

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"

RELATORE:

CH.MO PROF. FABRIZI MICHELE

LAUREANDO/A: TREVISAN MARTINA

MATRICOLA N. 1138676

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

“Say you have a dog, but you need to create a duck on the financial statements. There are specific accounting rules for what constitutes a duck: yellow feet, white covering, orange beak. So you take the dog and paint its feet yellow and its fur white and you paste an orange plastic beak on its nose.

Everybody knows it’s a dog, not a duck, but that doesn’t matter, because you’ve met the rules for calling it a duck”.

(Enron – L’economia della truffa, 2005)

Indice

Introduzione	7
Capitolo 1	
Earnings Management: profili ed analisi del fenomeno	8
1.1 Che cos'è l'Earnings Management.....	9
1.2 Cause e motivi dell'Earnings Management.....	12
1.2.1 Incentivi contrattuali.....	13
1.2.2 Incentivi di mercato.....	14
1.3 Metodi di EM: contabile e reale.....	16
1.4 Modelli statistici per la rilevazione dell'Earnings Management.....	18
1.4.1 Modelli di Accrual Earnings Management.....	18
1.4.2 Modelli di Real Earnings Management.....	20
Capitolo 2	
L'analisi dell'Accounting Quality come metodo di indagine	21
2.1 L'Earnings Quality.....	21
2.2 Le 5 domande sull'Accounting Quality.....	23
2.3 L'analisi di bilancio: alcune considerazioni.....	24
2.4 Le <i>quality diagnostics</i> di Penman: l'Accrual Earnings Management.....	26
2.5 Individuare la manipolazione nelle transazioni.....	33
Capitolo 3	
<i>Board gender diversity</i>: come la presenza femminile influenza l'EM	36
3.1 Il board gender diversity: lineamenti.....	36
3.2 Il <i>board gender diversity</i> nella normativa europea.....	38
3.3 <i>Board gender diversity</i> e <i>Earnings Management</i> : dimostrazioni empiriche.....	40
Conclusione	43
Riferimenti bibliografici	44

Introduzione

La tenuta delle scritture contabili è uno dei principali obblighi ai quali è soggetta una società. Esistono degli appositi organi di controllo che vigilano sulla loro correttezza e sulla loro conformità alle regole e ai codici dettati in materia di contabilità. A volte, tuttavia, si verificano degli scostamenti e delle violazioni rispetto a quanto stabilito da questi standard, dando luogo a quello che negli ultimi decenni è divenuto noto come *earnings management*.

Il fenomeno dell'*earnings management*, detto anche delle manipolazioni di bilancio, ha accresciuto fortemente la sua importanza di recente, diventando oggetto di numerosi studi e ricerche.

Per sua natura, l'*earnings management* non sempre lascia una traccia, o comunque, anche se presente, risulta molto difficile da individuare. Questa complessità non ha permesso di darne una definizione chiara ed univoca, dato che gli apporti dei singoli studiosi mettono in luce aspetti diversi, creando molteplici sfaccettature.

Attraverso questo elaborato cercheremo, quindi, di analizzare questo fenomeno e le correnti di pensiero per offrire così una visione ordinata, globale e completa dei principali contributi sulla materia.

Con il Primo capitolo, introdurremo la letteratura dell'*earnings management*: verranno, innanzitutto, riportate alcune tra le definizioni che sono state date e verranno delineati aspetti e caratteri inerenti alla sua concreta attuazione. Nell'ultima parte saranno, poi, esposti dei modelli utili ad intercettare la presenza di tale fenomeno.

Nel Secondo capitolo, concentreremo la nostra attenzione sull'*Accounting Quality* e sull'analisi proposta da S. Penman nell'identificare la possibile presenza di manipolazioni contabili, procedendo attraverso un'attenta analisi della qualità dei dati di bilancio.

Infine, il Terzo capitolo, in cui presenteremo brevemente una tematica molto attuale, ossia la partecipazione femminile negli organi di governo societari, più specificatamente come questa presenza possa influire positivamente o negativamente sull'esistenza dell'*earnings management*, ricorrendo al supporto di alcune dimostrazioni empiriche.

CAPITOLO 1

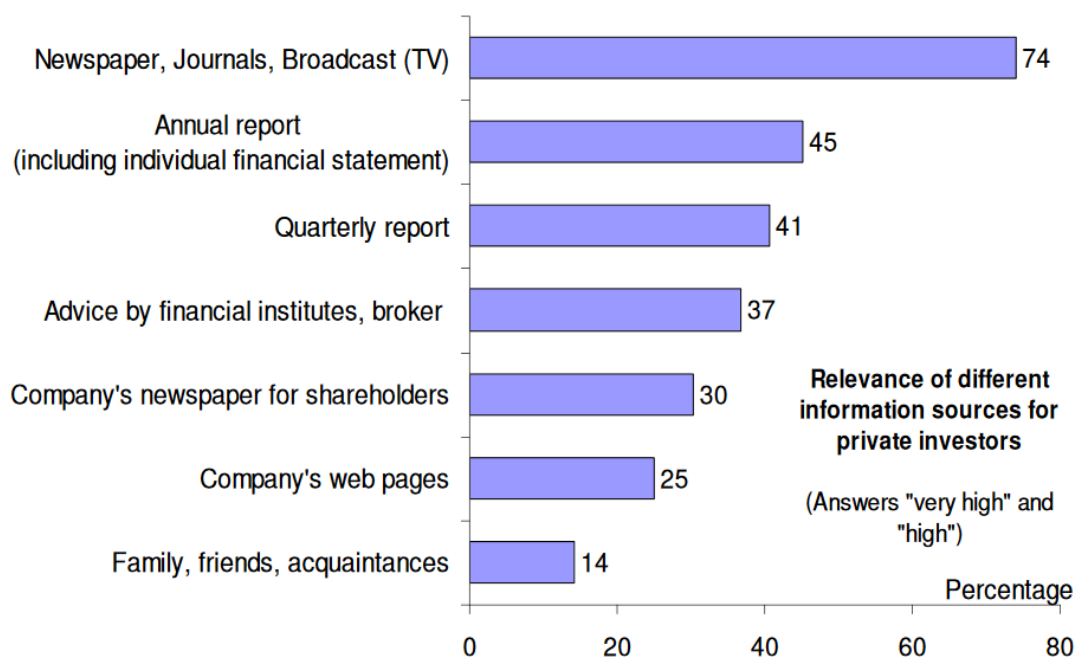
Earnings Management: profili ed analisi del fenomeno

Il bilancio d'esercizio rappresenta l'elemento essenziale di un'azienda in quanto le informazioni contabili contenute in esso influenzano le scelte economiche compiute dagli investitori, i quali, a partire da queste, valutano le capacità dell'impresa di generare, nel presente e nel futuro, flussi di cassa positivi e allocano così le proprie risorse attraverso l'acquisto di azioni o altri strumenti finanziari.

Per questo motivo, come stabilito dallo IASB¹ nel Conceptual Framework, questo documento deve rappresentare la situazione economico-patrimoniale in maniera fedele, chiara e veritiera e deve altresì fornire dati rilevanti sul reale andamento dell'azienda, utili al maggior numero di interlocutori possibile (come soci di maggioranza, soci di minoranza, amministratori, clienti, fornitori e molti altri ancora).

In realtà, lo studio di Ernst, Gassen e Pellens (2005) che indaga sulle fonti di informazione cui maggiormente ricorrono gli external users, del quale riportiamo un grafico qui sotto, dimostra, però, che il bilancio d'esercizio non è il canale primariamente utilizzato dagli investitori per reperire informazioni, poiché questi preferiscono, invece, affidarsi a fonti alternative quali media, giornali, riviste e quotidiani, giudicate imparziali e più attendibili.

Fig.1. Rilevanza dei diversi canali di informazione per gli investitori privati.



Source: Ernst/Gassen/Pellens, DAI Studie 29: 2005, <http://www.dai.de>

¹ Acronimo di *International Accounting Standard Board*, organismo deputato all'emanazione dei principi contabili internazionali.

L'imparzialità e l'attendibilità del bilancio d'esercizio è stata oggetto di critiche, specialmente negli ultimi anni durante i quali sono venute alla luce numerose frodi contabili che hanno colpito, in tutto il mondo, società apparentemente solide, floride e profittevoli, le quali, attraverso la pratica di vie illecite e illegali, hanno modificato e manipolato i loro bilanci. Mi riferisco ad esempio ad Enron (2001) e Worldcom (2002) negli USA, Parmalat (2003) in Italia, Satyam in India (2009), New Oriental in Cina.

Questa manipolazione della contabilità è denominata *Earnings Management* e sarà oggetto di approfondimento qui di seguito.

1.1 Che cos'è l'Earnings Management?

La letteratura sull'*earnings management* è piuttosto vasta e variegata e si è concentrata ancor di più recentemente, a seguito dei suddetti scandali finanziari.

Potrebbe essere utile riportare alcune definizioni sul fenomeno, procedendo in ordine cronologico, analizzare come tale concetto si sia evoluto nel corso degli anni e capire quali siano i punti di contatto e quelli di contrasto.

Una prima corrente che prende il via da Schipper K. (1989, p.92) definisce l'*earnings management* come “quell'intervento messo in atto volontariamente dai manager nella redazione dei documenti contabili attraverso il quale divulgare agli interlocutori esterni informazioni, con il solo intento di ottenere dei vantaggi privati per loro stessi”, anziché rappresentare in modo neutrale la realtà aziendale.

Successivamente anche Haely P.M. e Wahlen J.M. (1999, p.368) affermarono che l'*earnings management* consiste in un “utilizzo improprio della discrezionalità concessa ai manager nel modificare i report aziendali allo scopo, però, di ingannare gli azionisti sulla reale situazione economica della società o influenzare quei contratti e rapporti dipendenti dai dati registrati nel bilancio”.

Entrambe le definizioni sottolineano l'abuso di discrezionalità da parte dei manager nelle attività di reportistica aziendale, ma se nel primo caso l'autrice si riferisce ad una finalità limitata ai soli vantaggi personali (*private gain*), nel secondo ciò che “rileva è il fine mediato, ossia l'effetto che si genera per conseguire lo specifico obiettivo a cui si tende” (Capalbo, 2016, p.261).

Diversamente, Ronen J. e Yaari V. (2008) ritengono che le definizioni riportate non individuano il fenomeno nella sua interezza perché mettono in luce solamente il suo aspetto negativo, facendolo apparire come un qualcosa di ingannevole in qualsiasi caso.

Gli autori adottano, invece, una visione più ampia, asserendo che esiste un risultato di breve periodo oggettivo (“*the short-term truth*”), ottenuto attraverso un’applicazione neutrale dei principi contabili e conosciuto dai manager: solo se essi decidono di ometterlo o di rappresentarlo in maniera distorta, allora siamo di fronte ad atti di *earnings management*.

Secondo Ronen J. e Yaari V. (2008), poi, sulla base delle finalità con cui si compiono tali atti, si distinguono tre diverse categorie di *earnings management*: *beneficial* (white), *neutral* (gray) e *pernicious* (black).

La prima accezione del termine ne dimostra l’aspetto positivo e vantaggioso: la possibilità e la flessibilità data dal legislatore ai manager nello scegliere il trattamento contabile più adatto alle esigenze, non proprie ma dell’azienda, evita che il lettore si faccia influenzare da poste contabili di breve periodo che non rispecchiano l’effettivo valore economico dell’azienda nel lungo periodo. In questo modo i manager possono rivelare agli investitori le loro personali aspettative riguardo alle prospettive future dell’azienda.

Con la seconda accezione si intende la scelta di un trattamento contabile che sia opportunistica (a vantaggio dei soli manager) o economicamente efficiente.

Pernicious, infine, rivela l’intenzione e la volontà di mascherare o celare la performance dell’azienda nel breve o nel lungo periodo pur di raggiungere i risultati desiderati, attraverso veri e propri trucchi contabili, riducendone la trasparenza e sfociando così in un’attività illecita e fraudolenta. Questa categoria ricomprende ciò che già Schipper (1989) e Haely & Wahlen (1999) avevano denominato, in maniera generica, *earnings management*.

Il semplice esercizio della discrezionalità diventa, pertanto, una forma di *earnings management* se viene oltrepassato il confine lecito della flessibilità contabile, ovvero quando la valutazione delle singole poste di bilancio e la decisione sul valore da assegnarle siano volutamente utilizzate per indirizzare i risultati in una determinata direzione, a prescindere dalla finalità in concreto perseguita, che invece qualificherà la tipologia di *earnings management* attuato (Capalbo, 2016).

