



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali**

**Corso di Laurea Magistrale in Economia e**

**Legislazione d'Impresa**

-----

**LA VALUE RELEVANCE  
NEL BILANCIO DI  
ESERCIZIO IN CASO DI  
PERDITA D'ESERCIZIO**

**Relatore:**

**Chiar.mo Prof. Francesco Sotti**

**Tesi di Laurea di Gaia Benatelli**

**Matr. n. 506386**

**Anno Accademico 2023-2024**



## Indice

### Sommario

|  |            |
|--|------------|
| <b>INTRODUZIONE .....</b>  | <b>3</b>   |
| <b>CAPITOLO 1: LA VALUE RELEVANCE .....</b>  | <b>6</b>   |
| 1.1 IL SIGNIFICATO E L'IMPATTO DELLA VALUE RELEVANCE .....   | 6          |
| 1.2 CENNI STORICI DELLA VALUE RELEVANCE .....  | 9          |
| 1.3 CLASSIFICAZIONE DEGLI STUDI DELLA VALUE RELEVANCE .....  | 12         |
| 1.4 LA SCELTA DEL VALORE NELLA VALUE RELEVANCE.....  | 15         |
| 1.5 IL LEGAME TRA VALUE RELEVANCE E L'EFFICIENZA DEL MERCATO .....   | 17         |
| 1.6 RAPPORTO TRA VALUE RELEVANCE E RELIABILITY .....   | 20         |
| 1.7 RAPPORTO TRA VALUE RELEVANCE E CONSERVATISM.....   | 25         |
| 1.8 GLI EFFETTI DELLE CONDIZIONI ESTERNE SULLA VALUE RELEVANCE .....   | 31         |
| 1.9 LA VALUE RELEVANCE NEI BILANCI CON PERDITA D'ESERCIZIO .....   | 34         |
| <b>CAPITOLO 2: I MODELLI TEORICI PER L'ANALISI DELLA VALUE RELEVANCE .....</b>   | <b>40</b>  |
| 2.1 PRICE MODELS E RETURN MODELS.....  | 40         |
| 2.2 MODELLO DI OHLSON .....  | 44         |
| 2.2.1 LE FORMULAZIONI DEL MODELLO DI OHLSON .....  | 50         |
| 2.2.2 LE REGRESSIONI DEL MODELLO DI OHLSON.....  | 56         |
| 2.3 MODELLO DI EASTON E HARRIS.....  | 61         |
| 2.4 METODO APPLICATO IN CASO DI AZIENDE IN PERDITA D'ESERCIZIO .....   | 66         |
| <b>CAPITOLO 3: SYSTEMATIC RESEARCH REVIEW DEI PRINCIPALI RISULTATI<br/>OTTENUTI DAGLI STUDI DI VALUE RELEVANCE .....</b> | <b>71</b>  |
| 3.1 ANALISI E RISULTATI CHIAVE DELLE RICERCHE SULLA VALUE RELEVANCE.....   | 71         |
| 3.1.1 VALORI E INFORMAZIONI RILEVANTI PER GLI INVESTITORI.....   | 74         |
| 3.1.2 L'IMPATTO DEL CONTESTO ECONOMICO SULLA VALUE RELEVANCE .....   | 92         |
| 3.1.3 L'ACCOUNTING DELLA VALUE RELEVANCE .....   | 98         |
| 3.1.4 RILEVANZA DELLA PERDITA DI ESERCIZIO .....   | 112        |
| <b>CONCLUSIONI .....</b>   | <b>120</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA .....</b>  | <b>123</b> |

## INTRODUZIONE

A partire dagli anni '60 del XX secolo, si è affermato tra gli studiosi di contabilità della comunità scientifica americana e internazionale l'interesse per esaminare la correlazione tra le caratteristiche delle aziende e il valore dei loro titoli sui mercati regolamentati.

Questo interesse ha dato origine al campo di ricerca noto come Capital Market-Based Accounting Research (CMBAR), inizialmente focalizzato sull'analisi di come vari aspetti dell'attività aziendale influenzassero il valore delle azioni quotate. Col tempo, questo ambito di studio si è ampliato e sviluppato, dando origine alla disciplina conosciuta come *value relevance*.

La *value relevance* si concentra sulla misurazione della correlazione tra le informazioni contabili di un'azienda e il valore dei suoi titoli azionari quotati.

Non esiste una definizione unica di *value relevance* a livello accademico, ma per la presente ricerca si intende la capacità del bilancio di spiegare le variazioni nel valore delle azioni sui mercati regolamentati. In sintesi, si basa sull'assunto che i dati contabili siano correlati al valore delle azioni.

Gli studi iniziali di *value relevance* si sono concentrati sulla correlazione tra il reddito periodico o il patrimonio netto e il valore delle azioni. Con il tempo, il campo si è ulteriormente ampliato per includere diverse voci di bilancio e analizzare l'evoluzione della *value relevance* nel tempo e in risposta a eventi specifici.

La *value relevance* è diventata un argomento di grande interesse per gli studiosi in tutto il mondo, poiché comprendere come variabili, contesti e eventi influenzino il valore delle azioni sui mercati azionari è cruciale sia a fini accademici che operativi.

Dal punto di vista accademico, l'ampia gamma di studi consente di valutare l'importanza di diverse voci di bilancio e di comprendere come i mercati reagiscano a informazioni specifiche.

Dal punto di vista operativo, tali studi permettono alle aziende quotate o in procinto di quotarsi di sviluppare aspettative basate sulle informazioni contabili diffuse al pubblico e sulle risposte di mercato, riflesse nel prezzo delle azioni.

Va notato che, secondo i principi contabili, il bilancio ha lo scopo di fornire informazioni utili

agli investitori nelle loro decisioni economiche.

Le informazioni contabili sono considerate value relevant se mostrano una relazione con il valore aziendale. Tuttavia, è riconosciuto che altri tipi di informazioni, al di fuori del bilancio, possono anche influenzare il comportamento degli investitori.

In altre parole, la value relevance misura l'informazione che gli investitori possono estrarre dai dati contabili per supportare le loro decisioni di investimento.

Anche in Italia, gli studi sulla value relevance hanno visto un aumento di pubblicazioni nel corso degli anni. Un esempio significativo di evoluzione normativa è rappresentato dall'adozione dello standard IFRS 9 da parte dello IASB nel 2018, sostituendo lo IAS 39, evidenziando un cambiamento nelle modalità di trattamento contabile degli strumenti finanziari.

In questo elaborato si propone di identificare, analizzare e approfondire l'argomento considerandolo sotto differenti aspetti.

Lo scopo della stesura di questa tesi è costituire un Systematic Research Review dei principali risultati ottenuti dagli studi di value relevance.

Più precisamente improntando una ricerca che va a constatare quali sono le principali risultanze di alcuni studi fatti, riguardanti i metodi utilizzati per la verifica della value relevance. Nel dettaglio, andando a valutare le imprese con perdita d'esercizio.

Il presente lavoro verrà sviluppato in tre diversi capitoli.

Nel primo capitolo, verrà esaminata la value relevance dal punto di vista teorico. Saranno esplorate le sue origini e le definizioni tratte dalla letteratura accademica, oltre ad analizzare il suo rapporto con altri fenomeni come il conservatism, la reliability e l'efficienza di mercato.

Inoltre, verrà presentata una classificazione degli studi sulla value relevance, mettendo in luce gli aspetti e i fattori esterni all'azienda che possono influenzarla.

Saranno delineati i principali valori considerati rilevanti, il loro impatto sugli investitori e il ruolo che essi assumono per l'azienda. Si esporrà un'introduzione del contesto della value relevance in aziende con perdite d'esercizio.



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

Nel secondo capitolo, invece, si tratteranno i metodi utilizzati per valutare la value relevance sia nel caso di un'azienda che presenta un utile, sia un'impresa con perdita d'esercizio.

Rappresenta la sezione metodologica, in cui sono indicati, spiegati e dimostrati i vari procedimenti.

Nel terzo ed ultimo capitolo, viene strutturata la sopracitata Systematic Research Review, nel quale vengono esaminati trentadue articoli relativi alla value relevance, con lo scopo di confrontare le diverse analisi e le relative conclusioni, per raggiungere una maggior consapevolezza su alcuni aspetti della rilevanza di valore.

Gli articoli scelti hanno temi quali: i valori e le informazioni ritenute rilevanti per la valutazione della value relevance, l'impatto che le condizioni economiche esterne hanno sulla rilevanza di valore, l'adozione degli IFRS e le relative conseguenze, e aspetti significativi in caso di perdita d'esercizio.

## **CAPITOLO 1: LA VALUE RELEVANCE**

### **1.1 IL SIGNIFICATO E L'IMPATTO DELLA VALUE RELEVANCE**

La value relevance, o rilevanza del valore, è un concetto utilizzato nell'ambito della contabilità e della finanza per valutare quanto le informazioni contabili di un'azienda siano rilevanti e impattanti per i soggetti interessati, come gli investitori, nel processo decisionale. Si tratta di un metodo per valutare quanto le informazioni finanziarie fornite dalle aziende siano in grado di influenzare il valore effettivo dell'azienda sul mercato azionario.

Gli studi sulla value relevance analizzano spesso la relazione tra le misure contabili (come utili netti, flussi di cassa, patrimonio netto, ecc.) e il prezzo delle azioni dell'azienda, al fine di valutare quanto i valori del bilancio d'esercizio inglobino le informazioni potenzialmente oggetto di fruizione da parte degli operatori economici per le proprie scelte di investimento.

Le informazioni contabili vengono definite "value relevant" se sono in grado di condizionare, in modo determinante, il comportamento degli investitori nel prendere decisioni sull'acquisto, sulla detenzione o sulla vendita di uno strumento finanziario. Questo vale a dire che l'informativa contabile non è considerata value relevant se non sussiste una relazione tra i valori di bilancio e il valore aziendale.

Il valore aziendale è espressione del prezzo. Considerato che questo scaturisce da domanda e offerta, le scelte degli investitori si riflettono nel prezzo e quindi nel valore aziendale.

Non esiste una definizione univoca del concetto di Value Relevance nell'ambito accademico, ma Francis e Schipper nel 1999 hanno contribuito definendone quattro interpretazioni, cercando di distinguere le diverse funzioni che le informazioni contabili possono svolgere, al fine di identificare meglio l'oggetto di analisi (Francis & Schipper, 1999). Tra queste interpretazioni, la definizione proposta dai due autori citati considera la value relevance come "la capacità delle informazioni del bilancio di catturare o riassumere informazioni, indipendentemente dalla fonte, che influenzano i valori delle azioni":

1. la prima definizione di value relevance viene espressa mediante la relazione tra il reddito di bilancio e i valori di mercato. In questo contesto, l'idea è che l'informativa di bilancio,

- che ingloba tutte le informazioni disponibili, comprese quelle contabili, condiziona i prezzi delle azioni societarie, poiché cattura il loro valore intrinseco;
2. nella seconda interpretazione, la value relevance si riferisce alla capacità del reddito di fornire agli investitori informazioni sui futuri dividendi, flussi di cassa, redditi e prezzi di mercato. L'informazione di bilancio, a tale proposito, ha rilevanza valoriale se include le variabili utilizzate in un modello di valutazione o se è utile per prevedere tali variabili.
  3. come terza nozione, vediamo la value relevance rilevata mediante una correlazione statistica tra l'informazione contabile e i prezzi del mercato azionario. Più precisamente, essa consiste nella capacità dell'informativa di bilancio di variare la qualità e la quantità delle notizie presenti sul mercato, nonché di misurare se e in quale misura gli operatori modificano le proprie scelte di investimento utilizzando le informazioni del bilancio. Questa definizione sottolinea l'importanza di utilizzare modelli econometrici per valutare la relazione tra le informazioni contabili e i prezzi delle azioni sul mercato. Questi modelli consentono di analizzare empiricamente quanto le informazioni contabili siano rilevanti per i prezzi delle azioni.
  4. la value relevance, in questo ultimo caso, viene descritta anch'essa, come nel punto appena sopra esposto, tramite un'associazione tra l'informazione contabile e i prezzi del mercato azionario. In particolare, però, esprime la capacità dell'informazione contabile di incorporare informazioni influenti sui prezzi di mercato. In altre parole, l'informazione contabile può essere vista come un aggregato di informazioni che hanno un impatto significativo sui prezzi delle azioni, correlata alle informazioni utilizzate dagli stakeholder nelle loro scelte di investimento.

La value relevance rappresenta un metodo per valutare quanto le informazioni economico-finanziarie comunicate dalle aziende siano rilevanti per il mercato. Negli ultimi quindici anni, diversi studi hanno cercato di definire e descrivere la value relevance, concentrandosi sui suoi costrutti teorici e metodologici.

Secondo Barth, Beaver e Landsman nel 2001, la value relevance è "l'associazione tra gli importi contabili e i valori di mercato del patrimonio netto", ponendo un'attenzione particolare sulla correlazione statistica tra le misure contabili e i valori di mercato. Questo approccio è stato ulteriormente elaborato da Beaver nel 2002, che ha considerato la value relevance come uno strumento per valutare la qualità delle informazioni economico-finanziarie. Per Barth, Beaver e

Landsman, la metodologia della value relevance consente di valutare quanto le informazioni contabili siano rilevanti per gli investitori, aiutando gli standard setter a valutare l'efficacia dei principi contabili nel fornire informazioni utili per le decisioni economiche.

Tuttavia, non tutti concordano con questa posizione. Holthausen e Watts criticano l'utilità delle ricerche sulla value relevance per gli standard setter. Nonostante queste critiche, negli ultimi anni, gli studi che utilizzano questa metodologia sono diventati sempre più diffusi, esplorando la rilevanza di diverse informazioni economico-finanziarie e confrontando sistemi contabili e aree geografiche diverse.

In sostanza, attraverso al supporto delle definizioni della letteratura internazionale, possiamo stabilire che la value relevance è una metodologia finalizzata a valutare la rilevanza delle informazioni economico-finanziarie, utilizzando modelli di regressione per valutare la relazione tra i valori di mercato e le misure contabili. L'obiettivo principale di questi studi è capire se le informazioni contabili influenzano le decisioni di investimento degli attori economici. Tuttavia, è importante sottolineare che la ricerca accademica non può determinare quale possa o debba essere lo standard contabile unico di riferimento, poiché bisogna tener conto di molteplici considerazioni. La scelta viene influenzata da una serie di fattori che vanno oltre il puro ambito di studio, ed è orientata anche in base alle diverse esigenze e obiettivi.

In conclusione, si può affermare che analizzare la value relevance significa cercare di rilevare come determinati eventi, fattori o dati si riflettono sul valore aziendale, o quanto essi siano rilevanti per quel valore. Quanto affermato, però, pone il problema di decidere cosa rappresenta il valore di un'azienda e in che modo può essere calcolato.



## 1.2 CENNI STORICI DELLA VALUE RELEVANCE

Gli studi sulla Value Relevance possono essere considerati all'interno del più ampio contesto della cosiddetta Capital Market Research in Accounting, per la quale è possibile individuarne l'inizio nel 1968 con la pubblicazione dei lavori di Ball e Brown, (Ball & Brown, 1968) , e di Beaver, (Bamber, 1986), che hanno iniziato ad analizzare la relazione tra i risultati contabili e i prezzi di mercato.

Nel corso del tempo, le indagini sulla Value Relevance si sono notevolmente discostate dai primi due lavori menzionati, che sono generalmente riconosciuti come precursori della Positive Accounting Theory. Prima di ciò, la prevalente teoria contabile era la Normative Accounting Theory. Tuttavia, la Normative Accounting Theory non è esclusiva dalla Positive Accounting Theory, ma al contrario ne costituisce il suo presupposto.

La Positive Accounting Theory (PAT) e la Normative Accounting Theory rappresentano due approcci fondamentali nello studio e nella pratica della contabilità, ma differiscono nel loro scopo, metodo e approccio. La Positive Accounting Theory (PAT) ha come scopo quello di cercare di descrivere e spiegare il comportamento degli investitori all'interno del contesto contabile, concentrandosi su come le informazioni contabili vengono utilizzate nelle decisioni economiche. La PAT utilizza metodi empirici, osservando il comportamento degli attori nel mondo reale e trae conclusioni sulla base di dati empirici raccolti. In altre parole, cerca di spiegare cosa accade in pratica nel campo della contabilità. L'approccio si concentra su aspetti osservabili e misurabili della contabilità, come il comportamento degli stakeholder di fronte alle regole contabili esistenti, le motivazioni dietro le scelte contabili e gli effetti delle politiche contabili sulla performance aziendale.

