageriali che consiste nel non segnalare, in modo consapevole, la reale situazione economica dell'azienda nel breve periodo, massimizzando il valore degli utili” (Ronen e Yaari, 2008, cit. in Arkan, 2015, p. 246). Questi autori, poi, classificano l'earnings management in:

- “White”: se l'earnings management è utilizzato per comunicare ai soggetti esterni informazioni interne di cui solo i manager sono a conoscenza, approfittando della flessibilità relativa alla scelta del trattamento contabile dei dati;

- “Grey”: quando l’earnings management è attuato adottando un trattamento contabile opportunistico e, quindi, massimizzando solo l’utilità dei manager (intesa come guadagno privato);
- “Black”: se l’earnings management viene concepito come una pratica volta ad alterare o ridurre la trasparenza dei dati riportati in bilancio.

Inoltre, secondo Arthur Levitt (Levitt, 1998, cit. in Arkan, 2015, p. 247), presidente della Securities and Exchange Commission (SEC) dal 1993 al 2001, l’earnings management può assumere cinque diverse varianti:

1. “Big Bath”: consiste nel riportare maggiori oneri di ristrutturazione quando la società sta subendo un cambiamento strutturale, poiché tali costi sono di natura straordinaria, quindi non ricorrenti, ed il loro impatto sul prezzo delle azioni e sulla valutazione generale dell’azienda è pressoché nullo. Questi oneri possono essere gonfiati da costi produttivi e di gestione correnti o futuri.

Generalmente i manager adottano tale pratica nei periodi meno floridi, in cui la società registrerebbe comunque una perdita, peggiorando il risultato d’esercizio corrente. L’obiettivo è quello di “fare un grande bagno” (di costi) in un solo anno, affinché gli utili futuri risultino maggiori.

Una situazione di questo tipo, ad esempio, si può verificare anche quando vi è un cambio nel management aziendale. Il nuovo manager presenterà il primo bilancio con un risultato negativo, attribuendone la responsabilità al manager sostituito, per poi registrare risultati migliori negli anni successivi, aumentando il merito della propria gestione;

2. “Creative acquisition accounting”: sorge in occasione di operazioni di consolidamento o di acquisizioni di altre aziende; la società classifica una parte del prezzo pagato come costi di ricerca e sviluppo che vengono, quindi, considerati come spese iniziali una tantum;
3. “Cookie jar reserves”: nei periodi economicamente floridi, in cui si realizzano buoni risultati, vengono create delle riserve di utile “nascoste” che verranno impiegate nei periodi di performance negativa per gonfiare gli utili. Questo permette di fornire agli investitori un’immagine più stabile della società nel tempo, andando a ridurre la volatilità dei risultati economici. Possiamo dire, quindi, che la società può attingere al “barattolo di biscotti delle riserve” ogni volta che affronta un periodo non sufficientemente proficuo o con risultati inferiori rispetto alle aspettative degli investitori;

4. “Immaterial misapplications of accounting principles”: si verifica quando le società registrano, consapevolmente, in modo scorretto alcune voci di bilancio considerate irrilevanti. Generalmente, questa tecnica viene implementata per aumentare anche di poco gli utili, quando questi sono vicini al raggiungimento di una determinata soglia, affinché le aspettative degli investitori vengano soddisfatte.
Inoltre, se tale pratica venisse scoperta, l’azienda potrebbe difendersi premendo sul fatto che tali voci non hanno alcun effetto sulla situazione finanziaria nella sua interezza;
5. “Premature recognition of revenue”: quando la società registra utili prima che le vendite siano state realmente effettuate o completate; per esempio prima che un prodotto (servizio) sia stato effettivamente consegnato (erogato).

Arkan (2015), nel suo studio, sostiene che le attività di earnings management possano essere classificate in vari gruppi, per esempio: la contabilità creativa, la compensazione del reddito, la contabilità fraudolenta, il “big bath”, la modifica dei GAAP, l’ammortamento e le svalutazioni, la vendita e lo scambio di asset, gli accantonamenti.

Jones (1991), invece, individua tre differenti metodi di earnings management. Il primo metodo riguarda la manipolazione degli utili attuata attraverso gli accruals. Il secondo modo si riferisce al cambiamento volontario dei metodi contabili da parte della società. Il terzo metodo individuato da Jones concerne la manipolazione gli utili mediante un cambiamento nella struttura del capitale.

1.2 Ragioni sottostanti l’adozione di tale pratica

Watts e Zimmerman (Watts e Zimmerman, 1986, cit. in Arkan, 2015), basandosi sullo studio di Healy e Wahlen, hanno individuato tre principali ipotesi che incoraggiano l’attuazione di earnings management:

1. “The bonus plan hypothesis”: gli investitori stimano il valore delle azioni di una società attualizzandone i futuri flussi di cassa. Per fare ciò, essi utilizzano le informazioni finanziarie esposte in bilancio e questo incentiva i manager a manipolare gli utili, cercando di condizionare le performance aziendali nel breve periodo e, di conseguenza, il prezzo delle azioni;
2. “The debt covenant hypothesis”: la società può essere concepita come un insieme di contratti diversi. Un’azienda, infatti, stipula contratti con una pluralità di stakeholder, quali dipendenti, consumatori, istituti di credito e fornitori. Questo tipo di accordi

vengono usati dai vari stakeholder per tutelarsi in caso di inadempimento del mutuatario (la società), limitando le attività di quest'ultimo. Secondo questa teoria, infatti, tali contratti permettono di monitorare i rapporti tra manager e stakeholder. Generalmente, più la società si avvicina alla possibile violazione di questi accordi, maggiore è la probabilità che attui earnings management;

3. "The political cost hypothesis": le società potrebbero essere incentivate a manipolare gli utili per ottenere più visibilità mediatica e politica ed acquisire una maggior rilevanza sociale.

Altre ricerche, invece, si concentrano sulle ragioni legate al mercato dei capitali per capire il comportamento opportunistico dei manager. Diversi studiosi (Arkan, 2015; Healy e Wahlen, 1999; Watts e Zimmerman, 1978; et al.) e ricercatori hanno fornito varie motivazioni che potrebbero incentivare la manipolazione degli utili, raggruppandole in cinque categorie:

1. "Capital market motivations": dato che le informazioni fornite attraverso il bilancio condizionano il prezzo delle azioni di una società, i manager potrebbero essere incentivati maggiormente a manipolare i risultati con l'obiettivo di soddisfare le aspettative degli investitori riguardo il rischio ed il rendimento relativi alla performance aziendale.
2. "Management compensation contract motivations": l'agente cerca di appropriarsi di parte di "utilità" del principale, per ottenere un guadagno privato; cioè opera in conflitto di interessi. In questo caso, il manager utilizza la manipolazione per ottenere bonus retributivi o per incrementare i propri compensi legati alla performance della società;
3. "Lending contract motivations": è strettamente correlata ad un'ipotesi di "debt covenant", poiché generalmente i creditori impongono delle limitazioni per quanto riguarda il pagamento dei dividendi, i riacquisti di azioni e l'emissione di debito aggiuntivo rispetto a quelli già registrati, con l'obiettivo di assicurare il rimborso dei prestiti da parte della società;
4. "Regulatory motivations": le società quotate, generalmente, vengono monitorate per verificare la loro conformità alla normativa e, contemporaneamente, sono soggette a numerose regole contabili. Questa "pressione" potrebbe spingere i manager a manipolare i risultati per garantire il rispetto di tali normative. Per esempio, le società bancarie e assicurative o le società che si occupano di servizi di pubblica utilità, devono soddisfare determinati requisiti; in particolare devono disporre di un certo capitale o certe attività che risultino sufficienti a far fronte alle passività.