Tuttavia, molto spesso, è piuttosto difficile stabilire dove sia il confine tra la discrezionalità concessa dalle regole contabili e quella che invece viola tali norme.

A questo proposito, Dechow P.M. e Skinner D.J. (2000), attraverso una riclassificazione, distinguono le politiche contabili fraudolente da quelle che, seppur aggressive, sono considerate accettabili perché rientrano nei confini della liceità nell'esercizio della discrezionalità da parte dei manager.

Come mostra la tabella in basso, l'*earnings management* può avere diverse sfumature:

1. *Conservative accounting*: comprende tutte quelle politiche conservative appunto, cioè mirate a riportare utili più bassi rispetto a quelli effettivamente realizzati e che verranno poi "restituiti" agli esercizi futuri. Queste riduzioni sono attuate o attraverso una sopravvalutazione delle attività/costi oppure con una sottovalutazione delle attività/ricavi: è possibile, per esempio, che il management da un lato ricorra al costo storico nella valutazione delle immobilizzazioni, rilevi in conto economico costi aventi utilità futura, impieghi tecniche di ammortamento accelerato, adotti il criterio LIFO per stimare le rimanenze, provveda alla creazione di cospicui accantonamenti e riserve, svaluti cespiti, dall'altro posticipi all'esercizio successivo la rilevazione di ricavi già realizzati nell'esercizio corrente.
2. *Aggressive accounting*: comprende tutte quelle politiche aggressive appunto, cioè mirate a riportare utili più alti rispetto a quelli effettivamente realizzati e che vengono presi a prestito dagli esercizi futuri. Questi incrementi sono attuati attraverso o una sottovalutazione delle passività/costi o una sopravvalutazione delle attività/ricavi: il management in questo caso ricorrerà al *fair value* nella valutazione delle immobilizzazioni materiali, capitalizzerà oneri pluriennali aventi utilità futura incerta, adotterà il criterio FIFO, ridurrà l'ammontare degli accantonamenti e infine anticiperà la rilevazione dei ricavi non ancora realizzati effettivamente.
3. *Neutral accounting*: riporta il reddito d'esercizio che risulta da operazioni definite neutrali, perciò non costituisce oggetto di *earnings management*.
4. *Fraudulent accounting*: comprende tutte quelle politiche fraudolente appunto, e quindi sanzionabili, in contrasto con gli standard contabili e mirate a ingannare attraverso la registrazione di ricavi relativi a vendite fittizie o la retrodatazione di fatture di acquisto o la rilevazione di inventario inesistente.

Fig.1.1 Un esempio di alcune operazioni e del loro diverso trattamento contabile (Jacek, 2011)

Accounting issue	Conservative accounting	Aggressive accounting	Fraudulent accounting
Revenue recognition	After sale, when risk has passed to buyer	At sale, although risk remains	Non-existent sale (fictitious invoices, etc)
Depreciation	Accelerated over shorter period with low salvage values	Straight-line over longer period with optimistic salvage values	Treating assets-in-use as assets-under-construction (to delay depreciation)
Interest costs	Expensed when incurred	Capitalized in fixed assets	Capitalizing costs of debt that is not related to any specific assets
Estimate of bad debts	High estimate	Low estimate	Lack of write-offs of fictitious receivables established to support non-existent sales
Treatment of advertising, R + D, etc.	Expense	Capitalize	Classifying operating expenses to R&D expenses to increase the amounts capitalized.
Goodwill	Estimated with objective valuation of identifiable assets at acquisition	Overstated by undervaluation of identifiable assets at acquisition	Falsifying subsidiaries' financial statements to avoid impairment of goodwill

Nonostante questa classificazione renda chiara e nitida, almeno a livello teorico, la distinzione tra i due fenomeni, in realtà è difficile individuare, a livello operativo, una netta linea di demarcazione poiché molte azioni dei manager rientrano in quella che l'ormai ex presidente della SEC², Arthur Levitt, aveva denominato come area grigia (“*gray area*”), ossia quella zona in cui l'esercizio della discrezionalità si pone tra la legittimità e la vera e propria frode contabile. L'*earnings management* da un lato e la frode finanziaria dall'altro sono fortemente correlati e molto spesso la presenza del primo può preannunciare la comparsa del secondo nel corso del tempo: solitamente le operazioni di *earnings management* producono gli effetti voluti esclusivamente negli esercizi in cui tali operazioni sono state realizzate, risolvendo però solo provvisoriamente le relative problematiche che verranno a ripresentarsi, ulteriormente accentuate, negli esercizi futuri, aumentando la probabilità di ricorso ad altre tecniche che possono sfociare nel “*fraudolent accounting*” (Lee T. A. et al., 1999). Si pensi ad una politica contabile aggressiva che capitalizzi i costi relativi ad attività immateriali anziché imputarle immediatamente e per intero a conto economico: nell'esercizio corrente ci sarà un aumento del reddito, ma in quello successivo l'effetto sarà opposto a causa delle quote di ammortamento che andranno a diminuire il reddito d'esercizio.

La presenza di così tante visioni rivela come sia tuttora in corso il dibattito per definire l'*earnings management*. Ciò che è certo è il fatto che questo “gioco di numeri” tende a riflettere quello che vuole il management piuttosto che la reale performance aziendale (A.Levitt, 1998).

² Acronimo di *Security Exchange Commission*, organo federale statunitense deputato alla vigilanza della borsa valori.

1.2 Cause e motivi dell'Earnings Management

La causa principale dell'*earnings management* è riconducibile a quello che Jensen e Meckling (1976) hanno denominato "*The agency problem*", ovvero la teoria dell'agenzia. In termini generali, si tratta di un modello che prevede l'instaurarsi di un contratto tra due soggetti aventi scopi formalmente condivisi ma sostanzialmente contrastanti: il principale (l'azionista), in qualità di proprietario, delega ad un altro attore (agente), in qualità di amministratore, il potere discrezionale a perseguire il suo interesse, ossia la massimizzazione dell'investimento realizzato.

Tuttavia, l'esistenza di una divergenza tra proprietà e controllo crea delle asimmetrie informative in quanto gli agenti, gestendo giornalmente l'organizzazione, hanno una maggiore disponibilità di informazioni, più accurate e precise, rispetto ai principali, i quali hanno accesso esclusivamente a report mensili o addirittura annuali con dati parziali.

Questo opportunismo manageriale si aggrava qualora la partecipazione in società sia diffusa tra un largo numero di piccoli azionisti poiché non potendo questi controllare in maniera diretta e frequente il comportamento dei loro delegati, lasciano loro ampi spazi di autonomia e discrezionalità nella gestione dell'impresa che possono sfociare in attività pericolose, a danno della società.

Walker M. (2013) ha dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva tra il fenomeno dell'*earnings management* e i principali motivi che incentivano i manager a compiere queste politiche, raggruppandoli in due macrocategorie sulla base delle finalità perseguite:

1. Incentivi contrattuali o *contracting motives* (per raggiungere i target contrattuali riferiti agli utili registrati in bilancio);
2. Incentivi di mercato o *capital market motives* (per influenzare l'insieme delle informazioni utilizzate dagli external users).

1.2.1 Incentivi contrattuali

Sono molti i rapporti contrattuali che l'azienda stipula con interlocutori interni ed esterni (fornitori, creditori, dipendenti, clienti...). Tuttavia, la ricerca empirica si è concentrata essenzialmente su due tipologie di essi ossia i contratti di finanziamento e le remunerazioni dei manager.

❖ *Debt covenants*

I *debt covenants* sono delle clausole particolari previste dai contratti di finanziamento che tutelano la posizione del creditore (solitamente la banca o un altro istituto di credito) dall'attività eccessivamente pericolosa dei manager che possa danneggiare il patrimonio aziendale entro determinate soglie.

L'ipotesi del *debt covenant* prevede che le aziende siano propense a gonfiare gli utili o quelle poste collegate ai *debt covenants* ogni qualvolta siano in prossimità di una loro violazione.

De Fondo e Jiambalvo (1994) rilevano un anormale aumento degli utili nell'anno antecedente alla violazione delle clausole.

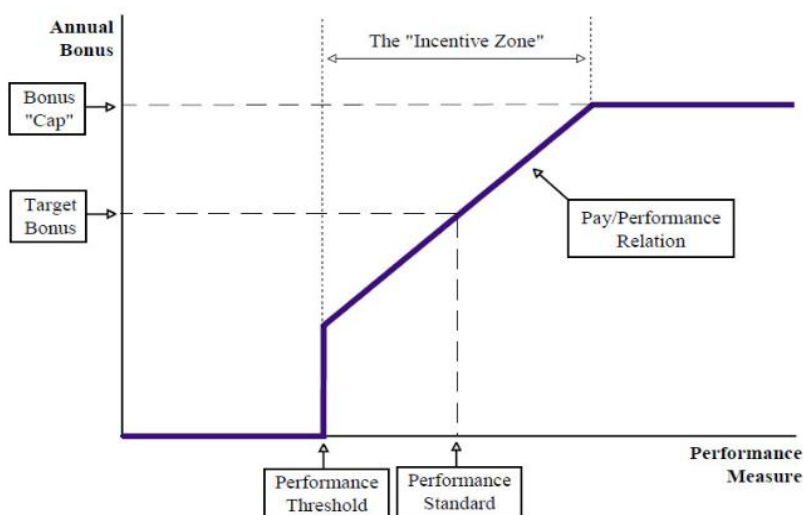
Al contrario, De Angelo et al. (1994) asseriscono che i manager di aziende con difficoltà finanziarie non sono propensi né a ridurre le criticità né a gonfiarne gli *earnings*; i loro studi indicano come i manager cerchino addirittura di aggravare ulteriormente gli *earnings* registrati in modo da evidenziare le difficoltà dell'organizzazione e ottenere così nei contratti di rinegoziazione termini più favorevoli.

❖ *Remunerazioni dei manager*

Spesso, per ridurre questo problema di asimmetria informativa e di divergenza di interessi tra agente e principale, si ricorre a degli strumenti che motivino i manager ad agire nell'interesse della società e al suo benessere nel lungo periodo. A riguardo sono molto diffusi sistemi di bonus e piani di incentivazioni come:

- 1) *Performance related pay* (PRP): si tratta di bonus corrisposti ai manager sulla base di indicatori di performance aziendali come gli utili oppure indici di bilancio come EPS o ROCE. Il grafico rappresentato nella Figura 3 dimostra come, all'aumentare della performance, aumentino anche i bonus corrisposti, fino ad un limite massimo chiamato "cap", oltre il quale questi rimangono costanti.

Fig. 1.2.1 La dinamica di un tipico bonus plan (Murphy, 1999)



2) *Stock option e stock grant*:

- nel primo caso si tratta di un piano che conferisce ai manager la facoltà di sottoscrivere o acquistare un certo numero di opzioni, rappresentanti titoli azionari, in un momento successivo (*vesting period*) e ad un prezzo prestabilito (*strike price*).
- Nel secondo caso invece il piano consiste semplicemente nell'assegnare ai manager in maniera gratuita o comunque molto conveniente, un certo quantitativo di azioni che non potranno essere vendute per un determinato intervallo temporale.

Il meccanismo di base per entrambi gli schemi consente di agganciare la retribuzione degli executives al valore dell'azienda, cosicché un suo incremento determina automaticamente un incremento della ricchezza personale dei manager che avranno tutto l'interesse affinché la performance dell'azienda sia positiva.

In realtà tali strumenti, anziché motivare i manager e disincentivare l'opportunismo manageriale, si sono dimostrati inefficienti in quanto misure facilmente manipolabili dagli amministratori che desiderano invece massimizzare la propria utilità in termini di:

- a. Potere e carriera personale;
- b. retribuzione e premi;
- c. *job security* ossia assicurare il proprio posto di lavoro per evitare di essere licenziati o incrementare la propria retribuzione prima del pensionamento o aumentare la possibilità di essere rieletti in vista di un cambiamento del management aziendale.

1.2.2 Incentivi di mercato

Anche le pressioni provenienti dall'ambiente esterno ed interno possono provocare *earnings management*.

Una gran parte della letteratura è concorde nell'affermare che i manager ricorrono a trucchi contabili per influenzare l'andamento dei prezzi dei titoli sul mercato (al ribasso o al rialzo).