La Normative Accounting Theory, diversamente, si concentra su come la contabilità "dovrebbe essere", piuttosto che su come è effettivamente praticata. Cerca di stabilire principi e linee guida per la preparazione dei report finanziari che siano eticamente corrette e socialmente responsabili. La Normative Accounting Theory si basa su argomentazioni logiche, etiche e concettuali per giustificare le raccomandazioni su come dovrebbe essere condotta la contabilità. Altresì l'approccio si differenzia, in quanto considera aspetti normativi, valori etici e principi di contabilità, cercando di formulare regole e standard contabili che siano giusti, equi e utili per gli utenti dei report finanziari.

In sintesi, la PAT descrive e spiega il comportamento contabile osservato nel mondo reale, mentre la Normative Accounting Theory propone idee su come la contabilità dovrebbe essere condotta in base a considerazioni etiche, concettuali e normative.

Come stavamo anticipando pocanzi, a partire dagli anni '60 del XX secolo, si è sviluppato un significativo interesse accademico per la relazione tra i risultati di bilancio delle aziende e le loro performance di mercato, dando vita a un importante filone di ricerca noto come "Capital Market-Based Accounting Research" (CMBAR). Gli studi pionieristici di Ball e Brown e Beaver (1968) hanno segnato l'inizio di questo campo, come già anticipato al principio di questo paragrafo, focalizzandosi sulle reazioni dei prezzi di mercato ai risultati economici d'impresa e dimostrando che i redditi di bilancio e i prezzi di mercato sono strettamente correlati. Questa relazione, chiamata "value relevance", indica che i valori contenuti nell'informativa contabile sono spesso già riflessi nei prezzi di mercato prima della pubblicazione ufficiale dei redditi.

La value relevance è essenzialmente la capacità del bilancio di spiegare le variazioni delle quotazioni dei titoli sui mercati regolamentati, evidenziando come i dati contabili siano correlati al valore delle azioni. I primi studi si concentravano principalmente sulla correlazione tra il reddito di periodo o il patrimonio netto e il valore delle azioni, ma con il tempo questo campo di indagine si è ampliato per includere vari aspetti delle performance aziendali e delle voci di bilancio, in differenti contesti e periodi temporali.

Negli anni '80, gli studi di Watts e Zimmerman hanno ulteriormente esplorato la relazione tra i principi contabili adottati e il valore di mercato delle aziende. Negli anni '90, il contributo di Ohlson e Feltham-Ohlson (1995) ha legato direttamente l'informativa di bilancio al concetto di valore, introducendo modelli come il "price model" e il "return model". Il modello di Ohlson ha permesso di collegare il valore di mercato di una società al patrimonio netto e al reddito, mentre il modello di Easton e Harris si è concentrato sulla relazione tra le variazioni dei prezzi di borsa e i valori di bilancio.

Barth et al. (1999) hanno analizzato come i flussi finanziari operativi e le componenti non monetarie (accruals) influenzino il valore delle azioni, indicando che entrambe le componenti sono value relevant, sebbene gli accruals siano visti negativamente dagli investitori. Ulteriori studi di Barth et al. (2005) hanno approfondito la relazione negativa tra prezzi di mercato e accruals, evidenziando che alcune componenti non monetarie, come variazioni nei crediti e nelle

rimanenze, sono percepite negativamente a causa della loro suscettibilità a stime opportunistiche.

Studi successivi hanno esplorato anche la gestione degli utili e le stock options. Aboody et al. (2004) hanno analizzato come l'informativa sulle stock options, inclusa in nota integrativa o direttamente in bilancio, influenzi il valore delle azioni. Bell et al. (2002) hanno confrontato diversi metodi contabili per valutare quale fornisca informazioni più rilevanti per gli investitori, trovando che il metodo di iscrizione del costo delle stock options previsto dagli US GAAP è ritenuto rilevante dagli investitori.

Nel contesto italiano, l'introduzione dei principi contabili internazionali, IAS e IFRS, con il D.Lgs. 38/2005 ha suscitato un crescente interesse per la value relevance, in quanto i ricercatori italiani hanno iniziato ad occuparsi in maniera sempre più frequente di questo oggetto di studi. I principi sopramenzionati, orientati alla rappresentazione economica e patrimoniale a fair value, hanno introdotto significative differenze rispetto ai principi contabili nazionali basati sul costo storico e sul principio di prudenza, oltre che il loro utilizzo ha permesso la comparabilità dei bilanci consolidati tra le società a livello europeo. La crisi finanziaria ha messo in luce le difficoltà applicative e la perdita di fiducia nei bilanci IAS/IFRS, portando a ulteriori studi sulla qualità dei bilanci e sull'influenza di questi principi sul valore attribuito dalle società.

In sintesi, gli studi sulla value relevance indicano che gli investitori considerano non solo il patrimonio netto e il reddito nella valutazione delle società, ma anche altre fonti informative, comprese quelle fornite in nota integrativa. Essi sono consapevoli delle possibili manipolazioni da parte del management e valutano l'affidabilità delle diverse fonti informative. Gli investitori cercano informazioni rilevanti anche al di fuori del bilancio ufficiale, dimostrando l'importanza di una trasparente e accurata comunicazione finanziaria.

### 1.3 CLASSIFICAZIONE DEGLI STUDI DELLA VALUE RELEVANCE

Nei paragrafi precedenti è stato analizzato il concetto di Value Relevance e tracciato lo sviluppo degli studi nel tempo. Ora, l'attenzione si sposta sulla classificazione di questi studi, cercando di organizzare le caratteristiche dei principali filoni di ricerca cui appartengono.

A partire dai lavori di Ball e Brown e di Beaver, sono state condotte numerose ricerche per verificare la rilevanza delle informazioni contabili per il mercato, nota proprio come Value Relevance. L'ampia produzione scientifica, insieme alle diverse prospettive di analisi, ha reso necessaria una classificazione di questi studi.

È importante premettere che, come spesso accade quando si tenta di classificare un fenomeno complesso, possono essere adottati diversi criteri di classificazione. Questi possono portare a identificare lo stesso fenomeno con termini differenti o, viceversa, a usare lo stesso termine per fenomeni diversi. Con questa premessa, si propone una prima classificazione degli studi sulla rilevanza delle informazioni contabili, (Holthausen & Watts, 2001), distinguendo tra:

1. information content studies, suddivisi in short-window event studies e long-horizon event studies.
2. association studies, ulteriormente suddivisi in relative association studies e incremental association studies.

Gli information content studies verificano se un valore contabile ha un contenuto informativo che, una volta comunicato al mercato, produce un effetto sugli scambi dei titoli. Solitamente, questi studi utilizzano la tecnica degli event studies, che analizzano se il verificarsi di un evento produce nuove informazioni che impattano significativamente sul mercato (Kothari, 2001). Le reazioni possono manifestarsi come variazioni nel prezzo dei titoli, nella volatilità dei prezzi o nel volume degli scambi.

I lavori di Ball e Brown e di Beaver sono esempi di questo approccio. Ad esempio, Beaver ha dimostrato che la comunicazione dei risultati di esercizio provoca variazioni sia nel volume degli scambi sia nella volatilità dei prezzi. Gli event studies possono riferirsi a orizzonti temporali brevi (short-window) o lunghi (long-horizon).

Gli association studies indagano l'esistenza di una relazione tra i valori di bilancio e i prezzi o i

rendimenti dei titoli azionari. Questi studi non verificano l'impatto della divulgazione delle informazioni contabili sui volumi degli scambi o sui prezzi, ma esplorano se tali informazioni sono correlabili ai valori di mercato. Si distinguono in:

- a) *relative association studies*: effettuano valutazioni comparative per testare quale tra diversi valori di bilancio presenta una migliore relazione con i prezzi o i rendimenti dei titoli. Esempi di questi studi includono quelli che confrontano bilanci redatti secondo principi contabili diversi per determinare quali standard generano valori di bilancio più rilevanti.
- b) *incremental association studies*: indagano se un dato valore di bilancio apporta informazioni aggiuntive rispetto a quelle già esistenti per spiegare i prezzi o i rendimenti di un titolo. Un esempio tipico è la verifica se le riconciliazioni durante la transizione ai principi contabili internazionali forniscono informazioni aggiuntive rispetto ai bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali.

Nell'ambito degli incremental association studies, un sottogruppo specifico è rappresentato dai measurement studies, che verificano non solo la rilevanza di un elemento del bilancio, ma anche se il coefficiente che esprime la relazione tra variabile oggetto di indagine e variabile dipendente assume un valore ipotizzato basato su un modello teorico.

La differenza tra il valore del coefficiente stimato attraverso la regressione e il coefficiente teorico ipotizzato è spesso interpretata come il segnale di un errore, ossia dell'incapacità dei valori di bilancio di corrispondere a un modello teorico di riferimento.

Una classificazione alternativa è stata proposta da Hellstrom, che distingue gli studi sulla rilevanza delle informazioni contabili tra:

- *signalling perspective*: si riferisce a quelle ricerche che indagano se il mercato reagisce alla comunicazione di informazioni contabili.
- *measurement perspective*: si occupa di verificare se esiste una relazione tra i valori di mercato e una o più poste del bilancio di esercizio (Holthausen & Watts, 2001).

Un'ulteriore classificazione è quella operata da Van Cauwenberge e De Beelde (A Critical Note on Empirical Comprehensive Income Research, n.d.), che differenziano tra:

- *measurement perspective*: si riferisce a studi che adottano un modello di valutazione che esprime il valore dell'impresa in funzione di alcune variabili contabili.
- *information perspective*: classifica le ricerche che indagano se i valori di bilancio hanno una qualche utilità per gli investitori, senza riferirsi a un preciso modello di valutazione.

Tuttavia, queste classificazioni alternative proposte dagli autori citati non convincono pienamente per due motivi:

1. come prima ragione è che quasi tutte le ricerche moderne sono legate a modelli di valutazione: più precisamente la maggior parte degli studi recenti sulla rilevanza delle informazioni contabili si basa, direttamente o indirettamente, su modelli di valutazione dell'impresa che utilizzano valori di bilancio. Pertanto, la distinzione tra *measurement perspective* e *information perspective* risulta meno significativa, poiché quasi tutti gli studi possono essere ricondotti a qualche forma di modello di valutazione.
2. il secondo motivo, invece, sottolinea la confusione concettuale tra i piani di analisi: la classificazione proposta da Van Cauwenberge e De Beelde tende a sovrapporre concettualmente due distinti piani di analisi. Contrapporre studi basati su modelli di valutazione a quelli che verificano l'effetto della divulgazione delle informazioni sui prezzi di borsa non è corretto.

È più appropriato seguire la distinzione prevalente tra *association content studies* e *information content studies*, dove il criterio distintivo è se gli studi testano l'esistenza di una relazione statistica tra valori di mercato e valori di bilancio (*association content studies*) o se verificano l'effetto della comunicazione di informazioni contabili sul mercato (*information content studies*).

In conclusione, la classificazione degli studi sulla rilevanza delle informazioni contabili può variare in base ai criteri adottati. La distinzione prevalente nella letteratura è tra *association content studies*, che testano l'esistenza di una relazione tra valori di borsa e di bilancio, e *information content studies*, che verificano se la comunicazione delle informazioni contabili produce effetti significativi sul mercato.

#### **1.4 LA SCELTA DEL VALORE NELLA VALUE RELEVANCE**

Per esaminare la nozione di valore implicata nella definizione di value relevance, è necessario delineare quale sia la misura del valore aziendale da considerare per valutare un'eventuale correlazione con i valori riportati nei bilanci. Esistono due approcci distinti nella scelta del valore di riferimento, differenziandosi sia dal punto di vista metodologico che concettuale.

Il primo filone di ricerca, associato a Barth, (Barth, 2000), considera value relevant un valore di bilancio se contiene informazioni che influenzano le decisioni di investimento degli operatori di mercato, indipendentemente dal valore economico del capitale d'impresa. In questo contesto, si utilizzano i prezzi di borsa come variabile per testare l'eventuale relazione con i valori di bilancio. Qui, l'importante è che i prezzi riflettano le esigenze degli operatori di mercato, piuttosto che rappresentare accuratamente il valore reale dell'azienda.

Il secondo approccio si concentra sulla verifica della correlazione tra le informazioni contabili e il valore economico dell'impresa, calcolato attraverso l'attualizzazione dei risultati attesi. In questo caso, i valori di bilancio sono considerati value relevant se forniscono informazioni utili per stimare il valore economico dell'impresa stessa. In questo filone, si indaga se esista una relazione significativa tra i valori riportati nei bilanci e il valore economico dell'azienda. Tuttavia, il valore economico ha un carattere incerto e soggettivo, in quanto è sottoposto a interpretazioni e stime soggettive e si perviene a risultati differenti a seconda di chi e di come viene eseguita la stima. Pertanto, si adotta un approccio più obiettivo prendendo in considerazione i prezzi di mercato come approssimazione del valore aziendale.

È cruciale distinguere tra il concetto di prezzo e quello di valore, poiché sebbene i prezzi siano considerati una sintesi del valore economico, esistono differenze che li separano. Il valore economico del capitale è una grandezza stimata attualizzando i risultati attesi dell'azienda, mentre il prezzo di mercato deriva dall'incontro tra domanda e offerta, o definita anche come condizione soggettiva di negoziazione. Il prezzo può essere influenzato da asimmetrie informative o da motivazioni personali dei soggetti coinvolti nella transazione, portando a discordanze rispetto al valore reale dell'azienda.

Nelle asimmetrie informative il prezzo è il risultato di una carenza informativa da uno o da entrambi i soggetti coinvolti nella transazione, i quali hanno informazioni diverse tra loro. Le

motivazioni personali invece si riferiscono a un interesse o a un'esigenza particolare dei soggetti coinvolti che li spinge a vendere o ad acquistare titoli. Questa ragione può portare ad un prezzo più alto o più basso rispetto all'effettivo valore economico dell'azienda.

È importante capire se il prezzo di mercato approssima correttamente il valore dell'azienda o nel caso contrario quali possano essere gli eventuali correttivi da apportare ai valori di mercato per ovviare alle distorsioni che si possono generare nel caso in cui vi sia una divergenza significativa tra queste due grandezze.

Queste considerazioni spiegano come i prezzi di mercato possano deviare dal valore intrinseco dell'azienda, con implicazioni diverse secondo i due approcci di studio.

Il primo si concentra sulla valutazione della value relevance per determinare se le informazioni contabili influenzano le decisioni di investimento, assumendo che i prezzi di mercato riflettano il meglio delle opinioni degli investitori e non sono interessati a verificare l'esistenza dell'eventuale differenza tra i due valori e ai possibili metodi per eliminarne gli effetti distorsivi.

Nel secondo approccio, si cerca invece di correlare il valore economico dell'azienda con le informazioni di bilancio, suggerendo correzioni ai prezzi di borsa per eliminare eventuali distorsioni e utilizzare tali prezzi come stime valide del valore aziendale.

In definitiva, la value relevance mira a esaminare se i valori riportati nei bilanci sono correlati ai prezzi di borsa, al fine di determinare se i dati contabili contengono le informazioni utilizzate dagli investitori nelle loro decisioni.



## 1.5 IL LEGAME TRA VALUE RELEVANCE E L'EFFICIENZA DEL MERCATO

Molti studiosi assumono vi sia un rapporto di strettissima correlazione tra il concetto di value relevance e quello di efficienza del mercato dei capitali, in particolare per il fatto che, essendo gli studi sulla value relevance condotti attraverso la definizione di test tesi a provare la presenza o meno di un rapporto statisticamente significativo intercorrente tra i prezzi di borsa e le informazioni comunicate al pubblico tramite il bilancio d'esercizio, si concepisce come sia quantomeno doveroso interrogarsi rispetto a se i prezzi formulati dal mercato risultino essere efficienti.

Il concetto di value relevance si riferisce alla capacità delle informazioni contabili di influenzare i prezzi di mercato, e gli studi su questo concetto esaminano se e come le informazioni contenute nei bilanci delle aziende siano riflesse nei prezzi delle azioni. Un mercato efficiente è capace di incorporare tutte le informazioni disponibili nei prezzi dei titoli in modo rapido e accurato.