5. “Political cost motivations”: le società potrebbero attuare earnings management per mostrare profitti minori, così da ridurre i rischi relativi a possibili investigazioni o indagini operate dalle autorità anti-trust. Infatti, anche Watts e Zimmerman (1978) sostengono che “i manager di una società vulnerabile di un’indagine anti-trust o di altre conseguenze politiche avverse, hanno maggiore incentivo a manipolare gli utili, in modo da farli apparire meno redditizi” (Watts e Zimmerman, 1978, cit. in Healy e Wahlen, 1999, p. 378).

1.3 Tecniche di attuazione dell’Earnings Management

I manager hanno a disposizione numerosi metodi per manipolare gli utili, approfittando della flessibilità delle norme contabili cui devono attenersi.

Le tecniche attraverso cui si può attuare earnings management si dividono in due categorie principali:

1. Accrual based Earnings Management

Gli “accruals” rappresentano la parte di reddito non immediatamente esigibile; infatti, risultano come “differenza tra il reddito netto [di competenza] ed i flussi di cassa effettivi” (Fang, McDowell e Moore, 2011). A loro volta, essi, vengono distinti in (Arkan, 2015):

- Normal or expected accruals (non-discretionary): derivano dalle transazioni ordinarie attuate dalla società in relazione al livello di performance, alla strategia aziendale, alle convenzioni del settore ed agli eventi macroeconomici. Sono, quindi, accrual che ci si aspetta di trovare alle normali condizioni operative della società.
- Abnormal or unexpected accruals (discretionary): si manifestano attraverso le transazioni effettuate oppure i trattamenti contabili scelti con lo scopo di manipolare gli utili. Questi comprendono, ad esempio, la valutazione del magazzino, gli accantonamenti a fondi rischi ed oneri (come nel caso di stime relative ad una perdita su crediti inesigibili), gli ammortamenti e le svalutazioni delle immobilizzazioni.

I manager, infatti, possono condizionare opportunisticamente gli utili andando a manipolare le stime e le valutazioni relative al processo di determinazione di alcuni dati iscritti in bilancio.

Tuttavia, possiamo affermare che il problema maggiore consiste nell'individuare la componente discrezionale degli accruals per riuscire a cogliere effettivamente le attività di manipolazione messe in atto dal management. Quindi, è necessario capire in che modo la manipolazione dei "discretionary accruals" potrebbe influire sugli utili.

Sono state condotte numerose ricerche a riguardo; in particolare, è emerso che vi è stata una riduzione dell'utilizzo di manipolazione degli utili basata sugli accruals nel periodo successivo l'entrata in vigore del Sarbanes Oxley Act.

Il Sarbanes Oxley Act, approvato nel 2002 a seguito degli scandali contabili che hanno coinvolto Enron, WorldCom ed altri, viene considerato uno dei più significativi atti legislativi in materia di Securities Act del 1933 e 1934 (in particolare, il Securities Act del 1934 ha istituito la Securities and Exchange Commission a seguito della crisi del 1929). Il Sarbanes Oxley Act contiene una serie di disposizioni volte a ridurre i casi di frode contabile finanziaria che hanno, purtroppo, coinvolto diverse società dalla fine degli anni '90 all'inizio degli anni 2000. Queste disposizioni, tra le altre, includono: a) l'istituzione del Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) come organo di controllo del settore della contabilità pubblica; b) il requisito in base al quale tutti gli amministratori delegati ed i CFO certifichino che, per quanto ne siano a conoscenza, i prospetti finanziari sono esenti da errori significativi; c) il divieto per i revisori di fornire servizi di consulenza non di revisione ai propri clienti (Fang, McDowell e Moore, 2011).

Questo atto ha, quindi, permesso di diminuire e scoraggiare le pratiche di earnings management "accrual based" nel contesto statunitense.

2. Real transactions based Earnings Management

Diversamente dalle tecniche di manipolazione basate sugli accruals, in cui i manager possono manipolare i risultati e le stime sfruttando il sistema contabile, l'earnings management basato sulle transazioni reali è attuato servendosi del business aziendale vero e proprio e riguarda il "timing" e lo "structuring" delle attività commerciali, con l'obiettivo di ottenere i risultati finanziari auspicati.

Dall'indagine di Graham, Harvey e Rajgopal (2005), si apprende che i manager sono disposti a sopportare alcuni sacrifici in termine di valore economico, prendendo decisioni non economicamente vantaggiose per la società, pur di soddisfare le attese degli investitori. Queste decisioni includono, ad esempio, la scelta di ritardare i costi di ricerca e sviluppo, pubblicità o riparazione e la rinuncia ad intraprendere progetti con un valore attuale

positivo. Inoltre, da questa analisi, emerge che i manager sarebbero più inclini ad utilizzare la tecnica di manipolazione “real based”, rispetto a quella basata sugli accrual, per ottenere il risultato desiderato.

In uno studio separato, Roychowdhury (2006) documenta che i manager si impegnano ad attuare manipolazioni delle attività reali per evitare di riportare perdite. A tal fine adottano diverse strategie, come l'applicazione di sconti sui prodotti per aumentare temporaneamente le vendite, una riduzione aggressiva delle spese discrezionali per aumentare i margini di profitto ed una sovrapproduzione per mostrare un costo del venduto inferiore. Tuttavia, l'indagine di Roychowdhury (2006) suggerisce che, nonostante queste attività permettano ai manager di raggiungere gli obiettivi di guadagno desiderati nel breve periodo, è improbabile che aumentino il valore dell'impresa nel lungo termine. Questo accade perché, le manipolazioni reali operate nel periodo corrente, possono avere un effetto negativo sui flussi di cassa futuri. Per esempio, sconti sui prezzi dei prodotti, per aumentare il volume di vendita ed ottenere il risultato desiderato nel breve periodo, potrebbero indurre i clienti a credere che tali riduzioni dei prezzi permangano anche nei periodi successivi. Ciò potrebbe, quindi, comportare una riduzione del margine di profitto sulle vendite future. Oppure, in caso di sovrapproduzione, verranno generate rimanenze in eccesso che dovranno essere vendute nei periodi futuri, imponendo maggiori costi di inventario all'azienda.