Date le pressioni dei mercati finanziari e le loro reazioni inaspettate, il sistema favorisce decisioni che sacrificano il valore di lungo periodo dell'azienda pur di soddisfare le aspettative dei mercati, anche laddove questo implica una rinuncia ad investire in progetti che porterebbero ad un VAN positivo (Graham et al., 2005).

❖ “*Meeting or beating the benchmark*”

I manager possono essere incentivati a manipolare gli *earnings* al fine di raggiungere o superare un certo benchmark. I benchmark di mercato sono delle soglie di redditività che possono

riferirsi ai risultati realizzati negli esercizi passati oppure alle previsioni fissate dagli analisti che vengono prese come termini di paragone per la valutazione dell'azienda nell'anno in corso.

Burgstahler D. e Dichev I., (1997) a partire da un'indagine sugli *earnings management*, hanno stimato che tra l'8 e il 12 per cento delle aziende che avevano riportato delle decrescite negli *earnings* avevano manipolato il loro bilancio pur di mostrare un incremento degli utili, mentre il 30-44 per cento delle aziende che riportavano una perdita avevano creato dei risultati positivi. I manager cercano quindi di evitare di riportare risultati negativi o utili decrescenti perché sono convinti che l'eccessiva volatilità possa avere un impatto avverso sul valore delle azioni e su quello dell'azienda: è stato dimostrato che aziende con una crescita continua e costante negli *earnings* tendono ad avere un valore superiore rispetto alle altre e questo valore aumenta se il ritmo di crescita rimane stabile, mentre diminuisce se il ritmo subisce brusche variazioni (Barth et al., 1999).

Per questo motivo, i manager tendono a distribuire gli utili appena sopra lo zero o comunque attraverso minimi incrementi, evitando di creare sorprese di qualsiasi tipo, e ricorrendo a tecniche di “*income smoothing*”³.

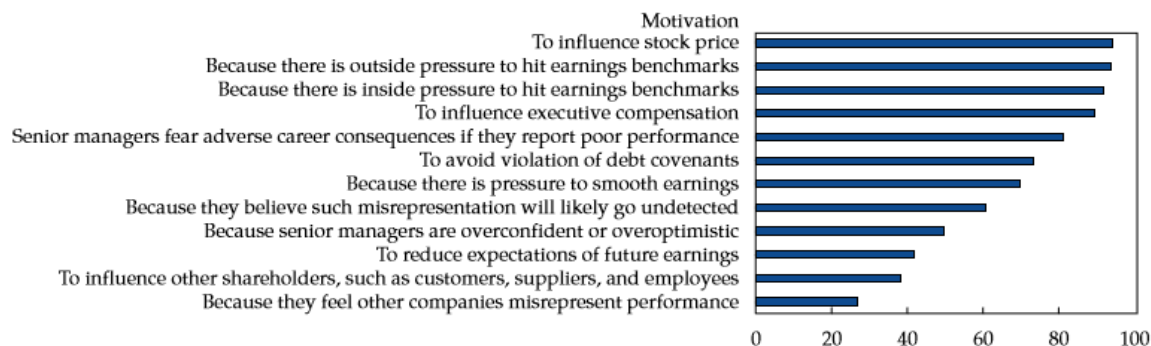
Qualora si incorresse in una perdita d'esercizio, quindi, si cercherà di raggiungere una soglia di reddito positiva (*maximization strategy*) attraverso l'impiego di riserve create in passato (“*cookie jar reserve*”). Al contrario, se si registrassero utili di molto superiori al livello previsto si procederà a riportarli appena al di sotto di tale livello (*minimization strategy*), attraverso le cosiddette “*Big Bath*”.

In quest'ultimo caso, la ragione principale che spinge i manager ad adottare uno smoothing behaviour è la necessità di ridurre il costo del capitale: la maggiore volatilità degli utili si traduce in un rischio più elevato a cui si collega un maggior costo del capitale poiché gli investitori richiederanno un maggiore premio per il rischio (Graham et al., 2005).

La Figura 1.2.2 riassume le principali motivazioni alla base dell'EM:

³ L'*income smoothing* è una politica di EM che permette di livellare gli *earnings* da un esercizio all'altro, rendendoli il più omogenei e il meno volatili possibile.

Fig. 1.2.2 Motivazioni che spingono i CFO ad utilizzare gli earnings per modificare la performance economica (Dichev et al., 2016)



Dichev I. et al. (2016) attraverso un recente sondaggio condotto su circa 400 CFO hanno evidenziato che le motivazioni a manipolare gli Earnings sono essenzialmente derivanti dalle pressioni provenienti dai mercati, seguite poi da quelle relative alla remunerazione e alla carriera personale.

1.3 Metodi di EM: contabile e reale

Secondo Dechow e Skinner (2000) esistono principalmente due metodi per realizzare EM:

1. Accrual Earnings Management;
2. Real Earnings Management.

La prima categoria comprende tutte quelle scelte relative ai metodi contabili da impiegare nella redazione del bilancio o alle stime utilizzate al fine di presentare le attività di un'azienda in un certo modo, senza influire in modo diretto e concreto sulle stesse (ad esempio: la scelta dei tassi di ammortamento o dei metodi di valutazione delle rimanenze, le stime di accantonamenti e fondi svalutazione/valutazione).

La letteratura si è spesso concentrata sui cosiddetti “accruals”, ricavi o costi non ancora realizzati (per cui non vi è stata una reale entrata o uscite) ma già registrati nei libri contabili. Questa categoria, infatti, non essendo determinabile con precisione nel quantum, è spesso oggetto di stime e previsioni e quindi più facilmente soggetta a fenomeni di *earnings management*.

Hribar, P. & Collins, D.W. (2002, p. 109) definiscono gli accruals come “la differenza tra il reddito derivante dalla gestione operativa e il flusso di cassa che si è prodotto con essa”, come indicato dalla formula seguente:

$$\text{Total Accruals} = \text{Operating Net Income} - \text{Operating Cash Flow}$$

Maggiore sarà tale valore, maggiore saranno le componenti di reddito alle quali non si accompagna un flusso di cassa e quindi più alta sarà la rilevanza e l'incidenza dei giudizi e delle stime soggettive create dai manager.

Non tutti gli accruals sono oggetto di manipolazione contabile. Molti studi tendono a distinguere i *non discretionary* o *normal accruals* dai *discretionary* o *abnormal accruals*:

- ❖ Gli accruals non discrezionali sono poco o per nulla manipolabili;
- ❖ Gli accruals discrezionali o anormali si concedono maggiormente alla manipolazione contabile.

Al contrario, il *real earnings management* include delle vere e proprie azioni che comportano una concreta modifica delle attività operative e di investimento e si riflette in operazioni economiche Gunny K. (2010) propone tre diversi modi per attuare il REM:

- I. Rilevazione discrezionale dei costi di R&S e delle spese di pubblicità, amministrative o vendita;
- II. La programmazione delle vendite di attività fisse, in particolare all'avvicinarsi della chiusura d'esercizio laddove gli utili sono bassi;
- III. La sovrapproduzione allo scopo di tagliare i costi e quindi anche i prezzi.

Il *Real Earnings Management* ha acquisito maggiore rilevanza solamente a seguito dell'indagine compiuta da Graham et al. (2005) su un campione di oltre 400 manager, dimostrando come tale fenomeno sia largamente diffuso: l'80 per cento dei partecipanti ha dichiarato di essere disposto a ridurre gli investimenti in R&S o le spese di pubblicità, nonché i costi generali ed amministrativi, pur di rilevare risultati positivi alla chiusura dell'esercizio. Inoltre, più della metà (55,3 per cento) ha affermato che posticiperebbe la realizzazione di un nuovo progetto per soddisfare i benchmark di mercato, anche se questo ritardo determinerebbe una perdita di una parte del suo valore. I risultati appaiono drammatici perché i manager sembrano disposti a rinunciare a flussi di cassa potenzialmente reali sacrificandoli a numeri fittizi e desiderati.

Il REM determina un costo dovuto alle conseguenze economiche negative future, tuttavia i benefici derivanti dal raggiungimento dei benchmark attraverso l'applicazione del REM superano di molto i costi, migliorando l'immagine dell'azienda sul mercato (Gunny, K. 2005, citato da El Diri, 2018).

Cohen D. et al. (2008) hanno analizzato come l'impiego dell'uno e dell'altro metodo sia variato con l'emanazione del SOX, acronimo di Sarbanes-Oxley Act, ossia una legge emanata dal governo statunitense nel 2002, a seguito del susseguirsi dei numerosi scandali finanziari che hanno scosso lo stato americano. Le conclusioni sono qui riportate: durante il periodo precedente alla legge (1987-1999) l'uso di politiche di AEM è largamente diffuso, con l'emanazione della SOX l'impiego di politiche di AEM diminuisce, probabilmente sia per il potenziamento dei controlli da parte dell'autorità governativa sia per la limitata flessibilità causata dalla manipolazione degli anni precedenti. Dall'altro lato, però, se inizialmente non vi era ricorso al REM, successivamente al passaggio del SOX, questo ha acquisito molta notorietà.

Sebbene questi due metodi siano quelli più frequentemente utilizzati per manipolare gli earnings e quelli su cui la letteratura si è concentrata maggiormente, ve ne sono molti altri, diversi tra loro, a seconda della loro natura, del loro scopo, del loro costo e delle conseguenze che comportano. I manager non si focalizzano sempre sulla stessa tecnica di EM, anzi, tendono a cambiare continuamente e a scegliere quella che risulta essere di più difficile individuazione ed eliminazione, relativamente poco costosa e capace di soddisfare gli obiettivi di breve periodo dell'azienda (El Diri, M., 2018).

1.4 Modelli statistici per la rilevazione dell'*earnings management*

L'individuazione dell'EM e dei suoi effetti all'interno delle aziende è fondamentale per poter studiare questo fenomeno, nonostante non sia possibile analizzare ogni singola decisione e stabilire se questa sia stata attuata per ragioni opportunistiche.

Riprendendo la distinzione del paragrafo precedente, possiamo analizzare alcuni tra i metodi più noti di tipo statistico, classificandoli in:

- ❖ Modelli di Accrual *earnings management*;
- ❖ Modelli di Real *earnings management*.

1.4.1 Modelli di Accrual *earnings management*

- *The Jones Model* (1991);
- *The Modified Jones Model* (1995).

In entrambi i casi il meccanismo consiste nell'utilizzare le informazioni contabili e gli accruals passati di un'azienda per poter determinare il livello dei *non discretionary accruals* nel periodo

considerato, sottraendoli poi dall'effettivo livello di accrual (totale) in modo da ottenere i *discretionary accruals*.

Il modello di Jones

Partendo dall'assunzione che gli accruals emergono con maggiore probabilità quando vi è un cambiamento nelle condizioni economiche dell'azienda, Jones (1991) sviluppa un modello di regressione che relaziona gli accruals totali (TA_t) alle variazioni nei ricavi e nelle immobilizzazioni materiali.

Le stime dei parametri sono determinate nell'estimation period (caratterizzato da assenza di EM) attraverso la seguente formula:

$$TA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_t) + \alpha_3 (PPE_t) + \vartheta_t$$

Dove:

- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: stime OLS di α_1, α_2 , e α_3 (con TA diviso per gli asset in t-1);
- ΔR_t : differenza tra i ricavi nell'anno t ed i ricavi in t-1 (diviso il totale dell'attivo in t-1);
- PPE_t : immobilizzazioni materiali nell'anno t (diviso il totale dell'attivo in t-1);
- A_{t-1} : totale dell'attivo in t-1;
- ϑ_t : termine di errore indipendente ed identicamente distribuito;

Se TA_t è un numero positivo allora l'accrual aumenterà il reddito.

Se TA_t è un numero negativo allora l'accrual diminuirà il reddito.

$$NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

Dove α_1, α_2 , e α_3 rappresentano i parametri specifici dell'impresa da stimare.

Da questa equazione è possibile derivare quella relativa ai *discretionary accruals*:

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - NDA_t$$

Questo modello è in grado di spiegare circa un quarto delle variazioni negli accrual (Dechow et al., 1995), ma presenta due grandi limitazioni: la prima è la considerazione dei *non*

discretionary accruals come elemento costante da un periodo all'altro, la seconda è l'implicita assunzione che i ricavi siano non discretionary, per cui nel caso in cui gli earnings siano manipolati mediante una rilevazione discrezionale dei ricavi, il modello stimerà che gli EM tendano a zero.