La teoria dell'efficienza del mercato dei capitali (EMH), proposta da Fama, (Fama, 1970), distingue tre forme di efficienza:

- *l'efficienza in forma debole*, in cui i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni storiche dei prezzi, rendendo impossibile ottenere rendimenti superiori alla media utilizzando soltanto l'analisi delle serie storiche dei prezzi;
- *l'efficienza in forma semi-forte*, in cui i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni pubbliche disponibili, come gli utili e altre operazioni aziendali, implicando che nessuna strategia basata solo su queste informazioni pubbliche possa generare extra-rendimenti;
- *l'efficienza in forma forte*, in cui i prezzi riflettono tutte le informazioni, sia pubbliche che private, rendendo impossibile ottenere rendimenti superiori anche utilizzando informazioni privilegiate.

I mercati perfetti, secondo Copeland, Weston e Shastri, (Copeland et al., n.d.), si caratterizzano per:

- l'assenza di costi di transazione e regolamentazioni, con beni perfettamente divisibili e commercializzabili;
- perfetta concorrenza con operatori price-takers;
- informazioni gratuite e accessibili simultaneamente a tutti i partecipanti;

- razionalità perfetta dei partecipanti che massimizzano la loro utilità attesa.

Al contrario, l'efficienza del mercato dei capitali è meno restrittiva. Anche con costi di transazione, informazioni costose e non completamente razionali (dovute, ad esempio, a una sovrastima delle proprie capacità, o alla FOMO acronimo di fear of missing out, cioè l'ansia che travolge i trader quando si accorgono di star perdendo un investimento redditizio o una buona opportunità di trading), il mercato può ancora essere considerato efficiente se i prezzi riflettono rapidamente e accuratamente tutte le informazioni pertinenti disponibili.

Gli studi empirici, iniziati alla fine degli anni Sessanta, hanno analizzato la reazione dei prezzi azionari agli annunci sugli utili, inaugurando un vasto campo di ricerca che include:

1. *l'efficienza informativa dei mercati*, testando se i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni disponibili;
2. *la fundamental analysis*, valutando se il prezzo di mercato di un'azione diverge dal suo valore intrinseco basato sulle informazioni contabili;
3. *la value relevance*, analizzando il ruolo delle informazioni contabili nel determinare il valore delle azioni.

Gli studiosi hanno visioni diverse su quanto l'efficienza del mercato sia cruciale per le analisi di value relevance.

Barth sostiene che l'efficienza non è un requisito necessario per tali analisi, dato che è sufficiente che i prezzi riflettano le opinioni degli investitori, indipendentemente dall'efficienza del mercato. Questo approccio vede i prezzi di borsa come un indicatore proxy delle convinzioni degli investitori, anche in presenza di inefficienze.

D'altro canto, Aboody, Hughes e Liu sostengono che l'inefficienza del mercato compromette le analisi di value relevance. Se i prezzi di mercato non riflettono accuratamente il valore economico a causa di inefficienze, allora utilizzare tali prezzi nelle analisi di value relevance introduce errori e distorsioni, rendendo le conclusioni meno affidabili.

In conclusione, l'efficienza del mercato dei capitali è un concetto cruciale nella teoria finanziaria e nelle analisi di value relevance.

Se da un lato l'approccio di Barth accetta l'inefficienza del mercato come un problema minore,



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

privilegiando la rappresentazione delle opinioni degli investitori attraverso i prezzi di borsa, dall'altro Aboody, Hughes e Liu mettono in guardia sulle distorsioni che queste inefficienze possono introdurre.

La scelta del modello di analisi dipende dalla definizione di value relevance che si intende adottare: se si cerca la correlazione tra informazioni contabili e valore intrinseco o se si vuole semplicemente verificare l'influenza delle informazioni contabili sui comportamenti degli investitori.

## 1.6 RAPPORTO TRA VALUE RELEVANCE E RELIABILITY

Un aspetto fondamentale nell'affrontare il tema della value relevance del bilancio di esercizio è analizzare il rapporto che sussiste tra la rilevanza (relevance) e l'affidabilità (reliability) delle informazioni contabili.

La relevance è considerata una delle qualità fondamentali per rendere utili le informazioni di bilancio per gli investitori. Concettualmente, le due caratteristiche sono distinte, ma quando i ricercatori indagano la presenza di una relazione statisticamente significativa tra valori di bilancio e prezzi di borsa, verificano congiuntamente sia la rilevanza sia l'affidabilità delle informazioni contenute nei bilanci delle imprese.

Dal momento che nell'intero capitolo si cita frequentemente il termine "informazioni contabili" è importante menzionare la definizione del documento contabile da cui vengono dedotte, cioè il bilancio d'esercizio, il quale rappresenta la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica di un'azienda in un determinato periodo.

Si configura come uno strumento fondamentale per trasmettere agli stakeholder informazioni inerenti alla struttura e alla performance aziendale. Le informazioni derivanti dal bilancio risultano cruciali per i potenziali investitori, che possono utilizzarle per assumere decisioni relative al finanziamento dell'impresa, come l'investimento nel capitale di rischio o in altre forme di credito. Gli operatori economici considerano utili le informazioni riguardanti

- *la struttura patrimoniale*, per analizzare la liquidità, la solvibilità, la flessibilità degli investimenti, la rigidità delle fonti di finanziamento e gli equilibri finanziari di breve, medio e lungo termine;
- *i risultati d'impresa* riflessi sia nel reddito d'impresa che nei flussi di cassa sono essenziali per valutare l'efficacia delle risorse impiegate nella produzione economica e la capacità dell'azienda di ottenere i finanziamenti necessari per sostenere gli investimenti, considerando il rispetto delle attese di remunerazione degli stakeholder e le condizioni necessarie per mantenere l'equilibrio e promuovere il futuro sviluppo dell'azienda.

Per essere value relevant, un dato valore di bilancio deve essere non solo rilevante, ossia fornire informazioni utili per influenzare i processi decisionali degli investitori, ma anche stimato in maniera sufficientemente attendibile, affinché gli utilizzatori possano farvi affidamento. Se un

valore di bilancio fosse determinato con errori tali da renderlo inaffidabile, sarebbe improbabile trovare una relazione significativa tra quel valore e i prezzi di borsa. Da ciò si deduce che, quando i ricercatori concludono che un dato valore di bilancio è o non è value relevant, è difficile distinguere quanto del risultato sia attribuibile alla rilevanza piuttosto che all'affidabilità del dato.

Una data informazione potrebbe essere significativa per le decisioni di investimento, ma se rappresentata in modo distorto, il dato potrebbe non essere affidabile e le ricerche empiriche potrebbero erroneamente indicare quell'informazione come non value relevant, nonostante essa sia utile per le decisioni di investimento.

Questo punto è cruciale per interpretare i risultati delle ricerche su questo tema. Spesso, i ricercatori concludono le loro indagini empiriche affermando se un dato valore di bilancio è value relevant o meno, ma potrebbe accadere che una posta contabile sia virtualmente value relevant, ma a causa della scarsa affidabilità delle stime, i valori di bilancio non risultino utili agli investitori.

Per tenere conto di questa forte relazione tra relevance e reliability, molti studiosi includono nelle loro ricerche strumenti che permettono di considerare la diversa affidabilità dei dati, verificando se e in che misura questo aspetto incida sui risultati delle loro indagini.

Ad esempio, una procedura utilizzata divide le aziende campionate in base alle società di revisione dei loro bilanci, considerando più affidabili le informazioni provenienti da società i cui bilanci sono certificati dalle Big Four (le quattro società di revisione contabile che si ripartono il mercato mondiale: Deloitte Touche Tohmatsu, PWC, EY, KPMG) rispetto ad altre società di revisione con minore reliability.

L'International Accounting Standards Board (IASB) (International Accounting Standards Board, n.d.), si pone l'obiettivo di creare un insieme unico di standard contabili di elevata qualità e comprensibilità, che fornisca informazioni trasparenti e comparabili, coadiuvando le scelte degli investitori e migliorando l'allocazione del risparmio.

L'informativa di bilancio è essenziale e imprescindibile per gli operatori nel loro processo decisionale.

Quando gli investitori analizzano la relazione tra le informazioni di bilancio e i prezzi delle

azioni, valutano sia la relevance sia la reliability delle informazioni contabili. Un elemento di bilancio deve quindi essere non solo rilevante, fornendo informazioni che influenzano le scelte degli investitori, ma anche attendibile, suscitando fiducia negli utilizzatori.

Ball et al. (2003) evidenziano che l'applicazione di principi contabili di elevata qualità è un presupposto fondamentale, ma non sufficiente per un'informativa contabile di qualità. Se gli IAS rappresentano un'elevata qualità delle informazioni contabili, allora possono essere considerati uno strumento utile per ottenere un'elevata qualità informativa.

La qualità dell'informativa di bilancio, o accounting quality, si può descrivere come la capacità di rappresentare in modo accurato la situazione economica dell'azienda. Si sottolinea quindi l'importanza, per gli investitori, di considerare sia la relevance e sia la realibility al fine di garantirsi dati utili e affidabili per le proprie decisioni. Fornire standard contabili di alta qualità è essenziale per assicurare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie.

L'analisi proposta mira a stabilire se la value relevance possa essere considerata una caratteristica qualitativa del bilancio, suggerendo che un suo incremento possa migliorare la qualità delle informazioni contabili.

Questa indagine si svolgerà con riferimento ai principi contabili internazionali e al contesto economico-culturale in cui sono stati sviluppati, poiché l'adozione di tali principi ha dato un impulso significativo alla ricerca sulla rilevanza del valore nel bilancio consolidato delle società quotate in mercati regolamentati. Tuttavia, verrà costantemente considerata anche la letteratura economico-aziendale italiana, che ha fornito contributi chiari e anticipatori su questi temi.

Per valutare se la qualità dell'informazione del bilancio migliora con l'aumento della value relevance, è fondamentale comprendere lo scopo per cui si redige questo documento, ossia le conoscenze che si intendono ottenere.

Gli scopi conoscitivi sono legati ai potenziali destinatari delle informazioni del bilancio, stabilendo un legame evidente tra i fini del bilancio e i fabbisogni conoscitivi di questi soggetti. Di conseguenza, diventa prioritario identificare chi sono i potenziali destinatari del bilancio, comprendere i loro scopi conoscitivi e verificare se questi siano direttamente correlati alla rilevanza del valore come descritta.

Secondo i principi contabili internazionali, i destinatari dell'informazione societaria sono influenzati dall'ambito anglosassone, in particolare dagli Stati Uniti. Qui, già dalla prima metà del secolo scorso, si sono sviluppate grandi società che hanno fatto ampio uso del mercato dei capitali, dando vita al fenomeno delle public companies. In questo contesto, gli azionisti, pur essendo i titolari del capitale di rischio, non avevano più il controllo diretto delle società e dipendevano dal bilancio per ottenere informazioni utili a formarsi un giudizio sulla situazione aziendale.

Questo scenario ha portato alla necessità di fornire informazioni chiare e accessibili agli investitori, che utilizzavano il bilancio per valutare le opportunità di investimento.

La dottrina economico-aziendale ha quindi sviluppato l'approccio della Decision-usefulness Theoretical Approach, che sostiene che il bilancio deve fornire informazioni utili per ridurre le asimmetrie informative tra gli azionisti e i gestori delle società.

Il vecchio Framework dei principi contabili internazionali del 1989 individuava diversi potenziali utilizzatori delle informazioni del bilancio, concentrandosi principalmente sugli azionisti attuali e potenziali.

Tuttavia, con la pubblicazione del nuovo Conceptual Framework for Financial Reporting nel 2010, l'attenzione è stata ampliata per includere anche prestatori di capitale e altri creditori, senza una gerarchia tra questi soggetti.

Entrambi i Framework concordano sul fatto che le informazioni fornite dal bilancio devono essere utili per valutare l'entità, la tempistica e il rischio associato ai flussi di cassa futuri dell'azienda. Questo fabbisogno informativo è fondamentale per gli investitori e per gli altri utenti del bilancio, poiché permette loro di prendere decisioni economiche informate.

La letteratura economico-aziendale italiana ha riconosciuto che, sebbene i bilanci non rappresentino direttamente il valore economico dell'azienda, devono comunque fornire gli elementi conoscitivi necessari per valutarlo.

Questo approccio orienta le valutazioni del bilancio verso una logica prospettica di tipo finanziario, già riconosciuta nei lavori dei Maestri dell'economia aziendale.

Alla luce di quanto detto, possiamo concludere che la rilevanza del valore può essere considerata



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

una caratteristica che migliora la qualità informativa del bilancio.

I principi contabili internazionali sono orientati a soddisfare le esigenze conoscitive degli utenti del bilancio, fornendo informazioni utili per stimare i flussi di cassa futuri dell'azienda. Questo permette agli investitori di esprimere una valutazione razionale dell'impresa.

Tuttavia, il bilancio di esercizio ha anche altre funzioni, come la determinazione del reddito distribuibile. Pertanto, è lecito domandarsi se la rilevanza del valore possa entrare in conflitto con altre caratteristiche qualitative del bilancio, in particolare con il principio della prudenza, che sarà analizzato più approfonditamente nel prossimo paragrafo.



## 1.7 RAPPORTO TRA VALUE RELEVANCE E CONSERVATISM

La value relevance delle poste di bilancio, come già precedentemente anticipato, è una proprietà qualitativa che, migliorata, rappresenta un aspetto positivo. Tuttavia, è importante considerare come questa caratteristica interagisca con altri principi cardine della produzione delle informazioni di bilancio.

Un punto di dibattito, in particolare sul piano internazionale, è la possibile contrapposizione tra il concetto di value relevance e il principio di prudenza, o conservatism in ambito internazionale.

Non esiste un trade-off assoluto tra queste due caratteristiche, ma la decisione su quale privilegiare dovrebbe basarsi su una ricerca empirica che valuti l'impatto di entrambi gli approcci sui bilanci aziendali.

La disputa sul conservatism in contabilità e la sua relazione con la rilevanza del valore delle informazioni contabili sono temi centrali nell'ambito della teoria e della pratica contabile.

La comprensione degli effetti del conservatism sulla rilevanza del valore delle informazioni contabili è cruciale per sviluppare politiche contabili e standard di rendicontazione finanziaria che bilancino in modo ottimale l'affidabilità e la rilevanza delle informazioni finanziarie per gli utenti dei bilanci aziendali. Le autorità di regolamentazione finanziaria devono considerare attentamente l'impatto del conservatism sulla stabilità del sistema finanziario e sulla fiducia degli investitori nei mercati finanziari.

Il conservatism è un principio storico nella redazione dei bilanci, con radici che risalgono almeno al 1712. Questo principio prevede l'iscrizione delle perdite presumibili, anche se non realizzate, e gli utili, invece, esclusivamente realizzati. Tuttavia, diversi autori forniscono interpretazioni variegatae riguardante il conservatism.

Negli standard internazionali recenti, il principio di conservatism non è più considerato un pilastro della redazione del bilancio, a causa della presunta incompatibilità con il principio di neutralità del bilancio e la possibilità che un'applicazione sistematica del principio di prudenza porti a una sottovalutazione dei risultati attuali e una potenziale sopravvalutazione dei risultati futuri.

Due motivi principali spiegano perché il conservatism potrebbe avere effetti negativi sulla value

relevance dei valori di bilancio, per di più sono le ragioni per cui questo principio è stato escluso dal framework contabile del 2010.

1. *Rappresentazione dilazionata delle informazioni*: l'applicazione rigida del conservatism può impedire la rappresentazione immediata di eventi che influenzano positivamente la capacità dell'organizzazione di generare flussi di cassa, come ad esempio la conclusione di un contratto di fornitura favorevole in prossimità alla chiusura del bilancio. Questo ritardo nella rappresentazione può portare a una perdita di informazioni per gli investitori, poiché il bilancio riflette tali eventi solo quando i proventi sono effettivamente realizzati.
2. *Sottovalutazione dei beni immateriali*: i beni immateriali, come il know-how, la ricerca e sviluppo, e la pubblicità, sono spesso rappresentati al costo sostenuto, che raramente riflette il loro reale valore. Questo approccio conservativo può rendere il bilancio meno informativo, specialmente in settori dove gli asset immateriali hanno un ruolo predominante.

Il conservatism è spesso visto come una scelta di trattamenti contabili che tendono a sottostimare il patrimonio netto e il reddito cumulativo.