Possiamo, quindi, affermare che i manager hanno a disposizione due modalità attraverso cui poter manipolare gli utili, ma rimane sempre a loro discrezione scegliere quella più adatta in base alle loro esigenze ed ai relativi costi e rischi. Generalmente, i manager hanno una maggiore propensione ad attuare manipolazioni degli utili attraverso attività reali (si veda Bruns e Merchant 1990; Graham, Harvey e Rajgopal 2005). Infatti, tra le varie ragioni, è più probabile che la manipolazione basata sugli accruals attiri il controllo di un regolatore o di un revisore, soprattutto in un contesto normativo sempre più rigoroso. Alla stessa conclusione giungono anche Kothari, Mizik e Roychowdhury (2012), sostenendo che “gli stakeholder hanno più difficoltà a rilevare la manipolazione basata sulle attività reali ... poiché essa è più facile da camuffare come attività normale” (Kothari, Mizik e Roychowdhury, 2012, cit. in Enomoto, Kimura e Yamaguchi, 2015).

Inoltre, questi autori affermano che “una differenza cruciale tra la manipolazione basata sulle attività reali e quella basata sugli accruals, sorge poiché i GAAP forniscono delle regole in merito ai principi contabili ritenuti “accettabili” ... mentre non vi sono limitazioni riguardanti le operazioni reali” (Kothari, Mizik e Roychowdhury, 2016, p. 560). Infatti, mentre i revisori possono verificare la conformità delle pratiche contabili delle imprese rispetto ai GAAP, non

vi sono regolamenti specifici in merito alla gestione delle attività reali. Gli azionisti, conferendo capitale in società, delegano ai manager il diritto di prendere decisioni di investimento, in quanto possiedono maggiori informazioni, rendendo difficile la distinzione tra operazioni reali relative alla normale gestione oppure attività reali poste in essere per manipolare gli utili.

Infine, dato che la necessità di proteggere gli investitori si è diffusa a livello globale, anche se con differente intensità, è possibile prevedere che l'earnings management basato sulle "real transactions" verrà, generalmente, implementato in Paesi con elevate misure di tutela e protezione degli investitori (Enomoto, Kimura e Yamaguchi, 2015).

In questo modo abbiamo illustrato i concetti cardine sul fenomeno dell'earnings management, analizzandone sfaccettature, motivazioni e tecniche tramite cui le manipolazioni possono essere messe in atto. Nel capitolo successivo ci concentreremo su un approccio specifico per analizzare le situazioni che potrebbero potenzialmente dare origine a tale fenomeno.

Capitolo 2

L'approccio elaborato da Stephen H. Penman

In questo capitolo verrà illustrato l'approccio implementato da Penman (2013) nell'individuazione di comportamenti che potrebbero dare origine a fenomeni di Earnings Management.

Questo metodo mira a valutare il grado di accounting quality dei bilanci delle società e dell'intera discosaure aziendale. E' un approccio innovativo poiché permette di individuare situazioni potenziali che potrebbero essere oggetto di manipolazione e, quindi, di "mettere in guardia" i soggetti interessati.

Penman parte da un concetto cardine; ossia che la contabilità possiede una proprietà di inversione, nel senso che i guadagni frutto dell'utilizzo di metodi contabili dovranno sempre "invertirsi" in futuro. Sulla base di questo principio, possiamo notare che se, per esempio, il tasso di ammortamento corrente è troppo basso (e gli utili maggiori), esso dovrebbe risultare più alto in futuro (abbassando gli utili), oppure la società sarà costretta a svalutare l'asset o ad accollarsi una perdita derivante dalla vendita dello stesso.

Inoltre "Earnings are of good quality if they do not reverse" (p. 591). Infatti, se la qualità degli utili è bassa e non conforme ad un criterio di correttezza, anche le previsioni e le valutazioni saranno di bassa qualità, esponendo gli investitori al rischio del cosiddetto "Torpedo" (improvviso crollo del prezzo delle azioni) come conseguenza della scoperta di manipolazione.

L'autore distingue fin da subito due tipi di manipolazione basandosi sul concetto di "shifting income":

- Una manipolazione definita come "Borrowing income from the future" (p. 592) che, attraverso un aumento delle vendite oppure una riduzione delle spese, mira a gonfiare il reddito corrente con un effetto inverso in futuro.

Generalmente i manager attuano tale pratica per mostrare una redditività corrente migliore rispetto a quella reale;

- Una manipolazione denominata "Saving income for the future" (p. 592), volta a ridurre il reddito corrente per assicurarsi un maggior reddito nel futuro, tramite una diminuzione delle vendite o un aumento delle spese.

Viene posta in essere quando i bonus e gli incentivi spettanti ai manager sono legati a guadagni futuri.

Possiamo quindi dire che lo spostamento intertemporale del reddito è un segno distintivo di comportamenti manipolativi e, in base a ciò, la qualità dei guadagni risulta dubbia non solo nell'anno della manipolazione, ma anche nei futuri esercizi.

2.1 Cinque interrogativi che ogni analista deve porsi riguardo l'Accounting Quality

Per analizzare la qualità delle informazioni fornite dalle società nei relativi bilanci, Penman sostiene che l'analista dovrebbe porsi cinque interrogativi:

1. GAAP quality: i GAAP sono carenti? Ci si dovrebbe chiedere se i principi contabili generalmente accettati dalla SEC (Security and Exchange Commission) riescano a cogliere in modo esaustivo gli aspetti rilevanti delle aziende che li adottano;
2. Audit quality: la società sta violando i GAAP oppure sta commettendo una frode contabile? E' opportuno porsi questa domanda in quanto i GAAP potrebbero rivelarsi appropriati, ma non essere applicati nel rispetto delle norme. Perciò sono state istituite delle agenzie aventi il compito di controllarne l'applicazione, come la Security Exchange Commission. L'analista, pur attenendosi alle revisioni contabili operate da tali agenzie, deve sempre considerare eventuali comportamenti manipolativi, anche degli stessi revisori contabili corrotti.

Infine, Penman evidenzia un ulteriore problema tipico dei GAAP, ossia la "prevalenza della forma sulla sostanza" che va a condizionare la rappresentazione veritiera e corretta della situazione contabile, finanziaria ed economica di una società;

3. GAAP application quality: la società sta utilizzando i GAAP per manipolare i risultati? Nonostante i GAAP limitino i metodi contabili che possono essere adottati, lasciano un certo margine di discrezionalità nella scelta degli stessi. Tale libertà potrebbe essere utilizzata dai manager come un escamotage per la manipolazione dei risultati.

Situazioni particolarmente a rischio riguardano, per esempio, stime della vita utile degli asset e dei crediti inesigibili;

4. Transaction quality: una società potrebbe manipolare i risultati per adattarsi agli stessi metodi contabili? Si tratta di una manipolazione reale che è attuata servendosi del business e non solo del mero aspetto contabile. Può assumere due forme:

- a. Transaction timing, ossia controllare il momento in cui si verificano le transazioni per influenzare il risultato d'esercizio.

Per quanto riguarda i ricavi, generalmente i GAAP impongono che i ricavi vengano rilevati quando i beni sono stati consegnati ed i servizi sono stati erogati

ai rispettivi clienti. Secondo questo principio, infatti, gli utili potrebbero essere incrementati qualora i beni venissero consegnati prima della fine del periodo di riferimento, oppure i profitti potrebbero essere differiti ritardando la consegna dei beni stessi.