Il modello di Jones modificato

A seguito del modello di Jones (1991), molti sono stati i contributi che hanno cercato di mitigarne le sue limitazioni, per esempio aggiungendo variabili omesse o prendendo in considerazione i flussi di cassa. Con questo scopo, Dechow et al (1995) hanno sviluppato, a partire da questo, un nuovo modello denominato appunto il modello di Jones modificato. Tale modello stima i *non discretionary accruals* durante l'event period (periodo nel quale l'EM è ipotizzato), come una funzione della differenza tra la variazione nei ricavi, la variazione nei crediti e la variazione nelle attività fisse:

$$TA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_t) + \alpha_3 (PPE_t) + \vartheta_t$$

$$NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_t - \Delta AR_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

Dove ΔAR_t rappresenta la variazione dei crediti tra il periodo t e il periodo t-1 (diviso il totale dell'attivo in t-1).

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - NDA_t$$

Rispetto al modello precedente, Dechow et al. considerano la possibilità che vi sia stata una manipolazione nei crediti, aggiustando la variazione dei ricavi per la variazione nei crediti, così da evitare qualsiasi tipo di discrezionalità nelle vendite a credito nel determinare gli accruals normali.

1.4.2 Modelli di *Real earnings management*

Sono davvero pochi i modelli sviluppati per misurare il REM rispetto a quelli che misurano l'AEM. Tra questi:

- The Roychowdhury Model;
- The Gunny Model.

Nel primo caso le componenti che influenzano le scelte manageriali si riferiscono alla manipolazione delle vendite, nel secondo si riferiscono alla manipolazione nella vendita degli assets e degli investimenti.

Selezionare un modello unico per misurare gli EM rimane una questione soggettiva, dipendente dalle necessità per le quali si compie una ricerca. Tuttavia, l'utilizzo di più di un modello è raccomandato dato che ognuno di essi è in grado di cogliere i diversi aspetti del fenomeno.

CAPITOLO 2

L'analisi dell'Accounting Quality come metodo di indagine

In questo secondo capitolo analizzeremo il modello presentato da Stephen H. Penman (2013), utile nel riconoscere la presenza di *earnings management* nei bilanci delle aziende. Partiremo definendo un concetto fondamentale, ovvero quello di *Accounting Quality*, sia nell'approccio presentato da Penman sia secondo altri studiosi, ed individueremo le principali aree dove la manipolazione contabile sembra essere più probabile. Infine, sulla base di queste, riporteremo i cosiddetti quality diagnostics sviluppati da Penman per verificare l'*Accounting Quality* del bilancio d'esercizio.

2.1 L'earnings quality

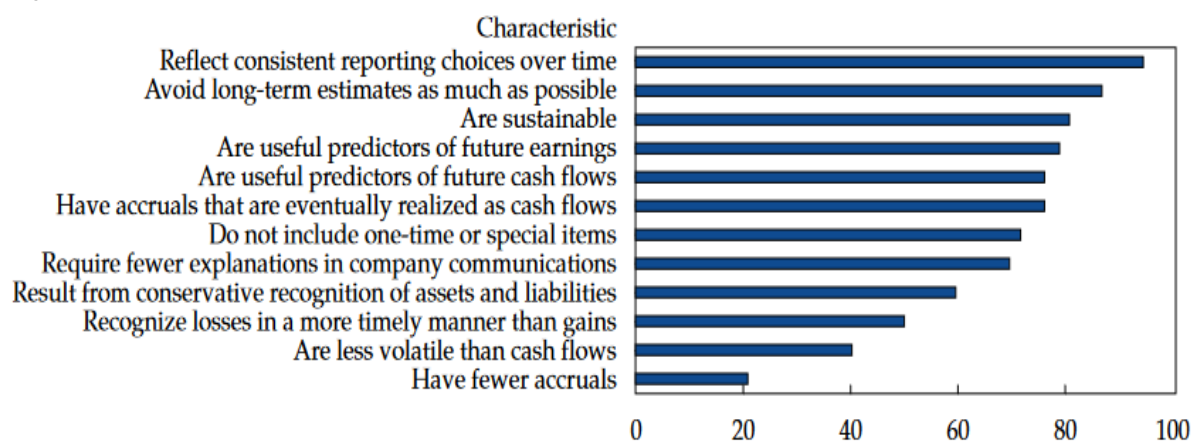
Il valore dell'informazione contabile è in gran parte determinata dalla sua qualità.

Sia lo IASB⁴ che il FASB⁵ infatti sottolineano l'importanza di redigere "high-quality financial reports", senza però darne una definizione precisa e dettagliata.

Dechow et al. (2010) ritengono che l'*earnings quality* si riferisca alla rilevanza complessiva che le informazioni riguardanti la performance dell'azienda assumono all'interno del processo decisionale.

Più recentemente, invece, nella loro indagine condotta su un campione di 400 CFOs sulla definizione e i drivers dell'*earnings quality*, Dichev et al. (2016), a partire da queste interviste, hanno evidenziato la presenza di alcuni elementi fondamentali al fine di ritenere elevata la qualità degli *earnings*. I risultati sono riportati nella Figura 1:

Figura 2.1 (Dichev et al., 2016)



⁴ International Accounting Standard Board (UK)

⁵ Financial Accounting Standard Board (USA)

Secondo il parere degli intervistati, la qualità degli utili è collegata ad alcune condizioni, tra le quali:

- Scelte di rappresentazione contabile sostenibili, stabili e costanti nel tempo (*persistence*): se le decisioni relative alle politiche di bilancio impiegate vengono mantenute per un lungo arco temporale, queste possono dare una percezione di utili di un livello più elevato da parte degli interlocutori esterni. Laddove, ad esempio, vi siano one-off items o componenti di reddito straordinarie, e quindi transitorie, questa persistenza si ridurrebbe, alterando questa stabilità e creando una maggiore insicurezza nei mercati, con un impatto negativo sull'andamento delle azioni.
- Evitare l'utilizzo di stime e valutazioni a lungo termine in quanto poco affidabili, dato che con il trascorrere degli anni, le condizioni economiche sottostanti possono variare e influenzare notevolmente tali valori.
- La capacità degli *earnings* di prevedere l'andamento futuro dell'azienda (*predictability*): è chiaro che la prevedibilità è una funzione decrescente della varianza degli *earnings* in quanto variazioni anomale di questi riducono l'abilità di stimare gli utili attesi.
- Gli accruals e i flussi di cassa: la presenza di una grande differenza tra gli *earnings* e i flussi di cassa attuali è indicatrice di una maggiore manipolazione, cosicché il mercato reagirà con una significativa riduzione del prezzo delle azioni. La mancanza di movimenti di cassa infatti presuppone o l'esistenza di *earnings* fittizi o l'incapacità di questi di prevedere quelli futuri.

Secondo Penman (2013, p.592), “la qualità degli *earnings* si riferisce all'abilità degli *earnings* attuali di prevedere quelli futuri”. Secondo questo approccio, gli *earnings* possono definirsi di *good quality* o di *poor quality*.

Utili di bassa qualità (*poor quality*) si hanno quando questi confondono gli interlocutori esterni sulla probabile performance futura dell'azienda: laddove, ad esempio, vi siano componenti di reddito straordinarie (one-off items) che compaiono nel bilancio d'esercizio in maniera transitoria e inattesa (come minusvalenze o plusvalenze su beni ceduti), ma anche soprattutto metodi contabili che intenzionalmente vogliono influenzarne i risultati.

In quest'ultimo caso, però, Penman sottolinea come possa verificarsi la cosiddetta “*reversal property of accounting*”: l'effetto generato attraverso particolari manipolazioni sugli utili che sono stati così gonfiati o sgonfiati, si ripeterà nuovamente, ma con segno contrario. Se, per esempio, in tutti gli accantonamenti per rischi ed oneri vengono sottostimati (con lo scopo di

umentare il risultato d'esercizio), in t+1 è molto probabile che questi siano più elevati del normale (e che quindi il risultato d'esercizio tenderà a diminuire).

Per gli *earnings* di buona qualità (*good quality*), invece, questo problema non si presenta poiché tali numeri rappresentano validi indicatori capaci di dare una buona approssimazione dei profitti attesi.

Qualora la carenza di qualità nei dati contabili non venga individuata in maniera celere, questa può esporre l'investitore a quello che Penman (2013) definisce come "torpedo", ossia una caduta nel prezzo delle azioni, soprattutto quando vengono alla luce gli effetti *reversed* delle manipolazioni.

Il vero problema, tuttavia, oltre che a definire l'Accounting Quality, è capire come metterla in atto e quindi misurarla.

2.2 Le 5 domande sull'Accounting Quality

Secondo Penman (2013), per analizzare la qualità della contabilità di un'azienda è necessario agire in maniera approfondita, e rispondere alle 5 seguenti questioni:

1. *GAAP⁶ quality*: i principi contabili sono carenti?
A volte i principi contabili non sono sufficientemente completi in quanto non catturano tutti gli aspetti rilevanti per un certo business, così da lasciare spazi vuoti, sfruttati puntualmente dai manager per i propri scopi.
2. *Audit quality*: l'azienda sta violando tali principi o commettendo frode contabile?
A rispondere a questo interrogativo sono gli organi di revisione dei conti in quanto i più vicini al business dell'azienda. Per questo anche la qualità della revisione contabile è molto importante perché assicura una corretta applicazione dei suddetti principi, oltre ad essere una delle fonti primarie dell'analista nel costruire le sue previsioni. Bisogna, però, considerare che molto spesso la forma prevale sulla sostanza, dando così una visione tutt'altro che reale e veritiera, in particolar modo se entrano in gioco conflitti di interesse.
3. *GAAP application quality*: l'azienda sta sfruttando questi principi per modificare i suoi documenti contabili?

Nonostante da un lato gli standard contabili limitino la libertà di scelta delle politiche utilizzabili, dall'altro, essendo fondamentalmente delle linee-guida, lasciano un margine tale da consentire una loro applicazione distorta o parziale, anche nel determinare stime

⁶ *General Accepted Accounting Principles, principi contabili che regolano le imprese negli USA.*

e valutazioni, risultato di un processo di misura soggettivo: si pensi alla determinazione della vita utile di un asset per calcolare l'ammortamento.

4. *Transaction quality*: l'azienda sta manovrando il suo business così da manipolare anche la sua contabilità?

Il termine "transaction quality" si riferisce al fatto che, sebbene l'azienda apparentemente applichi i principi contabili in modo corretto e fedele, in realtà non sta facendo altrettanto nello svolgere la sua attività, intraprendendo azioni concrete al fine di raggiungere, in modo indiretto, i risultati contabili (quelli registrati in bilancio) desiderati: se la manipolazione avviene nel programmare (anticipare o posticipare) le transazioni allo scopo di influenzare i ricavi o i costi, si parla di *transaction timing*; se invece si parla di *transaction structuring* significa che la manipolazione avviene tramite vere e proprie azioni strutturate e formalizzate in modo da poter ricevere il trattamento contabile voluto (cfr. *Real Earnings Management*).

5. *Disclosure quality*: le informazioni fornite nel bilancio (nella nota integrativa, nella Relazione sulla gestione e nelle eventuali annotazioni) sono adeguate a rappresentare l'attività dell'azienda?

Generalmente questo tipo di dati sono molto utilizzati e molto importanti per poter offrire ulteriori chiarimenti sulla performance ai lettori del bilancio. Quattro sono le classi di *disclosure* individuate da Penman (2013):

- La disclosure che distingue le componenti di bilancio operative da quelle finanziarie.
- La disclosure che distingue il profitto operativo derivante dal core business da quelle componenti di reddito straordinarie e transitorie.
- La disclosure che rivela gli elementi determinanti per il successo e la redditività dell'azienda.
- La disclosure che spiega i metodi e le politiche contabili impiegate.

Solo attraverso informazioni precise e oggettive si può giungere ad una misura di *earnings* di buona qualità, al contrario un'informazione scarna o distorta genera *earnings* di bassa qualità.

2.3 L'analisi di bilancio: alcune considerazioni

Penman ha affermato che in realtà "la manipolazione degli *earnings* compiuta attraverso politiche o stime di bilancio non sia del tutto neutra, poichè lascia sempre una traccia" (Penman, 2013, p.594), individuabile con un'attenta analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio è uno strumento che misura la qualità delle informazioni prodotte e limita le azioni di *earnings management*.