Nonostante queste critiche, esistono anche argomentazioni a favore di un rapporto positivo tra conservatism e value relevance:

1. *affidabilità maggiore*: secondo Watts, i valori di bilancio determinati con un approccio prudente sono più affidabili rispetto a quelli derivanti da valutazioni meno certe, come il valore di realizzo. Vengono definiti valori più affidabili in quanto si concentrano su informazioni concrete piuttosto che su stime incerte. Questo approccio è particolarmente favorito durante i periodi di crisi economica, quando gli investitori apprezzano un approccio prudenziale alla formazione del bilancio, ovvero quando sono in cerca di segnali di stabilità, per supportare le loro decisioni di investimento.
2. *informazione integrativa nel conto economico*: sebbene i beni immateriali possano non essere completamente rappresentati nello stato patrimoniale, le spese correlate all'utilizzo di tali asset sono riportate nel conto economico, offrendo comunque un'informazione utile agli investitori.

Per di più, è importante considerare che il conservatism può manifestarsi in due forme principali:

incondizionato e condizionale.

Il conservatism incondizionato si riferisce alla predilezione per politiche contabili conservative indipendentemente dalle circostanze, mentre il conservatism condizionale è guidato dalle specifiche situazioni o eventi.

Questa distinzione è significativa perché gli effetti del conservatism sulla rilevanza del valore delle informazioni contabili possono variare a seconda della sua natura e del contesto in cui è applicato.

Autori come Roychowdhury e Watts sostengono che il bilancio dovrebbe rappresentare il valore corrente degli asset per i creditori, escludendo dalla nozione di conservatism la mancata rappresentazione dell'avviamento (rents).

Altri studiosi, come Ryan, Givoly, Hayn, Natarajan, Easton, Pae e Zhang, propongono una visione più ampia del conservatism che include tutta la differenza tra il valore economico dell'azienda e il suo patrimonio netto contabile.

La distinzione tra conditional e unconditional conservatism è significativa per comprendere l'influenza di questo principio sulla value relevance nei bilanci aziendali.

Per analizzare l'associazione tra conservatism e rilevanza del valore delle informazioni contabili, occorre ricordare anche le ricerche di Penman e Zhang (2002) e Beaver e Ryan (2000), che svilupparono l'utilizzo di diverse metriche per misurare il conservatism. La rilevanza del valore viene misurata attraverso diverse metodologie, tra cui l'R2 rettificato delle regressioni dei prezzi e dei rendimenti. Questi studi mostrano che un approccio prudente può portare a informazioni contabili più affidabili.

In diverse ricerche eseguite negli anni, non si evince che le aziende con un aumento del conservatism mostrino un declino maggiore nella rilevanza del valore.

Al contrario, osserviamo declini più significativi nella value relevance per le aziende in cui il conservatism non è aumentato.

Anche quando si considera gli effetti del conservatism, la rilevanza del valore dei dati rettificati è generalmente inferiore e non sembra essere influenzata dalle tendenze del conservatism nel

tempo.

Questo suggerisce che l'aumento del conservatism non conduce necessariamente a un declino nella rilevanza del valore. Alcuni hanno ipotizzato che il crescente conservatism potrebbe mitigare tale declino, soprattutto considerando l'importanza crescente di informazioni immateriali come ricerca e sviluppo e pubblicità, che spesso vengono omesse nei bilanci. Inoltre, il conservatism garantendo informazioni più affidabili, contribuisce così alla rilevanza complessiva dei dati contabili.

L'interesse accademico si è concentrato su come il conservatism possa influenzare negativamente la value relevance, osservando una riduzione di quest'ultima nel tempo e un incremento simultaneo del conservatism. Questo tema complesso richiede un esame delle ricerche empiriche esistenti e delle metodologie utilizzate per comprendere la relazione tra conservatism e value relevance.

Le ricerche empiriche sul rapporto tra conservatism e value relevance sono relativamente poche, ma significative. Due studi del 1999, uno di Lev e Zarowin e l'altro di Francis e Schipper, hanno evidenziato risultati contrastanti. Lev e Zarowin hanno osservato una riduzione della value relevance nei bilanci di aziende con alti investimenti in ricerca e sviluppo, dovuta all'incapacità di capitalizzare tali spese, suggerendo che un alto livello di conservatism riduce la value relevance. Al contrario, Francis e Schipper non hanno trovato una riduzione maggiore della value relevance nelle imprese high-technology, contraddicendo i risultati di Lev e Zarowin.

Successivamente, Brown, He e Teitel (2006) hanno condotto uno studio su 20 Paesi, evidenziando una relazione positiva tra conditional conservatism e value relevance, significativa solo nelle nazioni con high accrual intensity. Kousenidis, Ladas e Negakis (2009) hanno riscontrato che la value relevance inizialmente cresce con il conditional conservatism, ma diminuisce quando questo raggiunge livelli molto elevati. Infine, Balachandran e Mohanran (2011) hanno studiato l'unconditional conservatism negli Stati Uniti, rilevando una riduzione della value relevance nel tempo, senza però attribuirlo direttamente al conservatism.

Le metodologie di misurazione del conservatism sono cruciali per comprendere la relazione tra questo principio e la value relevance. Il C-Score di Penman e Zhang, usato da Balachandran e Mohanran, misura l'unconditional conservatism attraverso la mancata capitalizzazione dei costi

di ricerca e sviluppo e l'uso del LIFO per la valutazione delle rimanenze. Tuttavia, questo indicatore non può rappresentare completamente il conservatism nella sua interezza, poiché non considera la sottovalutazione complessiva del patrimonio netto rispetto al valore economico.

Un'altra metodologia, l'approccio di Beaver e Ryan, stima l'unconditional conservatism attraverso una regressione che utilizza il book-to-market ratio e altre variabili. Anche questa metodologia presenta limitazioni, non potendo rappresentare tutti gli elementi che determinano la differenza tra valore di mercato e patrimonio netto contabile.

Nonostante l'esistenza di diverse ricerche, i loro risultati non possono essere generalizzati o utilizzati per rispondere completamente alla domanda se il conservatism condizioni negativamente la value relevance. Le ricerche di Brown, He e Teitel, e di Kousenidis, Ladas e Negakis, si concentrano solo sul conditional conservatism, mentre Balachandran e Mohanran si focalizzano su un unico contesto nazionale (gli Stati Uniti) e utilizzano approcci che non permettono di stimare il conservatism nella sua interezza.

Il conservatism può influenzare la value relevance in modi complessi e spesso opposti (Beaver & Ryan, 2005). Da un lato, il conservatism può ridurre la value relevance ritardando il riconoscimento di eventi positivi. Dall'altro lato, può aumentare la value relevance migliorando l'affidabilità dei bilanci. La relazione tra queste due caratteristiche non è lineare: un aumento del conservatism può migliorare la value relevance fino a un certo punto, oltre il quale ulteriori incrementi possono ridurla. Le ipotesi di ricerca formulate a riguardo sono:

- H<sub>1</sub>: Quando il livello di conservatism è basso, un suo incremento aumenta la value relevance dei bilanci.
- H<sub>2</sub>: Quando il livello di conservatism è alto, un suo incremento diminuisce la value relevance dei bilanci.

Occorrerebbero nuove future ricerche che svilupperebbero metodologie in grado di misurare il conservatism nella sua interezza, per fornire risposte più definitive su come questo principio contabile influenzi la rilevanza informativa dei bilanci.

In sostanza, il dibattito sull'effetto del conservatism sulla rilevanza del valore delle informazioni contabili è complesso e presenta opinioni contrastanti. Mentre alcuni studiosi sostengono che un certo grado di conservatism è essenziale per garantire l'affidabilità delle informazioni finanziarie,

altri sottolineano l'importanza di bilanciare il conservatism con la necessità di fornire informazioni rilevanti e tempestive agli investitori.

In conclusione, c'è un dibattito tuttora in corso sul rapporto tra value relevance e conservatism nel bilancio aziendale. Da un lato vi sono quelli che vedono il conservatism come un ostacolo alla value relevance, poiché ritengono che questo principio:

- limiti l'inclusione di informazioni rilevanti e cruciali per gli investitori nel valutare le prospettive future di un'azienda;
- sia la probabile causa di una sottovalutazione delle performance aziendali;
- permette la perdita informazioni importanti per le decisioni di investimento.

Dall'altra parte ci sono le politiche conservative che percepiscono nella relazione tra value relevance e conservatism effetti positivi. Più precisamente ritengono che il principio di prudenza:

- migliori la qualità delle informazioni contabili, specialmente in contesti economici difficili, stimolando una maggiore trasparenza contabile;
- promuove la fiducia degli investitori e la verificabilità dei dati finanziari;
- fornisce un quadro più affidabile della situazione finanziaria e delle performance aziendali.

## **1.8 GLI EFFETTI DELLE CONDIZIONI ESTERNE SULLA VALUE RELEVANCE**

La rilevanza del valore delle informazioni contabili costituisce un nodo cruciale nel tessuto finanziario e contabile di qualsiasi organizzazione. La sua comprensione, però, non può prescindere dall'analisi dei molteplici fattori esterni che ne influenzano la dinamica, tra cui spiccano le condizioni economiche.

Negli ultimi anni, numerose ricerche hanno arricchito il dibattito sulla rilevanza del valore, evidenziando come il contesto economico svolga un ruolo determinante nel plasmare la percezione e l'utilità delle informazioni contabili. Tuttavia, se da un lato alcuni studi suggeriscono una progressiva diminuzione della rilevanza del valore nel tempo, altri indicano una sua potenziale crescita.

Questa dissonanza di risultati mette in luce la complessità del fenomeno e sottolinea l'importanza di un'analisi olistica.

Un punto chiave è la necessità di valutare come le fluttuazioni economiche, come quelle scaturite da eventi quali la crisi finanziaria del 2007-2008 o la pandemia di COVID-19, possano impattare sul valore informativo dei dati contabili.

Queste condizioni straordinarie possono alterare la percezione degli investitori, modificando i criteri di valutazione e di analisi delle performance aziendali.

Inoltre, l'eterogeneità delle normative contabili internazionali aggiunge ulteriore complessità al quadro. Le differenze nei contesti normativi ed economici di ciascun paese richiedono un'analisi attenta e mirata, al fine di comprendere appieno come tali contesti possano influenzare la rilevanza del valore delle informazioni contabili.

Per avanzare nella comprensione di questo fenomeno, la ricerca futura potrebbe adottare un approccio multidimensionale. L'utilizzo di dati sia trimestrali che annuali potrebbe consentire di cogliere le fluttuazioni economiche nel tempo con maggiore precisione, mentre l'impiego di modelli analitici più sofisticati potrebbe favorire una migliore comprensione delle relazioni non lineari tra condizioni economiche e rilevanza del valore.

In sostanza, il ruolo delle condizioni economiche e dei fattori esterni nella determinazione della rilevanza del valore delle informazioni contabili è innegabile.

Questo dibattito, in costante evoluzione, riveste una cruciale importanza per garantire la completezza e la comparabilità dei bilanci aziendali, nonché per fornire agli investitori le informazioni necessarie per prendere decisioni ponderate e informate.

Gli investitori sono soggetti a una vasta gamma di influenze esterne, tra cui le condizioni economiche globali e una serie di fattori geopolitici, che plasmano le loro decisioni di investimento. Le oscillazioni nei mercati finanziari, i cambiamenti nei tassi di interesse e le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime sono solo alcune delle variabili che pesano sulle scelte degli investitori.

Questi fattori esterni contribuiscono a creare un clima generale di investimento che può variare notevolmente a seconda delle condizioni economiche prevalenti.

Le condizioni economiche giocano un ruolo chiave nel determinare l'atteggiamento degli investitori verso il rischio. Durante periodi di crescita economica robusta, gli investitori tendono ad essere più inclini a investire in asset ad alto rendimento e maggiore rischio, mentre durante le recessioni economiche o periodi di incertezza, prediligono asset più sicuri e stabili.

Questo atteggiamento è guidato dalla necessità di proteggere il proprio capitale e massimizzare i rendimenti in base al contesto economico circostante.

Tuttavia, oltre alle condizioni macroeconomiche, altri fattori esterni possono influenzare significativamente le decisioni di investimento degli individui. Gli eventi geopolitici, come conflitti internazionali o cambiamenti nei regimi politici, possono scatenare volatilità e incertezza nei mercati finanziari, influenzando le strategie di investimento degli operatori.

La percezione del valore delle informazioni contabili è anch'essa influenzata da una serie di fattori esterni. La ricerca nel campo della contabilità ha dimostrato che le variazioni delle condizioni economiche possono alterare la percezione della rilevanza del valore delle informazioni contabili.

Durante periodi di crescita economica, gli investitori possono dare maggiore importanza ai dati finanziari che riflettono la solidità finanziaria e il potenziale di crescita delle aziende, mentre in periodi di incertezza economica, potrebbero concentrarsi maggiormente su indicatori di stabilità e resilienza aziendale.





Inoltre, l'adozione di nuove normative contabili, gli eventi geopolitici e le innovazioni tecnologiche possono influenzare la percezione del valore delle informazioni contabili.

Questi fattori esterni possono rendere certi dati finanziari più trasparenti o più complessi da interpretare, influenzando di conseguenza le decisioni degli investitori.

In conclusione, le condizioni economiche e altri fattori esterni svolgono un ruolo significativo nelle decisioni di investimento degli individui e nel processo di valutazione delle informazioni contabili. Comprendere appieno come queste dinamiche interagiscano è fondamentale per analizzare i mercati finanziari e prevedere le tendenze future.

La ricerca continua nel campo della contabilità è cruciale per fornire una guida più precisa agli investitori e agli operatori del mercato finanziario, aiutandoli a navigare in un ambiente sempre mutevole e complesso.

## **1.9 LA VALUE RELEVANCE NEI BILANCI CON PERDITA D'ESERCIZIO**

In questo ultimo paragrafo, che delimiterà il primo capitolo della tesi, verrà introdotto il tema cardine oggetto della ricerca che svilupperemo nei prossimi capitoli.

Più precisamente andremo ad esaminare la value relevance nei bilanci con perdita di esercizio, o comunemente note come loss firm.

Le aziende in perdita presentano sfide uniche per gli investitori e gli analisti finanziari, poiché il reddito negativo può essere interpretato in modi diversi a seconda del contesto aziendale e delle condizioni di mercato. In questo contesto, il concetto di value relevance delle informazioni contabili diventa cruciale per valutare l'efficacia delle pratiche di rendicontazione finanziaria. Tuttavia, l'effetto del reddito e del patrimonio netto sulle decisioni degli investitori nelle aziende in perdita non è ancora ben compreso.

Lo studio della relazione tra i valori di bilancio e le informazioni utilizzate dagli investitori rappresenta un argomento di interesse consolidato nella comunità accademica, tanto a livello internazionale quanto nazionale. Da decenni, gli studiosi di contabilità si sono dedicati a esplorare questa relazione, spesso adottando un approccio empirico.

Come più volte affermato nei paragrafi precedenti, sin dagli anni '60, con le opere seminali di Ball e Brown (Ball & Brown, 1968) e di Beaver, la ricerca in questo ambito ha assunto una forte dimensione empirica, con numerosi studi volti a investigare il legame tra valori contabili e valori di mercato.

Tuttavia, i risultati di tali studi sono stati variegati, evidenziando in alcuni casi relazioni modeste o addirittura insignificanti tra i valori di bilancio e i prezzi o i rendimenti di mercato. Uno dei motivi di questa eterogeneità potrebbe essere attribuito alla presenza di aziende in perdita nei campioni di imprese analizzati. La loro inclusione potrebbe distorcere i risultati e condurre a conclusioni non rappresentative della realtà economica.

Gli studiosi di contabilità, nel corso degli anni, per mitigare le distorsioni causate dalla presenza di queste loss firm nei campioni di studio, utilizzarono il modello dei prezzi proposto da Ohlson. I modelli che consentono di tener conto delle aziende in perdita tramite intercette e coefficienti distinti per il reddito e il patrimonio netto risultano essere le più efficaci.

La letteratura sull'analisi della value relevance ha identificato una serie di sfide quando si passa dalla teoria alla pratica. (*Rivista Italiana Di Ragioneria e Di Economia Aziendale-Luglio-Agosto-Settembre 2015*, n.d.) In particolare, i ricercatori hanno notato una modesta relazione tra i prezzi o i rendimenti e i valori contabili. Una possibile spiegazione di questo fenomeno è la presenza di imprese in perdita nel campione di studio. Il primo contributo sistematico, a riguardo, è stato pubblicato nel 1995 da Hayn.