Quanto ai costi, il loro periodo di rilevazione potrebbe essere oggetto di manipolazione, per esempio, rinviando i costi di ricerca e sviluppo e pubblicità all'esercizio successivo, qualora si volesse incrementare l'utile corrente;

- b. Transaction structuring, si basa sul principio di prevalenza della forma sulla sostanza, in virtù del quale le transazioni vengono strutturate e rappresentate nella forma più consona per essere trattate attraverso i principi contabili, tuttavia nella sostanza potrebbero essere prive di significato;
5. Disclosure quality: le informazioni fornite dalla società sono adatte a descriverne esaurientemente la realtà? Tali informazioni vengono fornite ai vari stakeholder tramite i prospetti finanziari, le analisi di mercato, i comunicati stampa, le note ed altri documenti e analisi divulgabili al pubblico. Per valutare la società nella sua interezza, è opportuno considerare quattro tipi di "disclosure":
- a. Disclosure che distingue i prospetti operativi da quelli finanziari;
 - b. Disclosure che divide la redditività derivante dalla gestione operativa caratteristica rispetto a quella risultante dalla gestione straordinaria;
 - c. Disclosure che evidenzia i driver della redditività dell'impresa;
 - d. Disclosure che permette di constatare se i metodi contabili adottati sono conformi ai GAAP.

Possiamo dire che con un'informativa di bassa qualità, è difficile prevedere in modo attendibile la redditività operativa dell'impresa; infatti "low-quality disclosures lead to low-quality valuations" (p. 594).

2.2 Aspetti propedeutici all'attuazione dell'analisi

Nella maggioranza dei casi i prospetti finanziari contengono valutazioni e stime che, nonostante debbano essere calcolate su basi certe, possono comportare la presenza di speculazione.

Tuttavia, la manipolazione degli utili operata tramite stime e metodi contabili lascia sempre un segno, in quanto le variazioni delle componenti di conto economico condizionano le voci di bilancio. Per questo ci si focalizza sull'analisi del reddito operativo e degli elementi che lo compongono.

Secondo Penman il reddito operativo, ossia il risultato dalla gestione caratteristica dell'impresa, è costituito da due parti (Equazione 1):

1. Una componente “hard”, che si riferisce al Free cash flow, ossia al flusso di cassa disponibile per l'azienda, ottenuto come differenza tra il flusso di cassa in entrata generato dalle attività operative (denominato “Cash flow from operations”) ed il flusso di cassa in uscita per provvedere ad investimenti in capitale fisso (definito “Cash Investments”);
2. Una parte definita “soft”, che riguarda la variazione nel Net Operating Assets (ΔNOA), la quale è potenzialmente più soggetta a manipolazioni. Le attività operative nette vengono calcolate come differenza tra tutte le attività operative e tutte le passività operative all'inizio del periodo di riferimento.

$$\text{Operating income} = \left[\begin{array}{c} \text{Free cash flow} \\ (\text{Cash flow from operations} + \\ - \text{Cash Investments}) \end{array} \right] + [\Delta\text{Net operating assets}] \quad (1)$$

Questa equazione può essere riscritta mettendo in evidenza la componente “soft” dell'operating income (Equazione 2):

$$\begin{aligned} \text{Change in Net operating assets} &= \text{Operating income} - \text{Free cash flow} \\ \Delta\text{Net operating assets} &= \text{OI} - [\text{Cash flow from operations} - \text{Cash Investments}] \\ \Delta\text{NOA} &= \text{Cash Investments} + [\text{OI} - \text{Cash flow from operations}] \\ \Delta\text{NOA} &= \text{Cash Investments} + \text{Operating accruals} \end{aligned} \quad (2)$$

La grandezza misurata dal “ ΔNOA ”, infatti, rappresenta un elemento molto utile per l'analista, che può investigare in merito alla presenza di manipolazione focalizzando l'attenzione sugli investimenti (verificando se essi siano stati capitalizzati in modo corretto) e sugli accruals. Gli accruals sono grandezze molto “deboli” poiché incorporano le stime necessarie per applicare correttamente il principio della competenza economica, ma in quanto stime, possono essere più facilmente distorte.

Per comprendere meglio l'importanza del Net operating assets, Penman mette in luce un altrettanto importante concetto: il RNOA (Return of Net Operating Assets).

Questo indice, definito come il rapporto tra il reddito operativo ed il valore delle attività operative nette ad inizio periodo, fornisce una misura della capacità del management di utilizzare le attività operative nette dell'azienda per generare utili operativi.

Dalla relazione di queste tre grandezze possiamo capire come un incremento del NOA generi un maggiore reddito operativo e, di conseguenza, un più elevato RNOA per l'esercizio corrente. Tuttavia, il maggiore NOA corrente fungerà da base per il calcolo del RNOA dell'esercizio successivo, che sarà minore, infatti " $RNOA_1 = OI_1/NOA_0$ " (p. 597). Possiamo quindi affermare che il rendimento corrente delle attività operative nette sarà minore nel caso in cui le attività operative nette precedenti (ossia il valore risultante ad inizio del periodo considerato) siano aumentate.

Penman illustra con un esempio il concetto appena spiegato (Figura 1):

Figura 1: How Accounting Manipulation Leaves a Trail in the Balance Sheet

	Year - 2	Year - 1	Year 0	Year + 1
Free cash flow	12	12	12	12
Net operating assets	100	100	110	100
Operating income	12	12	22	2
RNOA		12%	22%	1,82%

Scenario B: The case of no growth with income shifting

Fonte: Penman (2013, p. 595)

In questo caso, si assume che le attività operative nette rimangano costanti negli anni (no growth), ma che vi sia un "income shifting" tra l'anno 0 e l'anno 1. Ipotizziamo che i manager abbiano deciso di aumentare il reddito operativo corrente (year 0) di 10, fino a 22. Questo

aumento ha come conseguenza un incremento di uguale importo del NOA corrente (year 0) portandolo a 110. In base a quanto detto precedentemente, notiamo come il RNOA corrente (year 0) sia aumentato arrivando al 22% (per il solo effetto dell'aumento di operating income, mantenendo il NOA costante a 100). Tuttavia, l'analista non deve prendere tale maggior valore come una grandezza indicativa del RNOA futuro, a causa della manipolazione (spostamento intertemporale del reddito). Infatti, come si può osservare, nell'esercizio successivo il RNOA (year 1) è diminuito drasticamente per effetto di due fattori: una riduzione del reddito operativo (year 1) di 10, in virtù della "proprietà di inversione" della contabilità ed un aumento del valore del NOA precedente (year 0).

Inoltre, possiamo notare che, in questo scenario, il free cash flow è rimasto costante in tutti gli esercizi, dato che l'operating income ed il NOA sono aumentati dello stesso ammontare; e che lo spostamento intertemporale di reddito ha lasciato una "traccia" della manipolazione sotto forma di un maggiore NOA (year 0).