Penman identifica due distinte categorie: nella prima si inseriscono gli indici che tentano di scoprire eventuali alterazioni contabili (*accrual earnings management*), per stabilire la qualità delle voci di bilancio; nella seconda rientrano alcuni strumenti utili ad individuare eventuali scostamenti rispetto al normale svolgimento dell'attività operativa e commerciale (*real earnings management*).

Nello svolgere l'analisi di bilancio, Penman (2013) si focalizza essenzialmente sull'utile operativo in quanto principale indicatore della redditività di un'azienda e lo determina come segue:

$$\text{Operating income} = \text{Free cash flow} + \text{Change in net operating assets}$$

$$\text{OI} = (\text{C} - \text{I}) + \Delta\text{NOA}$$

dove

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

Guardando a tale relazione, possiamo affermare che ricavi più alti richiedono un aumento dei crediti (attività) o una riduzione dei proventi differiti⁷ (passività). Costi più bassi richiedono un aumento dei risconti attivi (pre-paid expenses) o una riduzione dei ratei passivi (accrued expenses). Seguendo queste ed altre tracce, l'analisi di bilancio indaga sui cambiamenti verificatisi negli investimenti e negli accruals che producono una crescita insolita o inattesa della redditività operativa, misurabile in termini di attività operative nette (NOA⁸), ossia quell'indice che misura la variazione tra le attività e le passività operative all'inizio e al termine del periodo di riferimento.

$$\text{RNOA} = \frac{\text{OI}}{\text{NOA}}$$

$$\text{Change in net operating assets} = \text{Cash investment} + \text{Operating Accruals}$$

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

Nell'analizzare quest'ultimo valore, sarà necessario verificare:

- a) Che gli investimenti siano stati adeguatamente registrati in stato patrimoniale, o meglio, capitalizzati. La regola generale vuole che i costi sostenuti nel periodo corrente, ma che genereranno ricavi nel periodo futuro, debbano essere capitalizzati, riportati in stato patrimoniale e quindi ammortizzati in più esercizi; quelle spese che invece produrranno dei ricavi esclusivamente nel presente, devono essere spese e quindi rilevate in conto

⁷ Secondo l'accrual accounting, si tratta di quei ricavi per i quali il cliente abbia già provveduto al pagamento del bene o del servizio e che pertanto non possono essere considerati ricavi e rilevati in conto economico fintanto che il bene o il servizio non sarà nella disponibilità del cliente.

⁸ Net Operating Assets

economico, nello stesso esercizio. I principi contabili richiedono che le immobilizzazioni materiali (terreni, impianti, macchinari, fabbricati...) siano registrati nello stato patrimoniale, ma se anche la manutenzione venisse capitalizzata sotto queste voci si assisterebbe ad un aumento dell'utile corrente ed a una sua diminuzione in un secondo momento attraverso un tasso più alto di ammortamento.

- b) Che gli accruals inseriti siano appropriati: sono numerosissime le voci che rientrano tra gli accruals o accantonamenti (possono riguardare ad esempio quote stimate per resi su vendite difettose o per crediti che probabilmente diventeranno inesigibili). Si tratta di componenti *soft*, appunto, poiché possono derivare da stime parziali o distorte.

Ci sono poi ulteriori elementi da tenere in considerazione per svolgere un'attenta analisi dell'*accounting quality*:

- La linea di business nella quale opera l'azienda per avere un'idea generale su quali siano approssimativamente ed in media i valori più appropriati per quella specifica tipologia di impresa (si pensi ad esempio alla criticità assunta dagli accantonamenti al fondo svalutazione crediti nel settore bancario).
- La politica impiegata nella redazione del bilancio come parametro per valutare eventuali scostamenti dagli standard di settore o rispetto alle stime passate.
- Voci maggiormente esposte al rischio di *earnings management*: a seconda del business nel quale si opera, vi sono delle poste che potrebbero essere più soggette a manipolazione rispetto ad altre (nel caso del settore farmaceutico per esempio è cruciale la qualità della rilevazione delle spese di Ricerca e Sviluppo, mentre nel settore immobiliare la qualità del valore contabile dei beni immobili).
- Situazioni e condizioni dove il management sia maggiormente tentato a manipolare (in presenza di bonus o di violazione dei *debt covenants* ad esempio).

2.4 Le quality diagnostics di Penman: l'accrual earnings management

Molto spesso le informazioni a supporto del bilancio (*disclosure*) non sono adeguate o sufficienti per poter compiere un'analisi approfondita dei documenti contabili e per questo è necessario ricorrere a strumenti alternativi, come quello della *quality diagnostic*.

La *quality diagnostic* è definita come quella "misura che consente di porsi delle domande sulla qualità della contabilità del bilancio, laddove vi siano valide ragioni per le quali la presenza di *earnings management* sia più probabile" (Penman, 2013, p.600). Si tratta semplicemente di *red flags* o segnali d'allarme ovvero "componenti di reddito che presentano particolari anomalie rispetto agli esercizi precedenti e maggiormente a rischio perché riduttivi della qualità degli

earnings, sia perché poco attendibili sia perché poco rilevanti o ingannevoli” (Sorrentino, M., 2014, p.74). Può capitare, infatti, che le *red flags* siano spiegate dall’impiego di legittimi fattori operativi, altre volte invece no.

La *quality analysis* proposta da Penman (2013) impiega principalmente indici di bilancio e sviluppa un percorso lineare costituito da tre diverse fasi da seguire:

1. Indagine dei ricavi di vendita;
2. Indagine dei costi operativi;
3. Indagine delle componenti di reddito straordinarie.

I risultati ottenuti attraverso gli indici dovranno essere poi paragonati sia relativamente a quelli ottenuti negli esercizi passati (analisi delle serie storiche o *time-series*) sia relativamente a quelli ottenuti da altre aziende concorrenti operanti nello stesso settore (analisi comparativa o *cross-section*).

Le diagnostiche qui presentate permettono di intercettare quelle stime e quei metodi contabili impiegati per alterare il reddito, rispondendo alla terza delle 5 domande sull’*Accounting quality*.

1. Ricavi di vendita

L’*earnings management* si può concretizzare nella registrazione di ricavi di vendita.

I ricavi di vendita sono di *good quality* se non coinvolgono stime parziali o distorte. Per il principio di prudenza, un ricavo di vendita può dirsi realizzato e quindi essere riconosciuto in conto economico solamente quando il bene è stato consegnato o il servizio è stato erogato: non è da escludere che il bene venga successivamente restituito o che l’eventuale debito del cliente non venga pagato; è possibile inoltre che vi siano vendite programmate per l’esercizio futuro ma registrate nell’esercizio corrente e per le quali l’incasso del provento sia posticipato (*unearned revenues* o *deferred revenues* o ricavi differiti). In questi casi, l’iscrizione in conto economico dei suddetti ricavi comprometterebbe la qualità degli *earnings*.

La seguente formula considera tutti questi fattori:

$$\text{Net sales} = \text{Cash from sales} + \Delta\text{Net accounts receivable} - \Delta\text{Allowance for sales returns and discounts} - \Delta\text{Unearned revenues}$$

Se non vi sono abbastanza informazioni fornite tra le note al bilancio per poter procedere con questi calcoli, sarà necessario calcolare le vendite nette come differenza tra le vendite e i resi e gli sconti stimati.

Esistono quattro strumenti di diagnostica che permettono di calcolare misure indicative di potenziali “red flags”:

- Diagnostic 1: $\frac{\text{net sales}}{\text{cash from sales}}$
- Diagnostic 2: $\frac{\text{net sales}}{\text{net accounts receivable}}$
- Diagnostic 3: $\frac{\text{net sales}}{\text{allowance for sales returns and discounts}}$
- Diagnostic 4: $\frac{\text{net sales}}{\text{unearned revenue}}$

Il primo tra questi difficilmente porta ad interrogarsi sulla qualità dei dati contabili poiché coinvolge esclusivamente i flussi di cassa e questi non possono essere manipolati facilmente, come accade invece per le altre voci: per cui l'analista si concentrerà sugli ultimi tre, ovvero sui cambiamenti delle vendite nette (così come determinate poc'anzi) relativamente ai crediti netti (espressi come differenza tra i crediti totali ottenuti dai propri clienti e gli accantonamenti a fondo svalutazione crediti), relativamente agli accantonamenti per resi o sconti di vendita e relativamente ai ricavi differiti. Quindi se venisse adottata una politica di *aggressive accounting*, riconoscendo cioè un ammontare di ricavi maggiore rispetto a quello che si sarebbe ottenuto applicando un metodo contabile alternativo (*neutral* o *conservative*), oppure se venissero sottostimate le perdite causate da restituzioni, resi o crediti non più esigibili, gli scenari possibili saranno i seguenti:

- un aumento del primo indice (Diagnostic 1) dato l'incremento dei ricavi (*aggressive accounting*);
- una riduzione del secondo (Diagnostic 2) poiché, a parità di vendite, e quindi di crediti totali, i crediti netti aumenteranno per aver sottovalutato le perdite derivanti da crediti inesigibili (l'aumento del denominatore porta ad un decremento dell'intero indice).
- Se infine si registrerà un aumento delle vendite nette per effetto di una riduzione dei ricavi differiti, anche il Diagnostic 4 crescerà.

In generale, tutti questi indici dovrebbero essere poi confrontati tra loro e presi in considerazione con il passare del tempo, studiando le variazioni percentuali e gli incrementi o decrementi sospetti.

Bisogna, però, sottolineare come la variazione dei *ratios* possa essere giustificata e legittimata da cause non tanto pertinenti all'area contabile, bensì alla qualità del business in generale. Per questo, potrebbe rivelarsi necessario approfondire l'analisi della qualità degli *earnings* ed utilizzare ulteriori strumenti di diagnostica, focalizzandosi su altri elementi come i costi connessi alla svalutazione dei crediti. A riguardo i tre strumenti di diagnostica elencati di seguito rapportano questi costi rispetto alle perdite derivanti dalla svalutazione crediti, ai crediti e alle vendite.

$$\text{Diagnostic 1: } \frac{\text{bad debt expense}}{\text{actual credit losses}}$$

$$\text{Diagnostic 2: } \frac{\text{bad debt reserves}}{\text{accounts receivable}}$$

$$\text{Diagnostic 3: } \frac{\text{bad debt expense}}{\text{sales}}$$

2. Costi operativi

- Applicare un tasso di rotazione delle attività operative nette “normalizzato”

Secondo Penman (2013), è necessario verificare che l’utile operativo non differisca di molto da quello che viene definito il *Normalized Operating Income*, ossia l’utile operativo “normalizzato”, determinato come segue:

$$\text{Normalized OI} = \text{Free Cash Flow} + \Delta\text{Normalized NOA} = \text{Free Cash Flow} + \frac{\Delta\text{Sales}}{\text{Normal ATO}}$$

Il Normal ATO esprime la variazione attesa delle attività operative nette al variare del livello di vendite ed è calcolato a partire dalla media dei tassi di rotazione delle attività degli anni precedenti o ricavato da quello di aziende con operazioni e politiche contabili simili.

Dato che

$$\text{ATO} = \frac{\text{Sales}}{\text{NOA}}$$

allora

$$\text{NOA} = \frac{\text{Sales}}{\text{ATO}}$$

Ci si attende che una variazione delle vendite porti ad una variazione delle attività operative nette, e quindi anche dell’utile operativo (OI = FCF+ΔNOA).

$$\text{Diagnostic: } \frac{\text{Normalized OI}}{\text{OI}}$$

Se tale valore differisce significativamente da 1.0, allora siamo di fronte ad una *red flag*.

- Indagare le variazioni nell’*Asset Turnover*

La manipolazione delle spese operative influisce sia sul margine di profitto (PM) sia sull’*Asset Turnover*, ma in maniera opposta: se da una parte spese minori si traducono in un maggiore margine di profitto e quindi maggiore Utile Operativo, dall’altra questo può portare anche ad una crescita delle attività operative nette ($\Delta\text{NOA} = \text{OI} - \text{FCF}$) e perciò ad un minor *Asset Turnover*. Per cui una variazione nell’ATO è indicatrice di manipolazione.

Infatti, nei casi in cui si stiano aumentando o mantenendo costanti i margini di profitto, la corrispondente riduzione dell'*Asset Turnover* segnerà un successivo decremento dei margini di profitto nel futuro a causa della *reversal property of accounting*.