Il suo lavoro ha evidenziato che le perdite aziendali sono considerate transitorie poiché le aziende hanno l'opzione di liquidare i loro asset, estinguere i debiti e distribuire agli azionisti eventuali eccedenze. Questo rende le perdite meno informative rispetto ai risultati attesi delle aziende, influenzando così la capacità delle perdite di predire il valore aziendale o i rendimenti futuri.

Una delle soluzioni proposte è stata l'inclusione del patrimonio netto nelle regressioni, suggerita da Collins et al. (1999) e successivamente ripresa da Iñiguez et al. (2010). Questa inclusione mira a fornire una base più solida per stimare il valore dell'azienda, sia in caso di continuazione delle operazioni, sia in caso di liquidazione.

Tuttavia, altri studi hanno mostrato che l'inclusione del patrimonio netto può essere efficace solo per le imprese in perdita con perdite permanenti, non per quelle con perdite temporanee. Pertanto, sono state proposte anche soluzioni che differenziano gli intercetti e i coefficienti delle variabili a seconda del risultato aziendale.

Altri ricercatori proposero di utilizzare variabili dummy e termini di interazione per differenziare le imprese in base ai loro risultati finanziari, ovvero permettendo di diversificare gli effetti delle perdite sul valore delle aziende.

Affrontare la presenza di aziende in perdita nei modelli di value relevance è cruciale per ottenere stime accurate della relazione tra i valori contabili e i prezzi delle azioni. Sia l'inclusione del patrimonio netto che l'utilizzo di variabili dummy e termini di interazione sono approcci validi per affrontare questa sfida e migliorare la qualità delle analisi finanziarie.

L'analisi sopracitata fornisce il contesto teorico essenziale per la formulazione delle ipotesi di ricerca. Queste si concentrano sia sulle soluzioni più efficaci per migliorare la capacità predittiva dei modelli di value relevance, sia sull'aspettativa riguardo ai coefficienti che descrivono la relazione tra i bilanci aziendali e i prezzi di mercato.

È importante notare che i valori di mercato potrebbero non riflettere completamente le aspettative degli investitori, specialmente durante periodi di crisi finanziaria. Questo potrebbe spiegare perché alcuni studi hanno trovato relazioni modeste tra valori di bilancio e valori di mercato.

Gli investitori potrebbero essere disposti a investire in ogni modo in un'impresa con perdita d'esercizio se vedono il potenziale di crescita futura, se credono che le perdite attuali siano temporanee o se sono convinti della solidità del modello di business e della competenza del management. Questo interesse può essere alimentato dalla convinzione che l'azienda sia in una fase di transizione e che le sue prestazioni miglioreranno compensando ampiamente le perdite attuali.

È fondamentale mettere in confronto la value relevance delle grandezze contabili rappresentate tra i bilanci delle imprese in utile e quelle delle imprese in perdita. Questa comparazione serve per fornire una panoramica più completa sulla relazione tra i valori di bilancio e le decisioni degli investitori.

Il risultato di questo raffronto evidenzia che il reddito è più significativo per le imprese con risultati positivi, mentre il patrimonio netto assume maggiore rilevanza per le loss firm, probabilmente a causa del valore attribuito dagli investitori all'opzione di liquidazione.

In riferimento a questo argomento, è doveroso sottolineare la differenza tra utili e perdite riportati come altre componenti di conto economico complessivo (OCI) e come voci straordinarie (SI).

Entrambi sono considerati transitori e di scarsa capacità di prevedere i flussi di cassa futuri, ma vengono trattati diversamente dai principi contabili: gli utili e le perdite SI vengono inclusi nell'utile netto, mentre quelli OCI sono differiti fino alla loro realizzazione. (Franzen & Radhakrishnan, 2009a).

Vi sono diverse differenze tra Other Comprehensive Income (OCI) e Special Items (SI) tra cui:

1. Definizione e natura:

- *OCI*: include utili e perdite non realizzati, come variazioni nel fair value dei titoli disponibili per la vendita, rettifiche di conversione in valuta estera, rettifiche di passività pensionistiche e variazioni del valore degli strumenti derivati. Questi elementi sono spesso legati a fluttuazioni di mercato e considerati transitori.

- *SI*: comprende utili e perdite infrequenti o inusuali, come la vendita di attività, svalutazioni, oneri di ristrutturazione, costi di fusione e liquidazioni. Anche questi elementi sono visti come transitori ma possono avere impatti significativi nel periodo in cui si verificano.
2. Trattamento contabile:
    - *OCI*: gli utili e le perdite sono differiti e riportati nel patrimonio netto sotto "Accumulated Other Comprehensive Income" fino alla realizzazione.
    - *SI*: gli utili e le perdite vengono rilevati immediatamente nell'utile netto.
  3. Presentazione:
    - *OCI*: solitamente non riportato in un prospetto primario della performance finanziaria. Il Financial Accounting Standards Board (FASB) e l'International Accounting Standards Board (IASB) hanno suggerito di includere OCI in un unico prospetto di conto economico complessivo con una sezione separata.
    - *SI*: riportato come parte dell'utile netto e spesso evidenziato separatamente nei conti finanziari.
  4. Persistenza:
    - *OCI*: mostra una persistenza negativa, il che significa che tende a invertirsi nel tempo.
    - *SI*: considerato transitorio con persistenza pari a zero, non influenzando in modo duraturo i guadagni futuri.
  5. Valore predittivo:
    - *OCI*: ha un valore predittivo più debole per i flussi di cassa futuri e l'utile netto futuro. Predice solo il reddito netto di un anno avanti e ha un'associazione meno significativa con i flussi di cassa futuri.
    - *SI*: ha un forte valore predittivo per l'utile netto futuro e i flussi di cassa futuri per almeno cinque anni.
  6. Rilevanza del valore:
    - *OCI*: rilevante per il valore, ma in misura significativamente inferiore rispetto a *SI*, utile netto prima delle voci speciali e flussi di cassa.
    - *SI*: fortemente rilevante per il valore.
  7. Giustificazioni per il trattamento differente:

- *OCI*: gli standard setter giustificano il differimento di OCI perché spesso correlato a fluttuazioni di mercato volatili, considerate transitorie e di scarsa utilità per prevedere flussi di cassa futuri e il valore dell'impresa.
  - *SI*: trattato come parte dell'utile netto per evidenziare eventi infrequenti o inusuali con impatti significativi nell'anno corrente.
8. Effetti contabili e di bilancio:
- *OCI*: Le variazioni in OCI possono rimanere nei conti di bilancio per anni prima di essere realizzate o riciclate.
  - *SI*: Gli effetti sono riconosciuti immediatamente, influenzando direttamente l'utile netto dell'anno in cui si verificano.

Queste differenze riflettono le diverse filosofie e obiettivi di rendicontazione finanziaria associati a OCI e SI, con implicazioni rilevanti per la comprensione delle performance aziendali e per le decisioni degli standard setter contabili.

L'impatto sulla value relevance può essere significativo, poiché questa metrica misura quanto le informazioni contenute nei rapporti finanziari influenzano il valore di un'azienda agli occhi degli investitori. Le differenze tra OCI e SI possono influenzare la value relevance in diversi modi.

Nella Persistenza e Prevedibilità: la value relevance è influenzata dalla capacità delle informazioni contabili di prevedere le performance finanziarie future di un'azienda. Poiché SI ha una persistenza limitata e una maggiore capacità di predire gli utili futuri rispetto a OCI, le informazioni contenute in SI possono essere considerate più rilevanti per gli investitori che cercano di valutare le prospettive di un'azienda.

Il trattamento contabile e la presentazione delle voci contabili possono influenzare la percezione degli investitori sull'affidabilità e la rilevanza delle informazioni finanziarie. Poiché OCI è riportato nel patrimonio netto e può essere soggetto a maggiori variazioni di valore dovute a fluttuazioni di mercato, alcuni investitori potrebbero considerarlo meno rilevante rispetto a SI, che è immediatamente riconosciuto nell'utile netto.

La value relevance dipende anche dalla capacità delle informazioni finanziarie di aiutare gli investitori nelle decisioni di investimento. Le informazioni contenute in SI, che evidenziano eventi significativi e infrequenti che influenzano l'utile netto, possono essere più utili per gli



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

investitori nel valutare il potenziale impatto di tali eventi sul valore futuro di un'azienda rispetto a OCI, che riflette principalmente fluttuazioni di mercato.

In conclusione, le differenze tra OCI e SI possono influenzare la value relevance fornendo agli investitori informazioni diverse sulle performance finanziarie di un'azienda e sulle sue prospettive future. Tuttavia, l'effetto esatto dipende da vari fattori, tra cui la natura e l'importanza relativa delle voci contabili e le preferenze degli investitori.

## CAPITOLO 2: I MODELLI TEORICI PER L'ANALISI DELLA VALUE RELEVANCE

### 2.1 PRICE MODELS E RETURN MODELS

Le ricerche sulla value relevance del bilancio di esercizio si sono evolute ampiamente negli ultimi cinquant'anni, utilizzando metodologie statistiche sempre più sofisticate, che nella maggior parte dei casi si basano su regressioni con variabili dipendenti come prezzi o rendimenti dei titoli, quindi desunti dal mercato, e variabili indipendenti tratte dal bilancio di esercizio.

Lo scopo di questo capitolo è quello di esplorare i modelli teorici di riferimento per i ricercatori che studiano la value relevance dei valori di bilancio. Più precisamente, in questo paragrafo, verranno messi in evidenza i principali approcci utilizzati nelle ricerche sulla value relevance, fornendo un confronto dei modelli e indicando le loro applicazioni pratiche. Nei successivi paragrafi, invece, si analizzeranno i singoli modelli teorici in modo più approfondito e dettagliato.

Si possono individuare due gruppi principali dei modelli utilizzati nelle regressioni per analizzare la rilevanza del bilancio su cui si fondano le metodologie statistiche:

1. *price models*: modelli che descrivono la possibile relazione tra i prezzi di borsa e uno o più valori di bilancio.
2. *return models*: modelli che descrivono l'eventuale relazione tra i rendimenti, o la variazione dei prezzi di borsa, e uno o più valori di bilancio.

I modelli impiegati nelle ricerche della value relevance sono quelli che prevedono una relazione tra il prezzo o i rendimenti e grandezze di natura contabile.

Nonostante esistano varie forme di implementazione di questi modelli, le soluzioni metodologiche più utilizzate derivano dai contributi di Ohlson per i price models (Ohlson, 2001) e di Easton e Harris per i return models (Easton & Harris, 1991a) .

Easton dimostrò che i due modelli, price models e return models, sono interconnessi tra loro, poiché basati sulle stesse assunzioni e principi per la valutazione del capitale economico d'impresa.

Il balance sheet model, al contrario, presenta limiti concettuali e ne è sconsigliato l'uso. Questo modello, viene considerato come una forma particolare del price model, in quanto non include il



reddito d'impresa tra le variabili indipendenti. Il modello venne utilizzato dai ricercatori già a partire dalla seconda metà degli anni '80 per la ricerca della value relevance dei valori di bilancio. Il fine del balance sheet model è che il valore dell'impresa viene espresso attraverso la somma algebrica del valore delle attività e del valore delle passività (Holthausen & Watts, 2001).

È fondamentale capire, per sviluppare una ricerca empirica, quale modello è più idoneo scegliere nelle regressioni per indagare la value relevance del bilancio.

Inizialmente bisogna considerare i criteri in base ai quali effettuare la scelta; pertanto, vanno distinti i motivi econometrici con quelli economici.

Dal punto di vista econometrico, ci si riferisce ai possibili rischi di distorsioni, come lo “scale effect”, che può influenzare i risultati a causa delle diverse dimensioni delle imprese all'interno del campione di ricerca, i quali inducono i ricercatori a probabili conclusioni errate. Questi problemi vengono definiti applicativi, in quanto devono essere affrontati e possibilmente risolti dopo aver scelto il modello più idoneo per la ricerca.

Solo se le difficoltà econometriche fossero insormontabili, si potrebbe considerare di cambiare modello. Tuttavia, la letteratura offre soluzioni che, pur non eliminando completamente questi problemi, permettono di ottenere risultati accettabili.

Quanto detto evidenzia che le ragioni di tipo econometrico non possono orientare le scelte del modello.

Dal punto di vista economico, bisogna valutare le diverse funzioni delle due famiglie di modelli. I return models verificano se i valori di bilancio riflettono tempestivamente gli eventi che influenzano i rendimenti aziendali. I price models verificano se i valori di bilancio sintetizzano le informazioni utilizzate dagli investitori per stimare il valore dell'impresa.

A questo riguardo si parla di “timeliness” riferendosi alla capacità dei return models di verificare in che misura i valori di bilancio di un dato periodo siano associati alle variazioni dei prezzi e, di conseguenza, ai rendimenti dei titoli dello stesso periodo.

La letteratura rileva una differenza tra:

- timeliness of accounting summary: ossia la capacità dei valori di bilancio di riflettere

eventi che influenzano il valore di mercato;

- **timeliness of accounting information:** ovvero la capacità di fornire informazioni utili per le decisioni degli investitori.

Un valore di bilancio può essere rilevante per gli investitori senza essere tempestivo, se gli investitori ottengono le stesse informazioni da altre fonti prima che il bilancio venga pubblicato.

Mettendo a confronto i due modelli sopracitati si evincono alcune discrepanze esposte di seguito, citando dei fattori o delle variabili che verranno poi approfondite nelle spiegazioni dei modelli nei paragrafi dedicati.

Easton e Harris incorporano due diverse tipologie di modelli: reddituali e patrimoniali.

La loro metodologia si basa sul modello di Ohlson, ma non chiariscono i fattori che saranno ponderati nei modelli di valutazione del valore contabile e dei guadagni, mentre nel modello di Ohlson questi fattori sono distinti e facilmente identificabili.

Inoltre, il modello di Ohlson ha un quadro teorico stabile e rigoroso, anche negli sviluppi empirici.

Nella pubblicazione di Easton del 1999, l'autore riconosce la coincidenza dei due modelli. I fattori  $(1-k)$  e  $k$  vengono utilizzati per ponderare le componenti reddituali e patrimoniali nel modello di Ohlson, nel modello di Easton e Harris invece per il reddito e la sua variazione. In altre parole, i coefficienti sono identici per entrambi i modelli e pertanto saranno influenzati dagli stessi fattori. Questi fattori, se simili nel modello di Ohlson, includono il tasso di rendimento normale sul capitale investito e la permanenza del sovrareddito nel tempo, indicata dalla variabile  $\omega$ .

È importante notare la variabile "other information" presente in entrambi i modelli, ma in modo diverso. Questa categoria include tutte le informazioni rilevanti per gli investitori e che influenzano il prezzo, ma che non possono essere riportate in bilancio. Nel modello di Ohlson, viene considerato il grado delle other information, mentre nel modello di Easton e Harris viene analizzata solo la differenza da un esercizio all'altro. In altre parole, nel primo modello vengono considerate tutte le variabili esaminate, mentre nel secondo solo la loro variazione.

Una possibile spiegazione è legata alla variabile dipendente del modello di Ohlson, ovvero il

prezzo. In questo caso, tutte le informazioni possono influenzarne il livello, mentre nel modello di Easton e Harris, essendo i prezzi funzione dei rendimenti, solo una variazione nelle "other information" può incidere sui rendimenti e, di conseguenza, sui prezzi.

Essendo questa variabile spesso omessa nelle formulazioni empiriche che studiano la value relevance, è importante analizzare entrambe le situazioni quando manca. Omettere questo tipo di variabili nel modello di Easton e Harris comporta un'incertezza minore, poiché solo la loro variazione è significativa, rispetto al modello di Ohlson, che enfatizza la loro esistenza. In altre parole, le conseguenze pratiche dei due modelli sono differenti.

Un'ulteriore differenza è la presenza del dividendo distribuito nell'esercizio  $t-1$  nel modello di Ohlson, assente nel modello di Easton e Harris. La spiegazione di questa mancanza è semplice: Easton e Harris ipotizzano che l'impresa non distribuirà dividendi nell'esercizio  $t-1$ . Easton (1999) giustifica questa assenza indicando che, non essendo una variabile di peso influente, la distorsione nella stima dei coefficienti sarà minima.

In sintesi, la scelta del modello dipende dalla domanda di ricerca. Se l'obiettivo è verificare se i valori di bilancio sintetizzano le informazioni utilizzate dagli investitori per valutare l'impresa, i price models sono preferibili. Se si vuole indagare la tempestività delle informazioni di bilancio, i return models sono più indicati.