Prima di indagare sulla qualità delle informazioni fornite attraverso il bilancio, Penman sostiene che ogni analista dovrebbe cogliere quattro aspetti:

1. Il business: conoscere il tipo di attività è cruciale per capire quale sia la contabilità più appropriata alla realtà aziendale (per esempio, conoscere i normali tassi di crediti inesigibili o la vita utile standard degli assets);
2. L'accounting policy: la politica contabile adottata rappresenta un buon punto di riferimento, perché una sua variazione potrebbe rappresentare un segno di manipolazione.
L'analista dovrebbe focalizzarsi su società le cui politiche contabili si discostano in modo consistente dalle politiche contabili standard adottate nello stesso settore, e su aziende le cui stime e valutazioni sono già risultate scorrette negli anni passati;
3. Le aree di business in cui è più probabile che si verifichi manipolazione (ove l'accounting quality risulta essere più dubbia): generalmente, infatti, ciascun settore possiede propri punti critici maggiormente a rischio;
4. Situazioni specifiche in cui il management aziendale è più incline ad attuare comportamenti manipolativi.

Penman distingue tali situazioni in condizioni istituzionali (per esempio, cambi nel management aziendale, cambio di revisori contabili, bonus e compensi ai manager che sono legati agli utili, cambio del prezzo delle azioni, utili che soddisfano in modo appena sufficiente le aspettative degli investitori, ampio potere decisionale del management) e condizioni contabili e finanziarie (ad esempio, un cambiamento nei principi contabili o

nei metodi di stima, un calo della redditività a seguito di un periodo positivo, utili molto bassi, riduzione delle vendite o vendite costanti).

Sta di fatto che la verifica posta in essere per individuare la presenza di manipolazione è tutt'altro che semplice, in quanto l'analista si deve spesso confrontare con una disclosure di bassa qualità. Tuttavia, l'approccio elaborato da Penman fornisce all'analista uno strumento efficace per verificare la qualità delle informazioni riportate nei prospetti di bilancio e la qualità degli utili, poiché nel caso in cui la disclosure risulti inadeguata, esso funge comunque da "red flag" allertando l'analista sulla potenziale presenza di earnings management.

2.3 Strumenti di diagnostica implementabili

La maggior parte degli indicatori che Penman definisce come strumenti di diagnostica sono a tutti gli effetti indici di bilancio, i quali devono essere confrontati con gli indici relativi ad esercizi precedenti (basandosi su serie temporali) e con indici di imprese dello stesso settore o comunque realtà comparabili (quindi agendo in modo trasversale).

Il metodo elaborato prevede di iniziare analizzando la possibile presenza di manipolazione nelle vendite (manipulated sales), per poi focalizzare l'analisi sulla rilevazione dei costi (core expenses) e delle componenti straordinarie di reddito (unusual item). Infine, si procede verificando la qualità delle transazioni (transaction).

○ Diagnosics to Detect Manipulated Sales

Secondo Penman "sales are of good quality if they are unbiased estimates of the cash that sales will generate" (p. 603). Infatti si potrebbero verificare casi di restituzione di beni (sales returns), crediti inesigibili (bad debts), ricavi contabilizzati nel periodo corrente ma che sono di competenza di esercizi futuri (unearned revenue). Perciò è necessario concentrarsi sui ricavi netti (net sales), determinati come mostrato nell'Equazione 3:

$$\begin{aligned} \text{Net sales} = & \text{Cash from sales} + \Delta \text{Net accounts receivable} + \\ & - \Delta \text{Allowance for sales returns and discounts} + \\ & - \Delta \text{Unearned revenue} \end{aligned} \quad (3)$$

Se non possono essere calcolati con questo metodo, i ricavi netti vengono determinati semplicemente sottraendo ai ricavi totali (sales) le stime dei resi e degli sconti di vendita, come indicato dai GAAP.

Basandosi sulla prima metodologia di calcolo, i flussi di cassa generati dalle operazioni di vendita non possono essere soggetti a manipolazioni contabili, quindi è opportuno investigare sulla qualità degli accruals che incidono sui cambiamenti dei crediti netti (risultanti sottraendo il fondo svalutazione crediti dai crediti lordi), del fondo resi su vendite, e dei risconti passivi.

Per calcolare la variazione dei ricavi netti rispetto a ciascuna voce che li compongono, Penman si avvale dei seguenti indici:

1. Diagnostic: $\text{Net sales/Cash from sales}$
2. Diagnostic: $\text{Net sales/Net accounts receivables}$
3. Diagnostic: $\text{Net sales/Allowance for sales return and discounts}$
4. Diagnostic: $\text{Net sales/Unearned revenue}$

Se, per esempio, l'azienda sta sovrastimando i ricavi oppure sottostimando le perdite dovute ai crediti inesigibili, possiamo notare che il primo indice aumenterà, mentre il secondo diminuirà; infatti sottostimando i crediti inesigibili, i crediti netti risulteranno maggiori e, assumendo di avere ricavi costanti, l'intero rapporto diminuirà per effetto dell'aumento del denominatore (net accounts receivables). Nel caso in cui, invece, i ricavi netti aumentino per effetto di una riduzione dei risconti passivi, l'ultimo indice aumenterà di conseguenza. Ovviamente questi indici possono variare non solamente per effetto di manipolazioni, ma anche per motivi leciti come nel caso di ritardi nei pagamenti da parte dei clienti.

Se ci si vuole focalizzare sull'incidenza dei costi relativi all'inesigibilità dei crediti, invece, Penman ha elaborato tre indicatori di controllo:

1. $\text{Bad debt expense/Actual credit losses}$: rapporta direttamente questi costi con le perdite su crediti;
2. $\text{Bad debt reserves/Accounts receivable (gross)}$: rapporta il fondo svalutazione crediti con i crediti lordi;
3. $\text{Bad debt expense/Sales}$: rapporta i costi dovuti all'inesigibilità dei crediti con i ricavi totali.

○ Diagnosics to Detect Manipulation of Core Expenses

Comportamenti manipolativi possono verificarsi anche attraverso la rilevazione dei costi. Penman suggerisce di procedere in più stadi andando a:

1. Studiare cambiamenti nel NOA con l'asset turnover normalizzato

Come già detto, manipolazioni dell'operating income lasciano sempre una traccia; infatti cambiamenti del reddito operativo comportano variazioni del NOA, anche se esso può modificarsi a seguito della normale crescita del business.

Il valore assunto dal NOA è determinato dalle vendite e dalla rotazione delle attività (ATO) nel seguente modo "NOA = Sales/ATO" (p. 605). Il livello di net operating assets richiesto per un dato ammontare di vendite è definito dal "normal or usual ATO" (p. 605), così come la relativa variazione (Δ NOA) che viene registrata a seguito di un cambiamento nelle vendite. Possiamo quindi calcolare il "reddito operativo normalizzato" come mostrato nell'Equazione 4:

$$\begin{aligned}\text{Normalized OI} &= \text{Free cash flow} + \Delta\text{Normalized NOA} \\ &= \text{Free cash flow} + \Delta(\text{Sales}/\text{Normal ATO})\end{aligned}\quad (4)$$

La grandezza relativa al ATO normalizzato è calcolata come media della rotazione degli assets degli anni precedenti, oppure è ottenuta dal confronto con società con operazioni e politiche contabili simili.