- Analizzare le singole poste contabili, linea per linea

a) L'ammortamento

Un tasso di ammortamento più basso può presagire futuri decrementi di valore dell'asset, attraverso una minusvalenza derivante dalla sua vendita o una successiva svalutazione. Al contrario, un tasso di ammortamento più alto può indicare che in futuro quell'asset venga ceduto, in modo da poter aumentare il valore dell'eventuale plusvalenza generata.

Per studiare l'eventuale manipolazione nei tassi di ammortamento, Penman (2013) utilizza un indice chiamato EBITDA e lo aggiusta per il costo normale del capitale:

Adjusted EBITDA = OI (before tax) + Depreciation and amortization⁹ – Normal Capital expense

$$\text{Diagnostic: } \frac{(\text{Adjusted EBITDA})}{\text{EBIT}}$$

L'indicatore compara l'Adjusted EBITDA, ossia l'utile al netto del costo di capitale e al lordo delle imposte e dell'ammortamento, rispetto all'EBIT, ossia l'utile determinato aggiungendo le imposte e togliendo l'ammortamento registrato nell'esercizio di riferimento.

$$\text{Diagnostic: } \frac{\text{Depreciation}}{\text{Capital expenditures}}$$

Se l'indicatore è minore di 1.0, allora è molto probabile che i futuri tassi di ammortamento aumenteranno.

b) Accruals Totali

Per *accruals* totali si intende la parte non cash, ossia quei ricavi o costi che hanno avuto luogo in un certo periodo, ma che non hanno ancora dato origine ad un'entrata o uscita liquida.

Dato che $\text{Cash Flow from Operations} = \text{OI} - \text{New operating accruals}$

⁹ In inglese il termine *amortization* si riferisce all'ammortamento delle immobilizzazioni materiali, mentre il termine *depreciation* si riferisce all'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali.

allora
$$\text{Diagnostic: } \frac{CFO}{OI}$$

Come abbiamo visto, i flussi di cassa sono difficilmente manipolabili (rappresentano la parte *hard*) a differenza di quanto accade per l'Utile Operativo, OI (che rappresenta la parte *soft*). Per questo motivo, la presenza di *earnings management* ed in particolare di accruals fittizi, influirà su questo indice.

Inoltre, qualsiasi incremento del NOA per effetto di manipolazioni, si rispecchierà al denominatore

$$\text{Diagnostic: } \frac{CFO}{NOA}$$

c) Accruals Singoli

Penman (2013) consiglia, inoltre, di analizzare ogni singolo accrual presente nel Rendiconto Finanziario, come ad esempio i ratei e i risconti, e di valutarlo seguendo questa relazione:

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

Quegli accruals che incrementano l'utile nonostante la variazione delle vendite sia quasi pari a zero o negativa o minore che negli anni precedenti, necessitano ulteriori approfondimenti.

d) Imposte

Penman (2013) distingue il cosiddetto *effective tax rate* dal *statutory tax rate*, affermando che, nel tempo, solitamente il primo tende a convergere al secondo. La differenza tra i due consiste nel fatto che il tasso d'imposta effettivo (*effective tax rate*) rappresenta l'importo totale di tasse che un'azienda paga in concreto, dato il suo reddito e considerando deduzioni, esenzioni, detrazioni, agevolazioni; il tasso d'imposta legale (*statutory tax rate*) è la percentuale stabilita dalla legge.

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

Questo indice permette di determinare le tasse relative alla gestione operativa rispetto all'utile operativo generato, prima di scomputare gli oneri fiscali.

Se questo indice è più basso rispetto al tasso d'imposta legale, occorre indagare sull'ammontare che sia stato oggetto di stime e valutazioni.

Quelle ad essere più esposte a manipolazioni contabili sono le *deferred taxes* o imposte differite che vengono incrementate al fine di gonfiare gli utili.

Le *deferred taxes* rispecchiano la distinzione tra *effective tax rate* e *statutory tax rate* appena discussa e sono perciò determinate come differenza tra le tasse calcolate a partire

dal reddito operativo riportato nel bilancio e le tasse calcolate a partire dal reddito rilevante ai fini fiscali. Se la disclosure lo consente, è necessario esaminare anche le componenti che costituiscono le imposte differite, sia tra le attività che tra le passività: se questi variano ad un tasso differente rispetto alle vendite, siamo in presenza di una *red flag*.

- Indagare le poste contabili dello stato patrimoniale, linea per linea

Se il valore contabile di un asset registrato nello Stato Patrimoniale è troppo elevato, in futuro sarà necessario ridurlo e quindi svalutarlo, andando a compromettere il RNOA.

Potrebbero risultare dubbie le seguenti voci:

- Assets il cui valore contabile sia superiore rispetto al loro valore di mercato; occorrerà effettuare un impairment test.
- Assets che richiedono costi di capitalizzazione insoliti come ad esempio i costi di start-up, pubblicità, promozione e marketing, costi di sviluppo del prodotto e del software. In questo caso si dovrebbe rivedere l'andamento di tali assets relativamente al valore totale degli assets.
- Attività immateriali il cui valore contabile e tasso di ammortamento sono soggetti a stime (costi del software e attività immateriali acquisite esternamente).
- Assets registrati al *fair value*: il *fair value* rappresenta «il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti» (IAS 39) per cui si basa su valutazioni molto spesso incerte, ma anche distorte nel peggiore dei casi.

Per quanto riguarda le passività operative, meritano particolare attenzione:

- Le passività come risultato di stime (fondi e debiti relativi a pensioni ed altri benefici dovuti al termine del rapporto di lavoro, risconti passivi) in relazione al totale delle passività operative.
- Le passività come i fondi di garanzia prodotto:

$$\text{Diagnostic: } \frac{\text{Warranty expenses}}{\text{Actual warranty claims}}$$

$$\text{Diagnostic: } \frac{\text{Warranty expenses}}{\text{Sales}}$$

- Le passività che stanno al di fuori dello stato patrimoniale ma che sono riportate nelle note (garanzie ai prestiti).

3. Componenti straordinarie

Le componenti di reddito straordinarie sono presentate separatamente rispetto alle altre voci per permettere di individuare in modo diretto e immediato il reddito prodotto dalla gestione operativa ordinaria.

Tuttavia, queste voci possono compromettere la qualità contabile, soprattutto se coinvolgono approssimazioni.

Un primo esempio sono i costi di ristrutturazione e di impairment: le aziende potrebbero decidere di includere tra le passività dello Stato Patrimoniale i costi stimati per una ristrutturazione che sosterrà nel futuro, registrando nell'esercizio in corso un valore eccessivamente elevato. Nel momento in cui si dimostrerà che le spese sostenute erano effettivamente molto più basse di quelle stimate a suo tempo, la società potrà riportare un utile maggiore (*to take a bath*).

Un altro esempio sono i costi di fusione, che seguono il percorso appena descritto: sovrastimare questi costi, richiamare quella parte di costi che in realtà non sono stati sostenuti e incrementare il reddito, rendendo così la fusione molto più profittevole di quello che in realtà è (Penman, 2013).

2.5 Individuare la manipolazione nelle transazioni

Per rispondere alla quarta delle 5 domande sull'*Accounting Quality*, Penman (2013) si focalizza essenzialmente su due aspetti fondamentali: il *timing* e lo *structuring*, delle transazioni impiegati per alterare il reddito.

Data la parziale inflessibilità dei principi contabili, può rivelarsi utile a volte agire direttamente sul business per raggiungere i risultati desiderati.

- *Core revenue timing*

Accade spesso che le aziende, a fine anno, pur di incrementare i propri risultati, riconoscano nell'esercizio corrente dei ricavi di vendita prima che questi siano stati effettivamente realizzati, cioè senza che vi sia stata un'entrata di cassa o ancorché il bene sia stato consegnato.

I movimenti appena descritti sono di difficile individuazione ed interpretazione; per questo si potrebbero osservare gli incrementi o decrementi impreveduti delle consegne e delle vendite nell'ultimo trimestre.

- *Core revenue structuring*

Sono molte le tecniche impiegate per costruire ricavi di vendita, tra queste:

4. transazioni tra parti correlate: consegnare del materiale ad un affiliato che in realtà non lo necessita e lo registra come un asset, mentre colui che lo consegna lo registra come un ricavo.
5. lo scambio di rimanenze di magazzino attraverso scambi non monetari (*barter transactions*).

Anche questi, però, sono difficili da scoprire e smascherare.

- *Core expense timing*

Le aziende possono decidere di programmare i costi da sostenere, così da influenzare il reddito d'esercizio, se questi sono riconosciuti immediatamente nel bilancio. In questi casi sarebbe opportuno studiare il valore dei costi di ricerca e sviluppo rispetto alle vendite o le spese di pubblicità rispetto alle vendite: se i valori calcolati risultano troppo bassi significa che l'azienda, nel posticipare le spese, sta tentando di aumentare l'utile corrente, compromettendo così quello futuro.

Anche in questo caso Penman (2013) suggerisce di guardare all'evoluzione di questi indici nel tempo.

- *Riserve occulte*

L'impiego di una politica di *conservative accounting* (sottovalutazione dei ricavi/attività e sopravvalutazione dei costi/passività) consente ad una società di creare delle riserve occulte. La società, nei momenti in cui la crescita rallenta bruscamente o quando viene a verificarsi una perdita d'esercizio, può così ricorrere a queste riserve, migliorando i propri risultati. Al contrario, nei momenti positivi o in cui la crescita accelera, sarà possibile ricreare nuovamente queste riserve (*cookie jar reserve*).

Un esempio chiave è quello del LIFO quale metodo impiegato nella valutazione delle rimanenze di magazzino e che prevede che i primi beni ad uscire dal magazzino siano gli ultimi ad esservi entrati. Attraverso il meccanismo del LIFO dipping è possibile ridurre le rimanenze di magazzino e creare momentaneamente delle riserve nascoste che successivamente verranno liquidate, aumentandone i profitti (Penman, 2013).

- *Organizational Manipulation*

Le aziende possono altresì riorganizzare i loro affari per eliminare dal bilancio alcuni aspetti relativi alle loro operazioni, attraverso il cosiddetto "*shell game*" (Penman, 2013, p.616):

- *R&D Partnerships*

Le spese di R&S riducono il reddito operativo e per questo le società talvolta creano una *shell company* (società di comodo) al solo scopo di registrare questi costi: è la

società originaria che compie effettivamente l'attività di ricerca ma successivamente scarica i relativi costi sulla shell company, creando ricavi per se stessa.

Se l'attività non si rivela profittevole, allora l'investimento nella shell company deve essere cancellato e i ricavi passati resi fittizi.

- *Pension funds*

I fondi pensione tecnicamente spettano al lavoratore al termine del suo rapporto di lavoro. La società talvolta vi può ricorrere quando questi risultano essere *overfunded*, cioè presentano un eccesso di denaro rispetto a quello che la società stessa ha previsto di sborsare ai suoi lavoratori. Questo surplus viene allora impiegato nel coprire spese operative come i piani di pensionamento anticipato, i contributi assicurativi, il finanziamento di fusioni, ed altri costi che altrimenti graverebbero sul conto economico.

- *Special-purpose entities*

La società, infine, può generare delle entità finalizzate al mantenimento di attività che altrimenti verrebbero iscritte nel suo Stato Patrimoniale. Nonostante la società non controlli direttamente queste entità, rimane responsabile delle loro obbligazioni (Penman, 2013).

Attraverso questo capitolo abbiamo visto come la qualità dei dati contenuti nelle scritture contabili sia utile per prevedere l'andamento economico-finanziario della società: stime o metodi che aumentano o riducono temporaneamente i profitti registrati provocheranno l'effetto opposto nel futuro. Inoltre, seguendo quanto suggerito da Penman, abbiamo evidenziato tutte quelle situazioni al verificarsi delle quali l'analista deve dedicare alla qualità della contabilità una maggiore attenzione: situazioni che, a seconda del settore di appartenenza, sono esposte a un rischio di manipolazione contabile più elevato. In questi casi Penman suggerisce di indagare approfonditamente e accertare che da tali anomalie non derivino pratiche di *earnings management*.

Concluderemo, ora, questo elaborato spostandoci verso un fenomeno che sembra avere una correlazione con l'*earnings quality* e le manipolazioni di bilancio, ovvero il *board gender diversity*.