Le diverse famiglie di modelli non sono alternative, ma complementari, in quanto ciascuna svolge una funzione specifica: i price models indagano la capacità dei valori di bilancio di sintetizzare le informazioni per la valutazione delle azioni, mentre i return models valutano la tempestività dei valori di bilancio nel rappresentare gli eventi economici che influenzano il valore dei titoli.

## 2.2 MODELLO DI OHLSON

Il modello di Ohlson ha origine dalla pubblicazione di un articolo nel 1995 sulla rivista *Contemporary Accounting Research* (OHLSON, 1995) da parte del noto autore, anche se i contenuti di questo lavoro erano già conosciuti nella comunità scientifica grazie alla diffusione di un working paper del 1989 (and & 1996, n.d.). Questo paper influenzò anche il modello basato sui rendimenti proposto nel 1991 da Easton e Harris.

Ohlson aveva come obiettivo principale non tanto quello di formalizzare un'equazione da utilizzare negli studi sulla value relevance, quanto quello di proporre un modello che tenesse conto del ruolo del reddito di esercizio, del patrimonio netto e dei dividendi nella valutazione del capitale economico di un'impresa.

L'intuizione principale di Ohlson sta nell'aver ideato una metodologia di valutazione che stima il valore dell'azienda attraverso una media aritmetica ponderata di valori di origine patrimoniale e reddituale. Per certi aspetti, la proposta di Ohlson può essere vista come una versione evoluta di un modello misto di valutazione patrimoniale e reddituale, in cui gli input sono strettamente derivati dalla contabilità.

Con questa premessa, passiamo a illustrare il modello di Ohlson, partendo dagli assunti su cui si basa. Questi assunti sono fondamentali per il suo sviluppo e per comprendere e interpretare correttamente i risultati delle ricerche empiriche.

Le assunzioni alla base del modello di Ohlson sono le seguenti:

1. Il valore di un'impresa è pari al valore attuale dei dividendi attesi.
2. La redazione del bilancio di esercizio soddisfa la cosiddetta "clean surplus relation".
3. I rendimenti anomali seguono un processo autoregressivo di tipo lineare.

Il primo assunto propone una definizione del valore dell'impresa che, a una prima analisi, non sembra introdurre particolari novità rispetto ai principi classici della valutazione del capitale economico di un'impresa. È noto che il valore di qualsiasi investimento, come quello dei soci nel capitale proprio di un'azienda, è pari al valore attuale dei flussi netti che si possono ricavare dallo stesso investimento, rappresentati nel caso delle società dai dividendi che i soci si aspettano di riscuotere, detratti i versamenti, o sommati i rimborsi, di capitale previsti nel corso della vita dell'azienda.

Questo può essere sintetizzato nella seguente relazione metodologica, dove il valore dell'impresa è pari al valore attuale dei dividendi attesi:

*Equazione 1*

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$$

dove,

$P_t$ , rappresenta il valore di mercato dell'azienda;

$\tilde{d}_{t+\tau}$ , rappresenta i dividendi pagati da  $t+1$  a  $\infty$  al netto di eventuali aumenti o riduzioni di capitale;

$R_f$ , rappresenta il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio ( $r$ ) più uno, quindi  $1+R_f$ ;

$E_t$ , rappresenta tra parentesi i valori attesi, sulla base delle informazioni disponibili al tempo  $t$ .

Il modello proposto permette anche valori negativi della variabile  $\tilde{d}_{t+\tau}$  nel caso in cui si preveda che i soci debbano effettuare ulteriori versamenti di capitale nel corso degli anni.

Anche se la metodologia è chiara, occorre riflettere sulla scelta del tasso di attualizzazione. Ohlson propone di attualizzare i dividendi attesi utilizzando il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio. Tuttavia, è noto che l'attualizzazione dei risultati aziendali viene generalmente effettuata a un tasso che corrisponde al rendimento atteso dagli azionisti, ovvero il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio più un premio per il rischio d'impresa.

È importante notare che, mentre il rendimento per investimenti privi di rischio è lo stesso per tutte le aziende, il premio per il rischio varia da società a società, in base all'esposizione al rischio specifica di ciascuna azienda.

Nel suo modello, Ohlson assume un contesto neutrale rispetto al rischio, permettendo l'uso di un tasso di attualizzazione pari a quello degli investimenti privi di rischio. Questa scelta semplifica il modello e consente di focalizzarsi sugli aspetti di maggiore interesse.

Quando si passa dalla teoria alla pratica, questa semplificazione presenta un problema non tanto perché il tasso di rendimento atteso sul capitale proprio è diverso e più alto rispetto al rendimento per investimenti privi di rischio, ma perché il rendimento atteso non può essere uguale per tutte le società del campione, data la loro diversa esposizione al rischio.

Il secondo punto delle assunzioni del modello di Ohlson riguarda la "clean surplus relation" e il suo impatto sul patrimonio netto e sui redditi derivanti dalla distribuzione dei dividendi. La clean surplus relation si verifica quando il reddito dell'esercizio è pari alla variazione del patrimonio netto da un periodo all'altro, al netto delle transazioni tra la società e i soci quali: i dividendi, gli aumenti e le restituzioni di capitale. Quanto detto viene riassunto dalla seguente funzione:

*Equazione 2*

$$y_{t-1} = y_t + d_t - x_t$$

dove,

*y<sub>t</sub>*, rappresenta il patrimonio netto al termine del periodo *t*;

*x<sub>t</sub>*, rappresenta il reddito del periodo *t*;

*d<sub>t</sub>*, rappresenta il saldo netto delle transazioni con i soci che, in assenza di nuovi versamenti o distribuzioni, è uguale ai dividendi erogati nell'anno *t*.

Ohlson ipotizza che, mentre il dividendo distribuito durante l'anno riduce il patrimonio netto secondo la clean surplus relation, esso non influisce sul risultato dell'esercizio in cui viene distribuito. La distribuzione dei dividendi ha un impatto solo sui redditi degli esercizi successivi, poiché si presume che la riduzione delle risorse aziendali diminuisca gli investimenti e, di conseguenza, il reddito d'impresa negli anni futuri.

Anche se gli standard setter hanno supportato la "clean surplus relation", il reddito di esercizio non include tutte le variazioni del patrimonio netto, poiché molte rivalutazioni vengono iscritte direttamente in una riserva senza passare per il conto economico.

Una configurazione che meglio rispecchia i criteri della "clean surplus relation" è il comprehensive income, che rappresenta la variazione del patrimonio netto da un esercizio all'altro, al netto delle transazioni con i soci. Tuttavia, né Ohlson né molti ricercatori contemporanei sembrano preoccuparsi particolarmente della configurazione precisa del risultato da utilizzare con questo modello. (Edwards & Bell, 1961; PEASNELL, 1981; Peasnell, 1982)

Riguardo all'effetto dei dividendi sul risultato di esercizio, il modello di Ohlson assume che il dividendo distribuito non influisca sul reddito dell'esercizio in cui viene erogato, ma solo sui redditi degli esercizi successivi. Questa semplificazione non riflette completamente la realtà

aziendale, poiché i dividendi distribuiti durante l'esercizio riducono le risorse disponibili per l'impresa nello stesso anno della loro erogazione. Tuttavia, quanto detto porta a una lieve sovrastima del risultato nell'esercizio in cui viene distribuito il dividendo, senza compromettere la validità del modello e delle sue conclusioni.

I due assunti presentati permettono a Ohlson di esprimere il valore economico dell'impresa non solo in termini di valore attuale dei dividendi attesi, ma anche in funzione del patrimonio netto e del valore attuale dei redditi anomali attesi, come mostrato nella seguente equazione:

*Equazione 3*

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{x}_{t+\tau}^a]$$

dove,

$[\tilde{x}_{t+\tau}^a]$ , rappresenta i redditi anomali per il periodo da  $t+1$  a  $\infty$ .

La funzione appena illustrata esprime la possibile riconciliazione tra Equazione 1 che determinava il valore dell'impresa in base all'attualizzazione dei dividendi, e Equazione 3 che stimava il valore attraverso la somma del patrimonio netto e del valore attuale dei redditi anomali.

I redditi anomali vengono stimati attraverso la differenza tra il reddito atteso e il reddito normale. Quest'ultimo si riferisce al reddito che l'azienda consegue se sul patrimonio investito ottiene un rendimento pari al costo del capitale. Dunque, si considera anomalo il reddito con risultati diversi, o maggiori o minori, da quello normale.

Il terzo assunto di Ohlson concerne il comportamento autoregressivo dei rendimenti anomali, i cosiddetti abnormal returns, secondo cui il rendimento anomalo di un periodo dipende da quello del periodo precedente.

Questo assunto è cruciale per costruire una formula "chiusa" che, partendo dai valori di bilancio, determini il valore dell'azienda.

Il sovrareddito di un anno è funzione di quello dell'anno precedente e di altre informazioni rilevanti non ancora rappresentate nei prospetti di bilancio.

Quanto appena esposto si può sintetizzare nella seguente relazione metodologica:

*Equazione 4*

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1}$$

da cui si ricava:

*Equazione 5*

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

dove,

$\omega$ , rappresenta il parametro che collega il sovrareddito dell'esercizio  $t$  con quello di  $t + 1$ , ovvero dell'esercizio successivo;

$v_t$ , rappresenta informazioni relative a eventi significativi per il valore dell'azienda, ma non ancora contabili;

$\gamma$ , rappresenta il parametro che lega le informazioni  $v$  di un esercizio con quelle dell'esercizio successivo;

$\varepsilon$ , rappresenta il termine d'errore.

La formula sopracitata (Equazione 4) consente di stimare il sovrareddito dell'anno  $t+1$ , ma anche il reddito atteso dell'anno  $t+1$ . Questo è permesso dal fatto che il sovrareddito è dato dal reddito realizzato meno il reddito normale. Quest'ultimo, invece, si ottiene dal prodotto tra il tasso di rendimento atteso e il patrimonio netto ad inizio periodo. Con queste operazioni, è facile attraverso trasformazioni a pervenire alla seguente funzione per esprimere il risultato atteso  $t+1$ :

*Equazione 6*

$$E[x_{t+1}] = (R - 1) Y_t + \omega x_t^a + v_t$$

Per capire il significato economico della relazione proposta occorre soffermarsi su alcune considerazioni.

I parametri  $\omega$  e  $\gamma$  oscillano tra i valori 0 e 1, vengono considerati noti e costanti nel tempo, con valori legati al contesto economico e ai principi contabili, come viene indicato dallo stesso Ohlson nel suo articolo (Ota, 2002).

Quanto detto fa intuire che non può essere preso quindi un valore ritenuto valido per tutte le



aziende, siccome operano in contesti tra loro differenti.

Il parametro  $\omega$  rappresenta il processo autoregressivo secondo cui i rendimenti anomali di un esercizio dipendono da quelli dell'esercizio precedente. È ragionevole supporre che il contesto economico, e in particolare la competitività del mercato in cui opera l'azienda, influenzi significativamente la stabilità o la diminuzione dei sovraredditi nel tempo.

Come esaminato nell'articolo Kothari, 2001, l'intuizione economica alla base del modello di Ohlson risiede nel fatto che le pressioni competitive tenderanno a riportare i rendimenti al livello normale, influenzando la velocità di riduzione dei sovraredditi. Pertanto, maggiore è l'intensità della concorrenza, più rapido sarà il tasso di riduzione dei sovraredditi e più basso sarà il valore di  $\omega$ , ovvero la porzione di sovrareddito che si ripete nell'esercizio successivo.

Oltre al contesto economico, il valore del parametro  $\omega$  è anche influenzato dalle norme contabili che regolano la formazione del bilancio di esercizio. Un approccio contabile conservativo tende a stimare il reddito in modo prudente, rinviando il riconoscimento di proventi agli esercizi successivi. Quindi, a parità di altre condizioni, un risultato stimato con prudenza ha maggiori probabilità di ripetersi negli anni successivi, portando a un valore del parametro  $\omega$  tendenzialmente più alto per le aziende in contesti con normative contabili particolarmente conservative.

Un altro punto da chiarire è il concetto di "other information", rappresentato dal parametro  $v$  nell'equazione.

Queste informazioni riguardano eventi che influenzano il valore dell'impresa, ma che non sono rappresentati nei prospetti numerici del bilancio dell'esercizio in cui si verificano. Pertanto, le informazioni  $v$  disponibili al tempo  $t$  si riferiscono a eventi che non hanno ancora avuto effetti sul bilancio di esercizio, ma che li manifesteranno gradualmente negli anni successivi. Queste "altre informazioni" devono comunque essere riflessi nei conti annuali degli esercizi successivi a quello in cui l'evento si verifica.

In conclusione, il modello di Ohlson integra valori patrimoniali e reddituali per stimare il valore dell'azienda, utilizzando semplificazioni metodologiche che permettono di analizzare e interpretare i risultati futuri con una struttura formale.

### 2.2.1 LE FORMULAZIONI DEL MODELLO DI OHLSON

Nel paragrafo precedente, abbiamo delineato i tre presupposti che costituiscono la base per la formulazione del modello di Ohlson. Secondo questo modello, il valore dell'impresa è determinato in base alle grandezze riportate nei bilanci e alle informazioni rilevanti per la stima del valore, che non sono ancora state incluse nei prospetti di stato patrimoniale e conto economico. Questo modello ha avuto due formulazioni, la prima delle quali è la seguente:

*Equazione 7*

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

dove,

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(R_f - \omega)} \geq 0 \qquad \alpha_2 = \frac{R_f}{(R_f - \omega)(R_f - y)} \geq 0$$

La previsione dei futuri risultati attesi, che non compare esplicitamente nella Equazione 7, è in realtà implicita nelle assunzioni fatte relativamente alla serie temporale dei sovraredditi, sintetizzate nei parametri indicati i simboli  $\alpha_1$  e  $\alpha_2$ .

Dall' Equazione 7 è possibile stimare l'avviamento (noto come  $P_t - y_t$ ), espresso in questa circostanza come la differenza tra il valore economico e il valore del suo patrimonio.

L'avviamento viene determinato a partire dal valore dei sovraredditi del periodo ( $\alpha_1 x_t^a$ ), se e solo se si suppone che il parametro  $v_t$  sia pari a 0, ossia solo se si assume che il sovrareddito di un esercizio possa essere previsto semplicemente a partire dal sovrareddito dell'anno precedente.

Quanto appena detto può essere sintetizzato attraverso la seguente equazione:

*Equazione 8*

$$P_t - y_t = \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

Ipotizzando che il parametro  $v$ , sia pari a 0 implica che non ci siano informazioni relative ad eventi che, pur non essendo stati ancora rappresentati in bilancio, possano tuttavia incidere sul futuro sviluppo dei o sovraredditi o sottoredditi dell'azienda.

Esaminando i due casi estremi, ovverosia quando il parametro  $\omega$  assuma valori prossimi a 0 e a 1, permette di comprendere meglio il significato e le implicazioni economiche del modello.

Quando  $\omega$  è uguale a 0, anche il valore di  $\alpha_1$  è pari a 0. Pertanto, in base all' Equazione 7, il

valore dell'impresa corrisponde al suo valore di patrimonio netto ( $y_t$ ), a cui si aggiunge l'effetto delle altre informazioni ( $v_t$ ). Questo indica che i sovraredditi dell'esercizio corrente, non essendo autoregressivi, non forniscono indicazioni utili per prevedere eventuali sovraredditi futuri. Inoltre, poiché il maggior valore dell'azienda rispetto al suo patrimonio netto contabile, cioè l'avviamento, è pari al valore attuale dei sovraredditi attesi, se  $\omega$  è pari a 0, le uniche informazioni utili per stimare l'esistenza e l'ammontare dell'avviamento saranno, se presenti, quelle informazioni che non sono ancora state riportate nel conto economico, ossia le cosiddette other information ( $v_t$ ).

Nel caso in cui sia  $\omega$  che  $v$  siano pari a 0, ovvero non ci sono eventi significativi in termini di valore che non siano stati rappresentati in bilancio, il valore dell'impresa sarà pari al valore del suo patrimonio netto contabile  $y$ . Se i sovraredditi non sono autoregressivi ( $\omega$  pari a 0) e non esistono informazioni utili per prevedere futuri sovraredditi ( $v$  pari a 0), non è possibile prevedere l'esistenza di sovraredditi negli anni a venire. Di conseguenza, non è ragionevole fare previsioni di un rendimento sul patrimonio investito diverso da quello normale. Pertanto, in base alla teoria della creazione del valore, il capitale economico dell'azienda corrisponderà alle risorse investite in essa.