Per indagare sulla presenza di possibile manipolazione, Penman si avvale del seguente indice:

$$\text{Diagnostic: (Normalized OI)/OI}$$

Se questo rapporto è diverso da 1.0, sarebbe opportuno approfondire l'analisi. Per esempio, nel caso in cui un incremento del NOA (dato da un aumento di accruals o di crediti) non sia seguito da un aumento dei ricavi, il free cash flow diminuirà (dato che $\text{FCF} = \text{OI} - \Delta\text{NOA}$) e conseguentemente il Normalized OI risulterà minore rispetto al reddito reale.

2. *Studiare variazioni nell'asset turnover*

La manipolazione operata nei costi operativi impatta sia sul margine di profitto (PM) che sull'asset turnover, ma in modo opposto: minori costi infatti comportano un margine di profitto più elevato sulle vendite (aumentando il NOA), ma questi costi inferiori, dato che le attività operative nette sono aumentate, si traducono in una riduzione dell'ATO. Quindi un cambiamento nell'asset turnover (ATO) potrebbe indicare la presenza di possibili manipolazioni. Ad esempio, se una società intende incrementare o mantenere costante il margine di profitto, potrebbe aver attuato earnings management, qualora la variazione nel PM sia accompagnata da una riduzione nell'ATO.

Penman si concentra anche sulla relazione tra le variazioni del PM e del RNOA rispetto ai cambiamenti intervenuti nell'ATO; in particolare, osserva come un incremento del RNOA corrente comporti, generalmente, un suo decremento nel periodo successivo, e questo decremento risulterà più consistente se l'ATO varia in misura marginale.

Secondo Penman, l'analista dovrebbe osservare le variazioni intervenute nell'ATO e confrontarle con le variazioni dei ricavi di vendita. Inoltre, dovrebbe prestare maggiore attenzione ai casi in cui i margini di profitto aumentano, mentre l'ATO diminuisce. Una situazione di questo tipo si può verificare quando la società tenta di mascherare un periodo di crisi manipolando l'asset turnover, con lo scopo di mantenere il proprio PM a livelli soddisfacenti.

Un'altra situazione sospetta sulla quale l'analista dovrebbe concentrarsi è il caso in cui a consistenti aumenti del NOA corrispondano variazioni basse oppure negative dell'ATO.

3. *Studiare direttamente le singole voci*

a) Analisi delle voci di ammortamento.

Un basso ammortamento corrente generalmente significa che l'asset verrà svalutato in futuro o che verranno rilevate perdite al momento della sua dismissione, mentre un'aliquota di ammortamento eccessivamente alta implica, solitamente, la possibilità di registrare guadagni futuri (c.d. plusvalenze) dalla cessione dell'asset.

Per indagare, Penman, si avvale della grandezza definita "Adjusted Ebitda" (Equazione 5):

$$\begin{aligned} \text{Adjusted EBITDA} = & \text{OI before tax (EBIT)} + \text{Depreciation and amortization} + \\ & - \text{Normal capital expense} \end{aligned} \quad (5)$$

Una prima diagnostica confronta l'adjusted ebitda rispetto al valore assunto dall'ebit, che comprende gli ammortamenti iscritti in bilancio:

Diagnostic: (Adjusted ebitda)/Ebit

Il "Normal capital expense" (p. 607) menzionato nell'equazione è un'approssimazione della media delle spese in conto capitale relative agli anni precedenti e permette di attuare una seconda diagnostica:

Diagnostic: Depreciation/Capital expenditures

Se il rapporto è inferiore ad 1.0, ci si aspetta una crescita futura della quota di ammortamento; questo si verifica perché le spese in conto capitale sono aumentate e quindi anche il valore dei relativi asset soggetti ad ammortamento è incrementato.

Alcuni analisti utilizzano anche modelli specifici per individuare la migliore quota di ammortamento applicabile, al fine di non dover svalutare l'asset o registrare utili o perdite futuri. Ad esempio, se si prevede che l'innovazione ed il progresso tecnologico renderanno obsoleti gli impianti, sarebbe utile aggiustare la relativa quota di ammortamento incorporando tale rischio. Infatti aliquote di ammortamento che siano in grado di rispecchiare tali stime, permettono di fornire informazioni di elevata qualità e trasparenza, utili all'analisi.

Altri analisti, invece, considerano erroneamente il valore assunto dall'ebitda per condurre uno studio in merito alla redditività derivante dalla gestione operativa. Infatti, l'ebitda considera l'ammortamento, che misura una perdita di valore degli asset, e talvolta potrebbe essere oggetto di manipolazione. Per cui non dovrebbe essere utilizzato per questo fine, a meno che non ci si avvalga dell'adjusted ebitda che tiene conto anche del normal capital expense.

b) Analisi dei Total Accruals.

Il cash flow from operations (Penman, 2013) si calcola come $CFO = OI - \text{Operating accruals}$, in virtù dell'equazione spiegata nel paragrafo precedente. Per cui Penman calcola:

Diagnostic: CFO/OI

Come già detto, la parte "hard" del reddito operativo composta dal FCF, si presta difficilmente a modifiche contabili; invece, manipolazioni dell'operating income vengono generalmente attuate andando ad agire sulla parte "soft". È utile quindi calcolare:

Diagnostic: CFO/NOA

In caso di manipolazione questo rapporto diminuisce a causa dell'incremento del valore assunto dal NOA.

Anche se difficilmente, tuttavia, la componente del cash flow from operations potrebbe essere soggetta a comportamenti manipolativi.

c) Analisi dei singoli Accruals.

Gli accruals rappresentano la parte di reddito operativo potenzialmente più soggetta ad earnings management e comprendono i risconti attivi (prepaid expenses), i risconti passivi (deferred revenues) ed i ratei passivi (accrued expenses). Escludendo l'ammortamento, che abbiamo già trattato, per ogni accrual è bene calcolare:

Diagnostic: $\text{Accrual}/\Delta\text{Sales}$

Bisogna prestare particolare attenzione alle situazioni in gli accrual incrementano il reddito, ma la variazione delle vendite è prossima allo zero, minore rispetto a quella passata oppure negativa. Se il valore di " ΔSales " è nullo o negativo, questo rapporto diventa privo di significato, tuttavia funge da "red flag" permettendo di effettuare un'analisi più approfondita comparando gli accrual in esame e la variazione delle vendite.

d) Analisi di altre componenti di costo che dipendono da stime.

Penman ha elaborato anche degli strumenti che aiutano a capire se vi è stata manipolazione in altre componenti di costo che sono influenzate da stime, rapportandoli al totale dei costi della gestione operativa:

Diagnostic: $\text{Pension expense}/\text{Total operating expense}$

Diagnostic: $\text{Other postemployment expenses}/\text{Total operating expense}$

Infatti, i costi pensionistici e le spese relative al trattamento di fine rapporto lavorativo, potrebbero essere manipolate cambiando, per esempio, le stime attuariali dei salari previsti.

E' opportuno quindi andare ad analizzare le componenti delle spese pensionistiche e, nella misura in cui la disclosure aziendale lo consenta, le componenti dei costi SG&A (c.d. spese di vendita, generali e amministrative).

e) Analisi delle imposte.