CAPITOLO 3

Board gender diversity: come la presenza femminile influenza l'earnings management

In questo terzo ed ultimo capitolo cercheremo di studiare come la partecipazione femminile all'interno degli organi di controllo e revisione di un'azienda possa influire sulla qualità degli *earnings* e dei documenti contabili, facendo riferimento ad alcune ricerche empiriche a supporto di questo fenomeno, oggi noto come *board gender diversity*.

Procederemo quindi introducendo brevemente i profili che delineano, in campo economico, il genere femminile rispetto a quello maschile; successivamente proporrò la regolamentazione che attualmente in Europa promuove il *board gender diversity* ed infine riporteremo i risultati a cui sono pervenute alcune ricerche empiriche condotte su questo tema.

3.1 Il *Board gender diversity*: lineamenti

Il Consiglio di Amministrazione è l'organo decisionale più importante di una società poiché da questo dipendono le principali scelte strategiche e finanziarie dell'impresa. Ferreira (2010) afferma quanto la diversità (in termini di età, genere, cultura, nazionalità, istruzione) di questi soggetti abbia un ruolo chiave per il buon funzionamento dell'organo societario: un CdA eterogeneo consente, infatti, l'integrazione in un unico gruppo di una molteplicità di individui aventi non solo diversi punti di vista, ma anche valori, capacità ed esperienze che consentono il raggiungimento di un'unica soluzione ottimale data dalla considerazione del più ampio spettro di scenari e visioni possibile.

Molti studi hanno, perciò, tentato di dimostrare che una composizione bilanciata dei CdA può migliorare la performance economico-finanziaria e la governance societaria. In particolare, alcune ricerche hanno voluto analizzare la composizione del board e il genere dei suoi membri per individuare un'eventuale relazione tra partecipazione femminile e risultati aziendali.

Così come nell'ambito sociale, anche in quello professionale, vi sono alcuni elementi che caratterizzano il genere maschile rispetto a quello femminile, tra cui:

- a) La percezione del rischio: nel contesto aziendale, le donne sembrano essere connotate da una maggiore avversione al rischio nel compiere scelte di investimento rispetto agli uomini, che, al contrario, adottano comportamenti più aggressivi e meno cauti all'interno del processo decisionale. Faccio, Marchica e Mura (2016) hanno evidenziato che nelle società condotte da una prevalenza di manager donna vi è una leva

finanziaria¹⁰ inferiore, suggerendo un minore ricorso a strumenti di debito, utili meno volatili e una probabilità di sopravvivenza nel lungo periodo maggiore rispetto ai valori registrati da altre società.

- b) La capacità di leadership e di comunicazione: i manager donna, essendo meno focalizzati su se stessi, tendono ad adottare uno stile di leadership partecipativo, collaborativo, democratico e meno autoritario rispetto a quello dei loro colleghi uomini. Sono, inoltre, dotate di buone capacità comunicative e condividono efficacemente le informazioni raccolte ai propri subordinati (Terjesen et al., 2009).
- c) Etica: Kaplan et al. (2009) confermano che le donne sono i soggetti che più spesso ammettono l'esistenza di scandali o frodi finanziarie grazie ad atteggiamenti ispirati a principi di eticità, moralità e lealtà. Anche dall'indagine di Terjesen et al. (2009) è emerso come la partecipazione femminile agli incarichi societari aumenti la qualità dell'azione di controllo e revisione del management in quanto i manager donna hanno un approccio più rigido, prudente e conservativo rispetto ai manager uomini.

Nonostante le conclusioni alle quali sono pervenuti questi ricercatori, vi sono, altre voci e teorie che non rilevano alcuna relazione tra i due fenomeni; al contrario, c'è chi pensa che l'eterogeneità di genere crea contrasti e conflitti e causa un incremento dei tempi necessari per assumere una decisione (Ferreira, 2010).

Secondo Deaux e Major (1987), vi sono altri fattori da considerare, oltre al genere, come il contesto lavorativo, gli obiettivi e le aspettative personali che influiscono nel modo in cui uomini e donne si comportano.

Fra tutti questi studi, infine, menzioniamo la pubblicazione di Joecks et al. (2013) che dimostra come la partecipazione femminile nei CdA abbia un'influenza positiva solamente se la loro composizione non supera il 30 per cento del totale. Un'alterazione di questa percentuale potrebbe causare, invece, conseguenze avverse.

Date queste premesse, possiamo affermare che la letteratura è ancora piuttosto discordante a riguardo.

Nel complesso, come suggeriscono Adam e Ferreira (2009), l'effetto che il *board gender diversity* provoca sulla performance aziendale non è costante, bensì disomogeneo: alcune società ne traggono vantaggio, altre no.

¹⁰ Leva finanziaria ("leverage") = $\frac{\text{capitale proprio} + \text{capitale di terzi}}{\text{capitale proprio}}$

La diversità negli organi di controllo ha costi e benefici e l'equilibrio tra i due varia da un'impresa all'altra. Ad esempio, un organo di governo eterogeneo e partecipato almeno in parte da donne, potrebbe rivelarsi più appropriato nelle grandi società operanti attraverso strutture complesse che necessitano di un intenso ed attento controllo da parte dei direttori.

3.2 Il board gender diversity nella normativa europea

Oggi giorno la presenza femminile negli organi societari è molto più diffusa rispetto al passato, ma non tanto quanto lo è attualmente quella maschile. Il *board gender diversity* rappresenta una tematica oggetto di una crescente attenzione da parte di molte nazioni.

Sono diversi i paesi che, principalmente mediante l'introduzione di leggi, codici e target, hanno cercato e cercano di incrementare ulteriormente il loro impegno in questa causa pur di abbattere quello che è stato definito "*glass ceiling*"¹¹.

Nel 2003, la Norvegia è stata una tra le prime a promulgare un sistema legislativo improntato sull'esistenza di una quota, ossia di una soglia minima, in base alla quale si stabiliva che, entro il 2008, almeno il 40 per cento dei membri del Consiglio di Amministrazione di tutte le società quotate fossero donne. Ciò dimostra il motivo per il quale la Norvegia oggi detenga il più alto tasso di rappresentanza femminile all'interno degli organi societari (44.2 per cento).

Il successo di questa misura (*equality quota law* o quote di genere o quote rosa) ha spinto molti altri paesi ad agire allo stesso modo, prevedendo anche richiami e sanzioni per le società non adempienti:

- Per prima la Spagna che nel 2007 con una legge, denominata la *Ley de Igualdad* avente contenuto similare, ha approvato la proposta di avere, entro il 2015, un *board* costituito per il 40 per cento da donne.
- Risultati sorprendenti sono stati raggiunti anche da altri paesi nordici, quali Finlandia e Danimarca, che hanno raggiunto rispettivamente le soglie del 25.7 per cento e del 18.1 per cento, grazie ad appositi interventi normativi;
- Nel Regno Unito, invece, al fine di incrementare la partecipazione femminile al mercato del lavoro, è stata proposta l'azione di un sistema di "autoregolamentazione" e autodisciplina attraverso apposite "raccomandazioni" emanate dal Financial Reporting Council inserite all'interno del Codice di Corporate Governance così da poter richiedere alle società quotate appartenenti al FTSE 100 di prevedere una politica relativa alla *boardroom diversity* (con un limite minimo del 25 per cento già raggiunto nel 2015 e

¹¹ Il termine *glass ceiling*, letteralmente soffitto di cristallo, è stato per la prima volta coniato nel 1978 allo scopo di identificare tutte quelle barriere sociali, culturali e psicologiche che ostacolano le donne nell'accedere al mondo del lavoro.

quindi esteso al 33 per cento per il 2020), includendo l'utilizzo di obiettivi misurabili e riportando annualmente nella disclosure le misure adottate e i progressi realizzati nel raggiungimento di tali obiettivi (Davies, 2011).

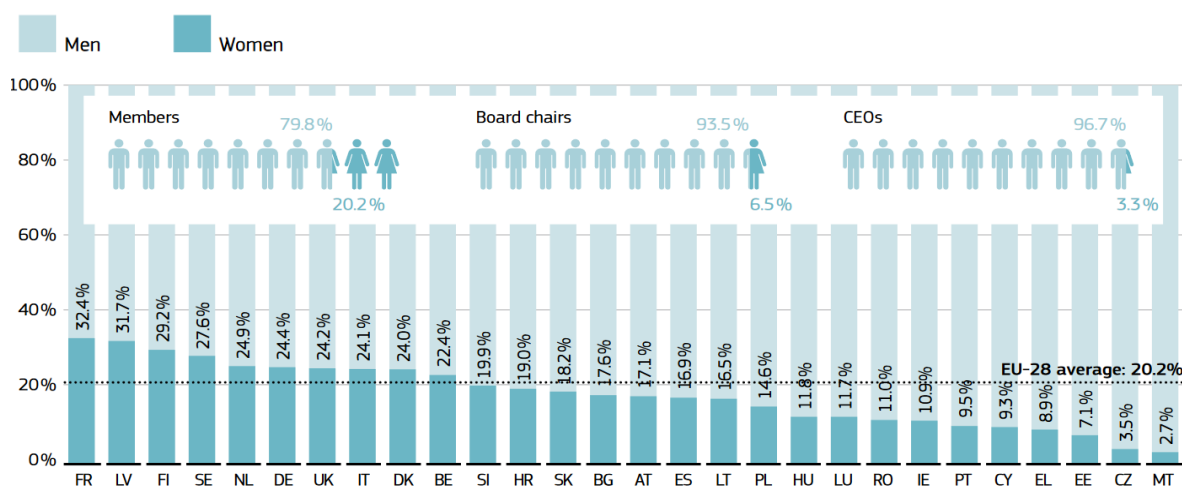
- Nel 2011 anche Italia, Francia e Belgio hanno varato specifiche leggi, in particolare in Italia, con la legge 120/2011, anche chiamata legge Golfo-Mosca, inizialmente per le sole società quotate in Borsa e successivamente anche per le società a controllo pubblico, era stato stabilito, entro il 12 agosto 2012, il raggiungimento di una soglia pari al 20 per cento, estesa ulteriormente ad un terzo del totale dei soggetti costituenti gli organi societari (33 per cento). Grazie a questa misura l'Italia ha registrato, in questo arco temporale, un incremento di 17 punti percentuali, arrivando a toccare un valore pari al 27.6 per cento nel 2015, secondo il rapporto della Consob.

Occorre, però, ricordare che la legge ha una validità temporale di soli 10 anni, per cui la sua efficacia si esaurirà entro il 2022, anno nel quale si auspica che eventuali barriere ed ostacoli vengano rimossi al fine di instaurare definitivamente un percorso di rinnovamento basato su equità e meritocrazia.

Sebbene oggetto di controversie, tale sistema si è dimostrato parzialmente efficiente. Nel 2015 la presenza delle donne nei CdA delle più grandi società quotate europee era in media pari al 20.2 per cento (Commissione Europea, 2015), in netto miglioramento se si considera che fino al 2010 si aggirava attorno all'11.9 per cento.

L'impegno e le varie misure attuate, però, non hanno avuto un impatto decisivo sul tasso di partecipazione femminile in quanto la sua crescita, anche se in aumento, risulta essere piuttosto bassa e rallentata, così come dimostrato dal grafico sottostante.

Figura 3.1: Rappresentazione della partecipazione maschile e femminile nelle più grandi società quotate in Europa (ottobre 2014)



Un altro aspetto, anch'esso evidenziato dal grafico, concerne le marcate differenze che si registrano nei tassi di partecipazione di un paese rispetto ad un altro: se da una parte in Francia, Svezia e Finlandia si raggiunge una rappresentanza femminile del 25 per cento, dall'altra in Portogallo e Islanda si tocca appena il 10 per cento del totale dei membri.

A consolidare ulteriormente questo quadro, nel 2014 è intervenuta la Commissione Europea che attraverso la Direttiva 2014/95/UE ha previsto, per le società quotate, l'obbligo di fornire informazioni sulla politica di board diversity eventualmente adottata.

3.3 Board gender diversity e earnings management: dimostrazioni empiriche

La crescente eterogeneità degli organi di dirigenza societari negli ultimi anni ha spinto diversi ricercatori e studiosi ad interrogarsi su quale sia il ruolo che il genere ha nell'*earnings management* e i vantaggi derivanti da un giusto bilanciamento tra i due sessi, in termini di *earnings quality*. La relazione tra la partecipazione femminile nei CdA e le manipolazioni di bilancio non sembra essere del tutto chiara e ben definita. A questo proposito, analizzeremo due visioni contrastanti: una prima (1) che dimostra come la presenza femminile possa avere un impatto positivo *sull'earnings management*; una seconda (2) che, al contrario, mostra come l'*earnings management* non sia causato dalla presenza femminile o meno, bensì da altri fattori quali ad esempio la corresponsione di bonus.