Quando  $\omega$  è pari a 1, il coefficiente  $\alpha_1$  diventa 1 diviso il tasso di interesse ( $r$ ) utilizzato per attualizzare i redditi. Pertanto, la formula che esprime il valore dell'impresa si trasforma nella seguente espressione:

*Equazione 9*

$$P_t = y_t + \frac{x_t^a}{r} + \alpha_2 v_t$$

Assumendo che il parametro  $v_t$  sia pari a 0, il valore dell'azienda è uguale al suo patrimonio netto contabile più il valore attuale dei sovraredditi.

In questa situazione, i sovraredditi sono considerati una rendita perpetua costante, poiché il sovrareddito dell'esercizio  $t$  viene diviso per il tasso  $r$ . Si ricorda brevemente che il valore attuale di una rendita perpetua costante è dato dal valore della rendita diviso per il tasso di attualizzazione.

Assumere che  $\omega$  sia pari a 1 significa ipotizzare un processo autoregressivo in cui i sovraredditi di un esercizio sono sistematicamente uguali a quelli dell'esercizio precedente. In altre parole, la capacità dell'azienda di ottenere rendimenti superiori al normale rimane costante nel tempo.

In questo caso, il valore dell'azienda sarà pari al suo capitale investito, aumentato dal valore attuale dei sovraredditi, considerati costanti e di durata infinita. Di conseguenza, questo valore attuale sarà pari al rapporto tra i sovraredditi dell'esercizio  $t$  e il tasso  $r$ , come illustrato nell'Equazione 9.

Se, invece, si assume che  $\omega$  sia pari a 1 e  $v_t$  sia diverso da 0, il valore dell'azienda sarà pari alla somma del valore del patrimonio netto, dei sovraredditi capitalizzati all'infinito e dell'effetto prodotto dalle other information. Queste informazioni influenzeranno il capitale economico dell'impresa in base agli elementi che condizionano il parametro  $\alpha_2$ , ossia il tasso di rendimento e i parametri  $\omega$ ,  $\varepsilon$  e  $\gamma$ .

Passando ora alla seconda formulazione del modello di Ohlson, eseguendo alcuni passaggi algebrici partendo dall'Equazione 7, si giunge all'espressione metodologica a cui si fa riferimento di molte regressioni impiegate dai ricercatori per indagare la value relevance delle informazioni di natura contabile.

Partendo dall'Equazione 7, riportata di seguito:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

Come prima cosa si sostituisce al reddito normale,  $x_t^a$ , la sua espressione equivalente, ovvero:

$$x_t^a = x_t - (R_f - 1) y_{t-1}$$

La formula precedente, Equazione 7, può essere così riespressa:

*Equazione 10*

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1 (R_f - 1) y_{t-1} + \alpha_2 v_t$$

In base alla clean surplus relation si evidenzia un'altra eguaglianza da applicare all' Equazione 10.

$$y_{t-1} = y_t - x_t + d_t$$

ottenendo:

*Equazione 11*

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1(R_f - 1) y_t + \alpha_1(R_f - 1)x_t - \alpha_1(R_f - 1)d_t + \alpha_2 v_t$$

Si giunge alla seconda formulazione finale del modello di Ohlson, solo dopo aver realizzato gli ultimi passaggi ponendo nell'Equazione 11:

$$\alpha_1(R_f - 1) = k \qquad \frac{R_f}{(R_f - 1)} = \varphi$$

*Equazione 12*

$$P_t = (1 - k) y_t + k [\varphi x_t - d_t] + \alpha_2 v_t$$

Il valore dell'impresa, con questa formula, viene considerato come una media ponderata tra il valore del patrimonio aziendale,  $y_t$ , e il valore dei redditi capitalizzati,  $[\varphi x_t - d_t]$ , con l'aggiunta dell'effetto delle other information,  $\alpha_2 v_t$ .

Il modello diventa particolarmente utile per comprendere la funzione informativa del reddito e del patrimonio netto nel processo di valutazione del capitale d'impresa. Tale funzione informativa può variare a seconda dell'azienda esaminata. Ad esempio, per le aziende vicine alla liquidazione, il patrimonio netto assume un ruolo più importante nella spiegazione del valore dell'impresa. Al contrario, per le aziende con risultati molto elevati, indicativi di un rendimento superiore alla norma, il reddito assume una maggiore rilevanza. (Barth, 2000)

La capacità di fare riferimento sia alle informazioni di origine patrimoniale sia a quelle di origine reddituale rende il modello molto flessibile e adatto alla valutazione di aziende con condizioni di produzione molto diverse.

Alcune aziende si prestano meglio a una valorizzazione basata sulle informazioni patrimoniali, mentre altre su quelle reddituali. Un esempio, secondo Easton, 1999, per le risorse patrimoniali sono i terreni, gli impianti o i macchinari, mentre per i beni reddituali il capitale umano.

In parole semplici, ci sono asset la cui valorizzazione si apprezza meglio partendo dal loro valore

contabile e altri per i quali il reddito rappresenta una fonte di informazione più utile per la loro valorizzazione.

Il modello consente di attribuire un peso diverso alla componente reddituale e a quella patrimoniale a seconda del tipo di azienda analizzata. Inoltre, permette di valorizzare le diverse condizioni di produzione all'interno della stessa azienda utilizzando le informazioni più adatte, siano esse di bilancio, reddito o patrimonio.

La formula di Ohlson, rigorosamente sviluppata, offre uno strumento valido per esprimere il valore dell'azienda tramite la media aritmetica ponderata dei risultati di un modello basato sul reddito e uno basato sul patrimonio. (OHLSON, 1995) Questi due modelli possono essere visti come casi estremi.

Per chiarire, mantenendo l'ipotesi semplificatrice di porre  $v=0$ , consideriamo prima il caso in cui  $\omega$  sia pari a 1 e poi quello in cui  $\omega$  sia pari a 0. Se  $\omega = 1$ , allora anche  $k$  sarà pari a 1; se  $\omega = 0$ , allora  $k$  sarà pari a 0.

Con  $\omega=k=1$ , la formula di Ohlson si riduce a una semplice relazione metodologica:

### *Equazione 13*

$$P_t = \varphi x_t - d_t$$

Questa rappresenta un modello reddituale puro, in cui il valore dell'impresa è dato dal valore attuale di una rendita perpetua pari alla somma del reddito annuale  $x$ , più il prodotto di questo reddito per il tasso di rendimento normale sul capitale investito, meno i dividendi erogati.

Se  $\omega$  è pari a 1, il risultato atteso è costante nel tempo e il valore dell'azienda si stima dividendo tale risultato atteso per il tasso di attualizzazione. Il primo termine dell'Equazione 13 capitalizza all'infinito un reddito pari a quello dell'esercizio in corso, maggiorato dell'incremento derivante dall'investimento del risultato annuale a un tasso pari a quello di attualizzazione; il secondo termine sottrae i dividendi per considerare le risorse distribuite ai soci e non reinvestite.

Quando  $\omega$  è pari a 0, il modello di Ohlson si riduce a una valutazione patrimoniale pura, trasformandosi nella formula:

### *Equazione 14*



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

$$P_t = y_t$$

In questo caso, il valore dell'impresa si basa esclusivamente sul patrimonio esistente, assumendo che questo produca un rendimento pari al costo del capitale. Con  $\omega=0$ , il reddito annuale non fornisce informazioni utili per stimare il reddito futuro dell'azienda; quindi, il valore dell'impresa è determinato dalle informazioni patrimoniali.

Oltre ai casi estremi di  $\omega$  pari a 1 e  $\omega$  pari a 0, il modello di Ohlson offre un approccio rigoroso per stimare il valore dell'impresa, integrando le informazioni derivanti dal reddito e dal patrimonio netto.

Questo modello rappresenta il fondamento teorico per testare congiuntamente la rilevanza del valore del reddito e del patrimonio netto, ossia la loro capacità di sintetizzare le informazioni utilizzate dagli investitori nelle decisioni di acquisto e vendita dei titoli scambiati nel mercato.

### 2.2.2 LE REGRESSIONI DEL MODELLO DI OHLSON

Si è anticipato che il modello di Ohlson proponga una formula per la valutazione del capitale economico dell'impresa, mediando le informazioni patrimoniali con quelle reddituali.

Il modello maggiormente usato dai ricercatori è il seguente:

*Equazione 15*

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + u_{it}$$

dove,

*MV<sub>it</sub>*, rappresenta il market value, ossia il valore di mercato dell'azienda *i* al tempo *t*;

*BV<sub>it</sub>*, rappresenta book value, ovvero il patrimonio netto dell'azienda *i* al tempo *t*;

*NI<sub>it</sub>*, rappresenta il net income, cioè il reddito netto dell'azienda *i* al tempo *t*;

*u<sub>it</sub>*, rappresenta il termine di errore.

Questa equazione viene spesso proposta dividendo tutte le variabili per il numero di azioni in circolazione, presentando così un'equazione in termini di "azioni" per limitare i problemi legati alle diverse dimensioni delle società nel campione. Riformulando la precedente relazione come segue:

*Equazione 16*

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 NIPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove,

*P<sub>it</sub>*, rappresenta il prezzo della singola azione dell'azienda *i* al tempo *t*;

*BVPS<sub>it</sub>*, rappresenta il patrimonio netto per azione dell'azienda *i* al tempo *t*;

*NIPS<sub>it</sub>*, rappresenta il reddito netto per azione dell'azienda *i* al tempo *t*;

*ε<sub>it</sub>*, rappresenta il termine di errore.

Le formule proposte, spesso indicate come "modified Ohlson model", mostrano evidenti punti di contatto con il modello originario di Ohlson. Entrambe le regressioni esprimono il valore dell'impresa, nel primo complessivo nella seconda per azione, in funzione del patrimonio netto e del risultato di esercizio, con i coefficienti  $\beta_1(\alpha_1)$  e  $\beta_2(\alpha_2)$  che risultano dalla regressione.



Questo modello può essere interpretato come una media ponderata tra un modello patrimoniale e uno reddituale, ma quanto detto non implica che i valori mediati siano quelli ottenuti valutando l'azienda con tali metodi.

Il patrimonio netto inserito nelle regressioni si riferisce al valore contabile, risultato delle valutazioni del bilancio d'esercizio, spesso diverso dai valori correnti o patrimoniali per l'uso del costo storico e l'assenza di beni immateriali.

Analogamente, il reddito di esercizio nel modello di Ohlson è quello del bilancio, stimato nel rispetto della *clean surplus relation*, differente dal reddito normalizzato utilizzato nei metodi reddituali.

Per queste ragioni, il modello di Ohlson fornisce una giustificazione teorica alle ricerche sulla value relevance, offrendo una formula per stimare il valore aziendale dai dati di bilancio e sviluppare regressioni per testare la capacità dei valori di bilancio di supportare le decisioni degli investitori.

È opportuno soffermarsi sui coefficienti della regressione derivata dal modello di Ohlson, per dargli un'interpretazione economica e valutare quali variabili influenzano il modello stesso.

Iniziando dall'Equazione 12, sviluppando dei passaggi arriviamo a:

#### *Equazione 17*

$$P_t = (1 - k) y_t + k\varphi x_t - kd_t + \alpha_2 v_t$$

Se assumiamo temporaneamente che non vi siano distorsioni dovute all'omissione del dividendo distribuito al tempo  $t$  e della variabile  $v_t$  (relative ad altre informazioni), i coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , dell'Equazione 16, corrispondono rispettivamente a  $(1-k)$  e a  $k\varphi$  presenti nell'Equazione 17.

Di conseguenza, l'interpretazione economica dei coefficienti delle regressioni derivate dal modello di Ohlson deve partire dai fattori che influenzano i pesi  $k$  e  $(1-k)$  e il parametro  $\varphi$ .

Ricordiamo che i pesi  $k$  e  $(1-k)$ , così come il coefficiente  $\omega$ , dipendono dal tasso di attualizzazione e dal coefficiente  $\omega$ , che esprime la quota di sovrareddito che si ripete negli esercizi successivi.

Questo ci permette di fare alcune considerazioni sull'interpretazione economica dei coefficienti

$\beta_1$  e  $\beta_2$ , che esprimono la relazione tra il prezzo e, rispettivamente, il patrimonio e il reddito delle aziende nel campione studiato.

Più alto è il coefficiente  $\omega$ , maggiore è la capacità del sovrareddito di durare nel tempo, e quindi maggiore sarà il peso della componente reddituale (che influisce su  $\beta_2$ ) rispetto a quella patrimoniale (che influisce su  $\beta_1$ ) nella stima del valore dell'azienda.

Questo perché i fattori economici che generano un rendimento superiore a quello normale tendono a rimanere stabili nel tempo. Allo stesso modo, più alto è il tasso di rendimento normale sul capitale investito, minore sarà il sovrareddito e quindi il valore del capitale economico, e minore sarà il peso della componente reddituale.

È interessante considerare il caso limite di un'azienda che ottiene un rendimento sui propri investimenti pari a quello normale. In questo caso, la componente patrimoniale contiene già tutte le informazioni necessarie per la valutazione dell'azienda, e quindi il coefficiente  $\beta_1$  sarà molto alto e vicino a 1.

La dipendenza dei valori di  $k$  e  $(1-k)$  e, di conseguenza, di  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , dal tasso di rendimento del capitale e dal grado di permanenza del sovrareddito è intuibile economicamente e evidente dallo sviluppo delle formule proposte.

Si può valutare se i valori dei due coefficienti possano essere collegati anche alle scelte degli standard setter nella definizione delle norme di bilancio, esaminando una situazione estrema e poi analizzando situazioni più comuni.

Si supponga che i principi contabili richiedano una situazione patrimoniale che rappresenti il valore corrente di tutti gli asset, materiali e immateriali, inclusi il valore dell'avviamento, in modo che il patrimonio netto coincida con il valore dell'intera azienda.

In tal caso, l'informazione reddituale non aggiungerebbe nulla di più rispetto a quanto già rappresentato nello stato patrimoniale, e il parametro  $v_t$  sarebbe pari a 0.

Il parametro  $k$ , che esprime il peso della componente reddituale, sarebbe pari a 0, mentre il parametro  $(1-k)$ , che esprime il peso della componente patrimoniale, sarebbe pari a 1.

In questa situazione ideale, il coefficiente  $\beta_1$  delle regressioni derivate dal modello di Ohlson

sarebbe sostanzialmente pari a 1.

Tuttavia, questa è una situazione ideale, poiché i principi contabili non prevedono norme che richiedano tale rappresentazione. Pertanto, il patrimonio netto tende a discostarsi da questa configurazione ideale, e quanto più è ampio questo divario, tanto maggiore sarà il peso della componente reddituale.

Il caso opposto è quello in cui il patrimonio aziendale è determinato stimando tutte le sue componenti al loro valore storico, lasciando al reddito la funzione di cogliere la differenza tra il valore d'uso dei beni e il valore d'acquisto.

In questo caso, il valore di  $k$  sarà prossimo a 1, e le informazioni utili a valutare l'azienda saranno desunte dal reddito di esercizio, con il coefficiente  $\beta_2$  delle regressioni che assumerebbe un valore prossimo a  $\varphi$ .

Le differenze tra il modello originario di Ohlson e le regressioni derivate, servono per comprendere le conseguenze sull'interpretazione dei risultati delle ricerche empiriche.

La prima differenza è che il modello di Ohlson propone una formula per valutare la singola azienda, mentre la regressione viene utilizzata per interpolare i dati di diverse entità. Di conseguenza, i coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$  minimizzano la distanza tra la retta interpolante e le singole osservazioni interpolate.

Ogni impresa ha un proprio tasso di attualizzazione e un proprio fattore  $\omega$ , che esprime il processo autoregressivo dei redditi anomali. Pertanto, i coefficienti sono il risultato di una "mediazione" ottenuta tramite l'interpolazione dei dati di bilancio.

Le osservazioni non possono trovarsi perfettamente sulla retta di regressione; quindi, l'equazione utilizzata dai ricercatori include un termine di errore  $\varepsilon_{it}$ , che rappresenta la differenza tra il valore previsto della variabile dipendente e il valore effettivo.

Una seconda differenza riguarda la variabile  $v_t$ , che rappresenta le "other information" nel modello di Ohlson. Questa variabile è solitamente assente nelle regressioni utilizzate dai ricercatori sulla value relevance dei valori di bilancio.