Per verificare il peso delle imposte relative alla gestione operativa sul reddito operativo, Penman, utilizza il seguente rapporto:

Diagnostic: $\text{Operating tax expense/OI before taxes}$

Se l'aliquota effettiva, ottenuta da questo rapporto, è inferiore all'aliquota legale, è consigliabile controllare la scadenza dei crediti d'imposta. Inoltre, è opportuno analizzare la parte di imposte soggetta maggiormente a stime, cioè le imposte differite, il cui valore risulta come differenza tra le imposte di competenza, calcolate sul reddito determinato secondo i GAAP, e le imposte dovute, calcolate in base al reddito imponibile derivante dall'applicazione delle regole fiscali. Quindi se le imposte di competenza sono maggiori di quelle dovute, sorgono imposte differite e più la società cerca di aumentare il reddito d'esercizio, manipolando le stime, maggiori saranno le "deferred taxes" (p. 610).

In particolare, la società potrebbe avere incentivo ad aumentare le imposte differite per far apparire un utile maggiore, per esempio, agendo sulle quote di ammortamento; l'azienda potrebbe aver operato stime eccessive sulla vita utile degli asset e, quindi, aver rilevato ammortamenti relativamente bassi.

Inoltre, la società potrebbe far aumentare il proprio reddito (determinato in base ai GAAP) andando ad agire sulle stime relative ai crediti inesigibili, ai risconti passivi ed alle spese di garanzia. Per esempio, se l'azienda sottostima il valore dei crediti inesigibili, dovrà riconoscere un importo maggiore di imposte differite.

In entrambi i casi, le imposte differite aumentano a causa dell'incremento del divario tra il reddito calcolato in base ai GAAP ed il reddito determinato dalla normativa fiscale.

4. *Studiare direttamente le voci di bilancio*

Alcune voci iscritte a bilancio potrebbero essere oggetto di manipolazione.

Se i valori residui degli asset risultano essere troppo elevati, è probabile che vengano operate svalutazioni in futuro, riducendo conseguentemente anche il RNOA. In particolare, i sospetti ricadono su:

- Asset con valore residuo superiore al valore di mercato;

- Asset soggetti ad una capitalizzazione inusuale dei costi, come i costi di start-up, di pubblicità e promozione, di acquisizione di clienti o di sviluppo dei software;
- Asset immateriali i cui valori residui ed i relativi ammortamenti sono soggetti a stime, come nel caso dei software;
- Asset iscritti al “fair value” (Penman, 2013), il cui valore è frutto di stime.

Anche i valori residui delle passività operative dovrebbero essere analizzati. Più nel dettaglio è bene esaminare:

- Passività stimate, come le passività pensionistiche, altre passività relative al rapporto di lavoro ed i risconti passivi; è opportuno osservare l’andamento di tali passività rispetto al totale delle passività operative. E’ utile esaminare le stime relative alle passività derivanti dalle garanzie sui prodotti, attraverso due indicatori:

Diagnostic: Warranty expense/Actual warranty claims

Diagnostic: Warranty expense/Sales

Da controllare sono anche le stime sulle passività per programmi di sconti e promozioni (per esempio programmi di volantinaggio);

- Off-balance-sheet liabilities (p. 611) generalmente riportate nelle note a piè di pagina, come le garanzie sui prestiti, le cessioni di crediti o debiti e le passività potenziali per azioni legali o per responsabilità ambientale.

Qualora tali voci venissero intaccate da stime distorte, la qualità della disclosure aziendale ne risentirebbe negativamente e questo si tradurrebbe in successive “earnings surprises” (p. 612).

○ Diagnostics to Detect Manipulation of Unusual Items

I componenti straordinari sono isolati rispetto al reddito d’impresa per migliorare la qualità delle informazioni inerenti agli utili. Essi vengono infatti esclusi dalla formulazione di stime, tuttavia l’analista deve tener presente che potrebbero avere implicazioni future.

Un classico esempio riguarda i costi di ristrutturazione e svalutazione. La società potrebbe decidere di effettuare ristrutturazioni in futuro, iscrivendo però la stima di tali oneri nel conto economico corrente e, in contropartita, la relativa passività nel bilancio d’esercizio. Potrebbe esserci il rischio che tale stima risulti sopravvalutata, con la successiva rilevazione di costi inferiori rispetto a quelli che la società aveva previsto. Questa dinamica farebbe risultare un reddito corrente inferiore a beneficio di maggiori utili futuri.

Anche i costi di fusione potrebbero essere oggetto di analisi. Infatti, potrebbe verificarsi il caso in cui le società decidano di sovrastimare questi costi, per poi far figurare un onere inferiore nel periodo successivo con conseguente aumento del reddito futuro e facendo quindi apparire la fusione molto più vantaggiosa di quanto essa sia.

Perciò è opportuno per l'analista non trascurare gli elementi di costo non ricorrenti.

○ Detecting Transaction Manipulation

Nel primo capitolo abbiamo illustrato come un'azienda possa attuare, oltre a quelle meramente contabili, anche manipolazioni reali agendo sulle transazioni da un punto di vista temporale e strutturale. Queste distorsioni possono verificarsi nel caso in cui i metodi ed i principi contabili consentiti dai GAAP non siano flessibili, perciò la società potrebbe cercare di adattare il proprio business al fine di soddisfarli.

Penman ha individuato alcuni elementi che potrebbero essere oggetto di manipolazione, tra cui:

1. Core Revenue Timing

I GAAP impongono che i ricavi debbano essere registrati al momento della consegna dei beni o dell'erogazione dei servizi. Gli utili, quindi, potrebbero essere incrementati rilevando i ricavi nell'anno corrente, attraverso l'anticipata consegna dei prodotti, anziché nei periodi successivi. Perciò è opportuno prestare attenzione a consegne inaspettate ed a variazioni consistenti delle vendite nell'ultimo trimestre del periodo amministrativo.

2. Core Revenue Structuring

Sono state adottate diverse strategie per incrementare i risultati facendo prevalere il principio della forma sulla sostanza. Generalmente sono di difficile individuazione.

Alcune situazioni potenzialmente sospette riguardano:

- Transazioni tra parti correlate: un esempio riguarda la consegna di un impianto da parte di una società nei confronti di una sua affiliata che non necessita di tale cespite. L'affiliata procederà a rilevarlo nella sezione "Property, Plant and Equipment", mentre la società principale registrerà tale consegna come un ricavo;
- Incassare provvigioni sui ricavi lordi (senza considerare i costi sostenuti per generare tali entrate);
- Scambio di rimanenze in magazzino attraverso operazioni di baratto.

3. *Core Expense Timing*

Anche il periodo in cui vengono rilevati i costi può essere soggetto a manipolazione condizionando il risultato economico. Ad esempio, per i costi R&D e le spese pubblicitarie Penman si avvale dei seguenti indici:

Diagnostic: $R\&D \text{ expense}/Sales$

Diagnostic: $Advertising \text{ expense}/Sales$

Se troppo bassi, potrebbero indicare un tentativo da parte dell'azienda di incrementare l'utile corrente imputando tali costi agli esercizi futuri. Il maggior guadagno corrente, tuttavia, sarà di bassa qualità poiché gli utili futuri verranno condizionati negativamente dalla riduzione di tali spese.