1) Arun et al. (2015)

Nel 2015, Arun T. G., Almahrog Y.E., Ali Aribi Z. hanno condotto un'indagine empirica su un campione iniziale costituito da 350 società quotate presso lo UK FTSE, nel periodo compreso tra il 2005 e il 2011. Il campione finale, riportato nella tabella seguente, raccoglie un totale di 1217 osservazioni, classificate in base all'Industry Classification Benchmark (ICB), ossia un sistema creato per le società quotate che raggruppa in un'unica categoria le imprese appartenenti allo stesso settore. I dati raccolti derivano principalmente dai bilanci delle società stesse, ma, per quanto riguarda gli *earnings management*, anche attraverso due database denominati rispettivamente FAME e Thomson One Banker.

ICB	Industries	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
0500	Oil & Gas	12	13	13	14	13	16	16	97
2700	Industrial Goods & Services	54	56	56	56	57	57	54	390
3500	Food & Beverage	11	11	11	11	11	11	11	77
3700	Personal & Household Goods	10	12	12	13	13	13	13	86
4500	Health Care	8	8	8	8	8	8	8	56
5300	Retail	18	20	24	25	25	25	25	162
5500	Media	7	8	9	9	9	9	10	61
5700	Travel & Leisure	20	20	21	21	22	22	22	148
6500	Telecommunications	6	6	6	6	6	6	6	42
9500	Technology	13	14	15	15	15	15	14	101
Total		159	168	175	178	179	182	179	1220

I ricercatori, ritenendo che i manager fossero più propensi a manipolare gli *earnings* tramite gli *accruals* (più difficili da intercettare), hanno utilizzato il modello di Jones modificato (Dechow et al., 1995, presentato nel I capitolo) per stimare il livello di *discretionary accruals* attuali (CDA). A partire da questo hanno poi sviluppato diversi modelli di regressione e studiato la possibile associazione tra i CDA e il numero e la proporzione di donne che occupano una posizione negli organi di amministrazione societari, nonché il genere del CFO dell'impresa.

In pratica la presenza di quote rose fra gli amministratori delle imprese scarsamente indebitate ha un impatto più intenso sulle manipolazioni al ribasso. La giustificazione del fenomeno fornita dai ricercatori si basa sulla correlazione fra l'indebitamento e la dimensione dei board.

I risultati ottenuti hanno evidenziato come le società registrino una tendenza a adottare politiche di contabilità più conservative, registrando utili inferiori (politiche di *income decreasing*) quando la proporzione o il numero di amministratrici è più alto. Per quanto riguarda, invece, la relazione tra il genere del direttore finanziario e l'*earnings management* non osserviamo una significativa associazione tra le due variabili, probabilmente per la mancanza di donne che ricoprono questo ruolo (0.4 percento dei CFO del campione).

Successivamente, per capire se le caratteristiche della società influenzano la relazione tra le variabili, i ricercatori dividono il campione in due sottocategorie, sulla base della loro leva finanziaria:

- *High debt* o *complex company*, ossia le società con una leva finanziaria maggiore rispetto al valore mediano;
- *Low debt* o *simple company*, ossia le società con una leva finanziaria minore rispetto al valore mediano.

È stato osservato che nelle società con un alto indice di indebitamento (*complex company*) la presenza femminile negli organi di amministrazione e controllo societari perde di significatività poiché non ha alcun impatto sulle politiche di *earnings management*, mentre in quelle con un indice inferiore (*simple company*) il numero di donne negli stessi organi è correlato positivamente con il fenomeno dell'*earnings management*, indicando la tendenza ad un atteggiamento più prudente.

Una possibile spiegazione a questi risultati concerne la dimensione del *board*: solitamente le società con una leva finanziaria elevata hanno organi amministrativi maggiormente partecipati rispetto a quelli di società aventi una leva finanziaria inferiore. In quest'ultimo caso il ruolo femminile potrebbe essere più efficiente lavorando attraverso un gruppo più ristretto (Coles et al., 2008).

2) Sun et al. (2010)

Nel 2010 con Sun J., Liu G., Lan G., invece, non è stata rilevata alcuna relazione tra il numero di donne costituenti il collegio sindacale e la presenza di fenomeni di *earnings management*. Il campione da loro individuato, nel periodo tra il 2003 e il 2005, è costituito da un totale di 525 osservazioni e considera 175 tra le maggiori società statunitensi quotate dall'indice S&P 500. Anche in questo caso i dati raccolti sono raggruppati a seconda del settore di appartenenza e riportati nella tabella qui di seguito.

Two-digit SIC codes	Industry description	Frequency	Percent (%)
13	Oil and gas extraction	7	4.00
20	Food products	8	4.57
26	Paper and allied products	5	2.86
27	Printing and publishing	4	2.29
28	Chemicals and allied products	18	10.29
29	Petroleum refining	5	2.86
33	Primary metal industries	5	2.86
35	Industrial machinery and equipment	14	8.00
36	Electrical and electronic equipment	13	7.43
37	Transportation equipment	10	5.71
38	Instruments and related products	10	5.71
49	Electric, gas, and sanitary services	21	12.00
53	General merchandise stores	6	3.43
73	Business services	6	3.43
Others		43	24.51
Total	38 industries	175	100.00

Tra le variabili considerate da Sun et al. (2010) vi sono: l'incarico ricoperto, le competenze e le esperienze acquisite, le cariche ulteriormente ricoperte in altre società.

L'indagine empirica condotta non evidenzia alcuna associazione tra il genere dei membri del collegio sindacale e la limitazione alle politiche di *earnings management*. I risultati ottenuti, infatti, suggeriscono che non vi siano significative differenze tra uomini e donne nei valori etici verso manipolazioni contabili; tuttavia vi sono diverse cause possibili per spiegare i risultati osservati: alcune direttrici del collegio sindacale possono reputare che non tutte le politiche di *earnings management* siano immorali, anzi, possono rivelarsi benefiche se contribuiscono a migliorare la qualità dei dati contabili. Sun et al., inoltre, ritengono che, qualora le donne si comportassero secondo principi ispirati a maggiore lealtà ed eticità rispetto agli uomini, queste potrebbero rivelarsi incapaci di esercitare un'influenza significativa sulle azioni e sull'operato del collegio sindacale, senza determinare quindi alcuna influenza su di esso.

Per questo studio, così come per altri, è necessario interpretare i risultati ottenuti in modo cauto, considerate le sue limitazioni. Nonostante siano state valutate diverse variabili, è possibile che siano stati omessi caratteri essenziali e che abbiano conseguentemente causato errori di misurazione.

Conclusione

Il bilancio d'esercizio ha un ruolo fondamentale in ambito economico: esso rappresenta la fonte di informazione primaria non solo per investitori attuali e potenziali, ma anche per analisti e stakeholders, attraverso il quale misurare la performance economico-finanziaria della società e il suo andamento negli anni. La necessità di rappresentare fedelmente i dati contabili e le operazioni svolte nel corso dell'attività imprenditoriale però a volte viene disattesa in quanto si scontra con l'interesse e il desiderio di mostrare una situazione non veritiera attraverso manipolazioni, allo scopo di apparire in modo migliore agli occhi degli osservatori esterni.

Con il conseguente deterioramento qualitativo del bilancio d'esercizio, sono stati sviluppati diversi modelli statistici allo scopo di individuare l'eventuale presenza di *earnings management*, anche se una gran parte di essi non si sono rivelati particolarmente utili a ridurlo e disincentivarlo.

Con l'approccio proposto da Penman, invece, è stato possibile ideare un set di strumenti (*quality diagnostics*) che hanno consentito, e consentono tuttora, all'analista l'insorgere di dubbi o sospetti in relazione ai numeri contabili registrati, valutando dettagliatamente ed approfonditamente la qualità e la rilevanza delle informazioni contabili.

Bibliografia

- ADAMS, R. & FERREIRA, D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 94 (2), 291-309.
- ARUN, T. G., ALMAHROG, Y. E. & ALI-ARIBI, Z., 2015. Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, vol. 39 (2015), 137-146.
- BURGSTAHLER, D., & DICHEV, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, vol.24 (1), 99–126.
- CAPALBO, F., 2016. Earnings management, politiche di bilancio e falso in bilancio. Il difficile confine tra uso ed abuso della discrezionalità dagli amministratori in sede di valutazione, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, vol.116 (5), 255-274.
- COHEN, D. A., DEY, A., & LYS, T. Z., 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-sarbanes-oxley periods. *The Accounting Review*, vol.83 (3), 757–787.
- COMMISSIONE EUROPEA, (2015). Report on equality between women and men 2014 [online] Disponibile su: https://ec.europa.eu/antitrafficking/sites/antitrafficking/files/report_on_equality_between_women_and_men_-_2014.pdf [Data di accesso: 16/08/2019]
- CONSOB, (2015). Report on Corporate Governance of Italian listed companies [online] Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2015.pdf/5617379fd020-4c56-a75a-d75faf5cfb9b> [Data di accesso: 19/08/2019]
- DEANGELO, H., DEANGELO, L., & SKINNER, D. J., 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, vol.17 (1), 113–143.
- DEAUX, K., & MAJOR, B., 1987. Putting Gender Into Context: An Interactive Model of Gender-Related Behavior, *Psychological Review*, vol.94 (3), 369-389.
- DECHOW, P. M., SLOAN, R. G., & SWEENEY, A. P., 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, vol.70 (2), 193–225.
- DECHOW, P.M. & SKINNER, D.J., 2000. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, vol.14 (2), 235-250.
- DEFOND, M. L., & JIAMBALVO, J., 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, vol.17 (1), 145–176.
- DICHEV, I., et al., 2016. The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, vol. 72 (1), 22-35.
- EL DIRI, M., 2018. Introduction to Earnings Management. Prima a cura di s.l.: Springer US.

- FACCIO, M., MARCHICA, M. & MURA, R., 2016. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, vol. 39 (20 Agosto), 193-209.
- FERREIRA, D. (2011). Board Diversity. Corporate Governance [online], a cura di s.l.: H. K. Baker & R. Anderson. Disponibile su: [10.1002/9781118258439.ch12](https://doi.org/10.1002/9781118258439.ch12) [Data di accesso: 16/08/2019]
- GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R., & RAJGOPAL, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40 (1), 3–73.
- GUNNY, K., 2005. What are the consequences of Real Earnings Management? Working Paper, University of California, 2005.
- HAELY, P.M. & WAHLEN, J.M., 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, vol.13 (4), 365-383.
- HRIBAR, P., & COLLINS, D., 2002. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, vol.40 (1), 105–134.
- International Accounting Standard Board (IASB), IAS 39.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol.3 (4), 305-360.
- JOECKS, J., PULL, K. & VETTER, K., 2013. Gender diversity in the boardroom and firm performance: what exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of Business Ethics*, vol. 118 (1), 61-72.
- JONES, J. J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, vol.29 (2), 193–228.
- KAPLAN S., PANY, K., SAMUELS, J. & ZHANG, J., 2009. An examination of the association between gender and reporting intentions for fraudulent financial reporting. *Journal of Business Ethics*, vol.87 (1), 15-30.
- LEE, T.A., INGRAM, R.W. & HOWARD, T.P., 1999. The difference between earnings and operating cash flow as an indicator of financial reporting fraud. *Contemporary Accounting Research*, vol.16 (4), 749-786.
- LEVITT, A., 1998. The Numbers Game. Speech at New York University, September 28.
- PENMAN, S. H., 2013. Analysis of the Quality of Financial Statements. 5°ed. (s.l.): McGraw-Hill, 590-621.
- RONEN, J. & YAARI, V., 2008. Earnings management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research. Prima a cura di s.l.: Springer US.
- SCHIPPER, K.,1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, vol.3 (4), 91-102.

SORRENTINO, M., 2014. Earnings management e politiche di bilancio. Prima a cura di s.l.: Giapeto Editore.

SUN, J., LIU, G. & LANDOES, G., 2011. Does female directorship on independent audit committees constrain earnings management? *Journal of Business Ethics*, vol.99 (3), 369-382.

TERJESEN, S., SEALY, R. & SINGH, V., 2009. Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, vol.17 (3), 320-337.

WALKER, M., 2013. How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, vol.43 (4), 445–481.