Inoltre, Penman consiglia di monitorare l'andamento di questi indicatori considerando un ampio quadro temporale.

4. *Releasing Hidden Reserves*

Consiste nella creazione di riserve occulte che verranno poi liberate in momenti meno floridi per la società, con l'obiettivo di fornire agli investitori, ed in generale a tutti gli stakeholder, un'impressione migliore della stabilità finanziaria ed economica della società.

Un caso particolare è quello del "LIFO dipping" (p. 615). Questa tecnica consiste nella riduzione delle scorte in magazzino utilizzando il metodo del "Last In First Out" e nella liberazione delle riserve nascoste quando i profitti derivanti dalla liquidazione di tali rimanenze verranno realizzati.

5. *Organizational Manipulation: Off-Balance-Sheet Operations*

Le aziende potrebbero anche operare manipolazioni per nascondere voci che, altrimenti, comparirebbero in bilancio; questi interventi vengono definiti "shell" (p. 616) e la loro implementazione prende il nome di "shell game". Alcuni esempi:

- R&D Partnerships: dato che i costi R&D riducono il reddito, si potrebbe verificare il caso in cui una società decida instaurare una partnership con un'altra azienda, definita "shell", al fine di sostenere tali spese. La prima società, quindi, provvederà ad addebitare i costi R&D a questa partnership, svolgendo l'effettiva attività di ricerca e sviluppo. Tuttavia, se l'investimento R&D non avesse esito positivo, si dovrebbe procedere al suo annullamento nella "shell" ed i ricavi derivanti risulterebbero fittizi;

- Pension Funds: i fondi pensione possono risultare sovradimensionati (vi è quindi un surplus di denaro necessario a coprire i pensionamenti). Nonostante tali fondi siano di proprietà dei dipendenti, la società potrebbe utilizzare questo “overfunding” (p. 616) per coprire i costi operativi, che in alternativa sarebbero sostenuti in conto economico;
- Special-Purpose Entities: queste “entità speciali” vengono utilizzate per detenere asset di un’impresa che, altrimenti, dovrebbero figurare nel bilancio di quest’ultima.

Possiamo concludere sottolineando come gli strumenti di diagnosi elaborati da Penman debbano essere intesi come “red flag” che permettono di individuare situazioni potenzialmente sospette, ma che non hanno la presunzione di risolvere il problema dell’Earnings Management in modo assoluto. Questo approccio, infatti, fornisce all’analista gli strumenti necessari per verificare la qualità e la correttezza delle informazioni fornite, permettendogli successivamente di effettuare controlli più approfonditi nel caso vi siano circostanze dubbie, in cui si intraveda una possibile distorsione della realtà aziendale.

Conclusioni

Scopo principale del bilancio è quello di fornire all'esterno un'immagine quanto più possibile accurata ed oggettiva della situazione aziendale nel suo complesso. Le informazioni riportate, quindi, devono essere di alta qualità, nel senso chiare e veritiere, per consentire agli stakeholder di effettuare previsioni e valutazioni attendibili. Ciò nonostante, essi devono essere consapevoli di potersi confrontare anche con disclosure di bassa qualità, a causa di manipolazioni nei dati.

Nel presente elaborato è stato analizzato, in particolare, il metodo elaborato da Stephen H. Penman che permette di concentrarsi su specifiche voci di bilancio, con lo scopo di individuare realtà aziendali con una maggiore probabilità di verifica dell'earnings management. Perciò questa analisi, in merito alla qualità contabile, deve considerarsi come uno spunto di riflessione per attuare successivamente verifiche più approfondite a discrezione dell'analista.

Un punto a sfavore è dato dal fatto che, non sempre, si riesce a condurre un'analisi esaustiva a causa della mancanza o dell'incompletezza di informazioni relative alle specifiche voci da esaminare e ciò condiziona inevitabilmente il giudizio finale. Tuttavia, siamo consapevoli che sarebbe impossibile avere una totale trasparenza informativa nella relazione tra manager ed investitori.

I vari strumenti di analisi forniti, come suggerito da Penman, dovrebbero essere applicati in più periodi in modo da ottenere risultati su un orizzonte temporale più ampio, oppure dovrebbero essere confrontati con i risultati di realtà aziendali simili. Infatti, nonostante l'azienda possa aver manipolato i dati per un lungo periodo di tempo, agendo in questo modo vi sono certamente più possibilità per l'analista di cogliere eventuali segnali anomali. Questo permette al modello trattato di potersi adattare maggiormente ai vari contesti aziendali e, allo stesso tempo, di fornire un'idea più chiara dell'azienda in analisi relativamente al suo andamento complessivo.

L'approccio di Penman è uno dei modelli più interessanti e stimolanti sviluppati negli ultimi anni, perciò merita di essere ampiamente trattato e compreso affinché le probabilità di individuazione dell'earnings management risultino sempre più concrete ed i comportamenti manipolativi vengano sempre più scoraggiati.

Bibliografia

- ALJIFRI, K., 2007. Measurement and Motivations of Earnings Management: A Critical Perspective. *Journal of Accounting, Business & Management*, 14, 75-95.
- ARKAN, T., 2015. The effects of earning Management Techniques, Net Income and cash Flow on Stock Price. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2, 245-258.
- BRUNS, W. J., JR., MERCHANT, K. A., 1990. The dangerous morality of managing earnings. *Management Accounting*, Agosto, 72 (2), 22-25.
- DAVIDSON, S., STICKNEY, C., WEIL, R., 1987. *Accounting: The Language of Business*. 7^o ed. (s.l.): Thomas Horton and Daughters.
- ENOMOTO, M., KIMURA, F., YAMAGUCHI, T., 2015. Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11 (3), 183-198.
- FANG LI, S., MCDOWELL, E., MOORE, E. A., 2011. Accrual Based Earnings Management, Real Transactions Manipulation and Expectations Management: U.S. and International Evidence. *Working Paper*.
- FIELDS, D., LYS, Z., VINCENT, L., 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, Gennaio, 31, 255-307.
- GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R., RAJGOPAL, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- HEALY, P., WAHLEN J., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standars Setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- JONES, J. J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- KOTHARI, S. P., MIZIK, N., ROYCHOWDHURY, S., 2012. Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation. *Working Paper*.
- KOTHARI, S. P., MIZIK, N., ROYCHOWDHURY, S., 2016. Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation. *The Accounting Review*, Marzo, 91 (2), 559-586.
- LEVITT, A., 1998. *The numbers game*. *Securities and Exchange Commission*, Remarks by Chair Arthur Levitt at New York University Center of Law and Business.

- PENMAN, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5° ed. (s.l.): McGraw-Hill Education, 590-621.
- RONEN, J., YAARI, V., 2008. *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice and Research*. 1° ed. (s.l.): Springer US.
- ROYCHOWDHURY, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- SCHIPPER, K., 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 11, Dicembre, 3 (4), 91-102.
- WATTS, R., ZIMMERMAN, J., 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, Gennaio, 53 (1), 112-134.
- WATTS, R., ZIMMERMAN, J., 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- WATTS, R., ZIMMERMAN, J., 1990. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, Gennaio, 65 (1), 131-156.