Ignorare questa variabile può portare a distorsioni se  $v_t$  influisce sul valore dell'azienda e presenta

una correlazione con le altre variabili indipendenti, quali il reddito e il patrimonio netto. In tal caso, l'omissione di  $v_t$  potrebbe distorcere i coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$ .

Un'ulteriore differenza è che le regressioni non includono il dividendo erogato, che nel modello di Ohlson viene sottratto per considerare la possibilità che una parte del risultato non rimanga in azienda. L'omissione del dividendo può generare distorsioni nella stima dei coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$  se i dividendi sono correlati con le variabili indipendenti delle regressioni.

Infine, le regressioni includono normalmente un'intercetta ( $\beta_0$ ) che non esiste nel modello di Ohlson. Questa intercetta può cogliere l'effetto delle variabili omesse rilevanti per spiegare il valore delle aziende.

Alcuni studi, come quello di Kothari e Zimmerman, mostrano che l'inclusione di una variabile in grado di catturare l'effetto delle informazioni omesse, come la dimensione aziendale, può rendere l'intercetta statisticamente non diversa da zero, come noto, nell'articolo Kothari & Zimmerman, 1995.

Questi risultati suggeriscono che l'intercetta positiva nelle ricerche sulla value relevance del bilancio riflette l'effetto delle variabili omesse.

### **2.3 MODELLO DI EASTON E HARRIS**

Il modello di Ohlson è il principale punto di riferimento per le ricerche che utilizzano i price models, poiché offre un quadro concettuale rigoroso per testare congiuntamente la value relevance del reddito e del patrimonio netto (Kothari, 2001).

Gli autori esaminati analizzano modelli che considerano sia i prezzi che i rendimenti come variabili dipendenti. Prima della diffusione del modello di Ohlson, vari autori impiegavano il price model utilizzando il prezzo come variabile dipendente e il reddito come variabile indipendente, presupponendo che il valore dell'impresa potesse essere espresso esclusivamente attraverso la capitalizzazione dei redditi attesi.

Quando si esaminano i modelli che utilizzano i rendimenti come variabile dipendente, i return models, la letteratura offre diverse soluzioni che variano sia nella misura della variabile dipendente sia nelle variabili indipendenti da includere. Nonostante le diverse possibilità, il principale riferimento per i ricercatori è il lavoro di Easton e Harris, pubblicato nel 1991 nel Journal of Accounting Research. Easton e Harris hanno verificato la capacità esplicativa di alcune variabili utilizzate nei precedenti studi sulla rilevanza del reddito di esercizio (Easton & Harris, 1991b).

Easton e Harris hanno esaminato se esiste una relazione statisticamente significativa tra i rendimenti (variabile dipendente) e il reddito e/o la sua variazione (variabili indipendenti), dove il reddito e la sua variazione sono divisi per il prezzo delle azioni all'inizio dell'esercizio. Hanno concluso che entrambe le variabili indipendenti hanno una relazione significativa con i rendimenti delle azioni e che ciascuna variabile ha una funzione informativa distinta.

L'obiettivo dell'articolo di Ohlson del 1995 è diverso da quello di Easton e Harris. Ohlson propone un modello che, date certe assunzioni, esprime il valore dell'impresa in funzione del patrimonio netto, del reddito e dei dividendi. L'articolo di Easton e Harris si basa su una ricerca empirica che testa la capacità informativa del reddito di esercizio e della sua variazione nel tempo, proponendo un modello che sarà ampiamente utilizzato dai ricercatori negli anni successivi.

Il modello di Easton e Harris include tra le variabili indipendenti sia il reddito di esercizio sia la sua variazione. Esaminano la relazione tra rendimenti e risultato di esercizio attraverso due

prospettive:

1. book value valuation model;
2. earnings valuation model.

La prima prospettiva, book value valuation model, esamina la relazione tra i prezzi di mercato e il valore contabile di un'azienda, che è rappresentato dal suo patrimonio netto. (Easton & Harris, 1991c) Questo approccio si fonda sulla seguente idea: il prezzo di un'azione ( $P_{it}$ ) è uguale al patrimonio netto per azione ( $BVPS_{it}$ ) più una componente aggiuntiva ( $u_{it}$ ), data dalla differenza tra i valori di mercato e i valori di bilancio. La relazione esplicita viene così formulata:

*Equazione 18*

$$P_{it} = BVPS_{it} + u_{it}$$

La differenza tra il prezzo per azione e il patrimonio netto per azione può dipendere da vari fattori, tra cui l'applicazione del principio di prudenza, che porta a una valutazione più conservativa del patrimonio netto, e altre informazioni che influenzano il prezzo ma non sono ancora riflesse nei valori contabili. La relazione tra le variabili di flusso può essere determinata calcolando le differenze prime delle variabili nell'Equazione 18, e riproponendo così la nuova relazione metodologica:

$$\Delta P_{it} = \Delta BVPS_{it} + \acute{u}_{it}$$

Dove  $\Delta BVPS_{it}$  rappresenta la variazione del patrimonio netto per azione, che in base alla clean surplus relation corrisponde al risultato di esercizio al netto delle transazioni con i proprietari, in assenza di aumenti o restituzioni di capitale. Quanto detto viene così riprodotto:

*Equazione 19*

$$\Delta BVPS_{it} = NIPS_{it} - d_{it}$$

dove,

$NIPS_{it}$ , rappresenta il risultato di periodo per azione;

$d_{it}$ , dividendi distribuiti per azione del esercizio.

Sostituendo l'Equazione 19 all'Equazione 18 e dividendo per il prezzo delle azioni ad inizio

periodo, otteniamo la seguente formula:

*Equazione 20*

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = \frac{NIPS_{it}}{P_{it-1}} + \tilde{u}_{it}$$

$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}}$ , rappresenta il rendimento dei titoli azionari;

$\frac{NIPS_{it}}{P_{it-1}}$ , rappresenta il reddito per azioni diviso per il prezzo delle stesse azioni all'inizio del periodo;

$P_{it-1}$ , rappresenta il prezzo delle azioni all'inizio del periodo;

$\tilde{u}_{it}$  rappresenta la differenza tra i rendimenti azionari e il rapporto tra il reddito per azione e il prezzo delle stesse all'inizio dell'esercizio. Questo valore è quello che differenzia i termini dell'eguaglianza tra loro.

La prima variabile dipende dalla seconda; se il prezzo delle azioni e il valore contabile sono correlati, allora il rapporto tra il reddito e il prezzo delle azioni all'inizio del periodo dovrebbe essere una variabile adeguata a spiegarne i rendimenti.

Il secondo modello, l'earnings valuation model, sprime il prezzo come multiplo degli utili.

Piu precisamente, considera che il prezzo di un'azione ( $P_{it}$ ) può essere stimato come un multiplo ( $\beta$ ) del risultato per azione ( $NIPS_{it}$ ), più un margine di errore ( $m_{it}$ ):

*Equazione 21*

$$P_{it} = \beta NIPS_{it} + m_{it}$$

Assumendo che il reddito di esercizio rappresenti una valida approssimazione del risultato futuro, ne consegue che il coefficiente  $\beta$  è il reciproco del tasso di rendimento atteso dagli azionisti e il termine d'errore è dato dalla differenza tra il prezzo e il rapporto tra il reddito e il costo del capitale. L'Equazione 21 deve essere migliorata considerando che il reddito d'impresa negli esercizi successivi, potrebbe incrementare a causa di reinvestimenti della parte dell'utile non distribuito ( $d_{it}$ ). In questo modo, la relazione metodologica diviene:

*Equazione 22*

$$P_{it} = \beta NIPS_{it} - d_{it} + m_{it}$$

Per semplicità, si ipotizza che nell'esercizio t-1 l'impresa non eroghi dividendi e quindi  $d_{it-1}$  è uguale a 0. Con alcuni passaggi si arriva alla seguente funzione:

*Equazione 23*

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = \beta \frac{\Delta NIPS_{it}}{P_{it-1}} + \tilde{m}_{it}$$

In questa equazione il rendimento d'impresa  $\left(\frac{\Delta P_{it} + d_{it}}{P_{it-1}}\right)$  è funzione della variazione del risultato d'esercizio rapportato al prezzo delle azioni all'inizio del periodo  $\left(\frac{\Delta NIPS_{it}}{P_{it-1}}\right)$ . Anche in questo caso la differenza tra il rendimento e la variazione del reddito è misurata dal termine di errore ( $\tilde{m}_{it}$ ).

Easton e Harris propongono un modello, sviluppato seguendo un percorso logico piuttosto semplice, in cui il rendimento dei titoli azionari è spiegato attraverso una media aritmetica ponderata tra il book value valuation model e l'earnings valuation model. In quanto, richiamando il paper di Ohlson del 1989, sostengono che il prezzo delle azioni, per la maggior parte delle imprese, dipende sia dal patrimonio netto sia dal reddito di esercizio.

*Equazione 24*

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = k \beta \frac{(\Delta NIPS_{it})}{P_{it-1}} + (1 - k) \frac{NIPS_{it}}{P_{it-1}} \tilde{f}_{it}$$

Questo modello, sebbene con possibili varianti, è ampiamente utilizzato dai ricercatori per indagare la value relevance dei bilanci. Le regressioni empiriche basate su questo modello includono un'intercetta per tenere conto delle variabili omesse (Easton & Harris, 1991b) e un termine di errore per catturare le differenze tra i valori teorici e quelli effettivi:

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = k \beta \frac{(\Delta NIPS_{it})}{P_{it-1}} + (1 - k) \frac{NIPS_{it}}{P_{it-1}} \tilde{f}_{it}$$

Nel paragrafo introduttivo, erano state anticipate alcune discrepanze tra i due modelli, che ora, dopo aver illustrato le relazioni metodologiche, si andranno a chiarire meglio.



Il modello di Ohlson si basa su assunti solidi e uno sviluppo rigoroso, anche dal punto di vista matematico, a differenza dal modello di Easton e Harris. Il modello di Ohlson esprime il prezzo delle azioni in funzione del patrimonio netto e dell'utile di esercizio. La relazione metodologica evidenzia una somiglianza con il modello di Easton e Harris, dal quale si distingue per la presenza del dividendo erogato al tempo  $t-1$ , assente nel modello di quest'ultimi.

Questa semplificazione implica che i due modelli non sono perfettamente equivalenti, ma la conclusione di Easton del 1999, secondo cui la variabile omessa ha un impatto limitato, è condivisibile solo se la variabile omessa, ossia i dividendi erogati, è di importo ridotto.

Passando all'interpretazione dei coefficienti delle variabili indipendenti nel modello di Easton e Harris, osserviamo che i fattori  $(1-k)$  e  $k$  utilizzati nel modello di Ohlson per ponderare reddito e patrimonio netto sono gli stessi utilizzati nel modello di Easton e Harris per ponderare reddito e variazione del reddito. Da ciò ne consegue una sostanziale equivalenza tra i coefficienti dei due modelli.

Infine, riguardo alla considerazione delle "other information", nel modello di Ohlson viene considerato il livello di queste informazioni, mentre nel modello di Easton e Harris si considera solo la variazione. Questa discrepanza si spiega con il fatto che nel modello di Ohlson la variabile dipendente è il prezzo, influenzato da tutte le "other information", mentre nel modello di Easton e Harris la variabile dipendente è rappresentata dai rendimenti, influenzati solo dalla variazione delle "other information".

In conclusione, pur volendo assumere che i due modelli siano sostanzialmente equivalenti, le applicazioni pratiche degli stessi non lo sono, poiché la mancata considerazione di variabili che approssimino le "other information" determina sempre una carenza nel modello di Ohlson, mentre nel modello di Easton e Harris questa carenza è significativa solo in caso di variazioni rilevanti di queste informazioni.

In sintesi, il modello di Easton e Harris, pur assumendo variabili diverse da quelle del modello di Ohlson, ne condivide l'intuizione fondamentale: il valore delle imprese deve essere stimato utilizzando sia informazioni patrimoniali sia informazioni reddituali. La corretta interpretazione dei risultati richiede di considerare che esistono asset valorizzati meglio attraverso il patrimonio e altri attraverso i risultati economici.

## 2.4 METODO APPLICATO IN CASO DI AZIENDE IN PERDITA D'ESERCIZIO

I ricercatori che si sono occupati di value relevance hanno spesso riscontrato che, nell'implementazione pratica dei modelli, i risultati empirici evidenziavano una relazione generalmente debole tra prezzi e/o rendimenti e valori di bilancio.

Analizzarono quindi se questa debole relazione fosse dovuta alla limitata valenza informativa dei valori di bilancio o se i modelli impiegati risentissero di alcune distorsioni non adeguatamente considerate.

Una possibile causa di questi modesti risultati può essere la presenza di imprese in perdita (loss firms) all'interno del campione studiato. Nonostante l'attenzione a questo problema sia aumentata solo di recente, il primo contributo sistematico su questo tema è stato pubblicato quasi vent'anni fa da Hayn (Hayn, 1995).

Nell'articolo, Hayn sostiene che la principale causa della debole relazione tra rendimenti e redditi risiede nella presenza di aziende in perdita nel campione.

I modelli utilizzati dai ricercatori includevano tra le variabili indipendenti il livello o la variazione dei redditi da un anno all'altro, ma non consideravano il patrimonio netto, una variabile che sarebbe entrata nei price models grazie al contributo di Ohlson nel 1995.

Hayn argomenta che una società non può sostenere perdite indefinitamente: "o migliora i risultati o avvia una procedura di liquidazione". Grazie a questa opzione di liquidazione, le perdite sono considerate transitorie, limitando la capacità informativa delle perdite di periodo per stimare i risultati attesi e il valore dell'azienda. Questo concetto di "opzione di liquidazione" è cruciale per comprendere la relazione tra valori di mercato e valori contabili.

Secondo Hayn, 1995, per gli azionisti, il valore dell'impresa è pari al maggior valore di queste due possibili alternative:

*Equazione 25*

$$W = \frac{R}{i}$$

*Equazione 26*

$$W = L$$

*dove,*

*W, rappresenta il valore economico del capitale;*

*R, rappresenta il reddito atteso, assunto costante;*

*i, rappresenta il tasso di rendimento atteso dai portatori di capitale proprio;*

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

Dalle due equazioni sopracitate si può evincere che:

- fino a quando il reddito atteso avrà un valore tale per cui  $R/i$  è maggiore al valore di liquidazione,  $L$ , gli azionisti non hanno interesse a mettere l'azienda in liquidazione, ma a farla proseguire nella sua attività;
- quando al contrario,  $L$  è maggiore di  $R/i$ , agli azionisti conviene liquidare l'azienda e incassare il valore di liquidazione.

Il valore dell'impresa per gli azionisti può essere visto come un'opzione reale di tipo put, vale a dire che gli azionisti possono uscire dall'investimento azionario ricevendo in cambio il valore di liquidazione dell'impresa.

La soglia del reddito atteso al di sotto della quale diventa conveniente esercitare l'opzione liquidatoria dipende dal valore di liquidazione e dal tasso di rendimento atteso. Se il reddito atteso è troppo basso, gli azionisti potrebbero preferire liquidare l'azienda. In formula così espresso:

*Equazione 27*

$$R' = L * i$$

*dove,*

*R', rappresenta il reddito medio atteso minimo al di sotto del quale conviene l'opzione di liquidazione dell'impresa.*

Il reddito soglia sarà tanto elevato quanto più alto è il valore di liquidazione.

Il valore del reddito soglia dipende dal tasso di rendimento atteso dei portatori di capitale proprio.

Il tasso, a sua volta, è in funzione al rischio di coloro che investono in attività d'impresa.

Perciò, a parità di altri fattori, tanto più alto è il rischio, tanto maggiore è il tasso di rendimento atteso e tanto più basso è il capitale economico dell'impresa. In deduzione, maggiore è il tasso, minore sarà il valore d'impresa, derivante dall'attualizzazione dei redditi attesi, in quanto più il rischio è alto, maggiore sarà il reddito atteso necessario ad ottenere il valore del capitale economico superiore al valore di liquidazione.

Questo ragionamento mostra che non solo le aziende in perdita, ma anche quelle con redditi positivi, di modesta entità, potrebbero rendere attraente l'esercizio dell'opzione di liquidazione. Di conseguenza, la ridotta capacità informativa del risultato di esercizio vale sia per le aziende in perdita sia per quelle con risultati modesti, rappresentati da valori al di sotto di  $R'$ .

La presenza di questa opzione di liquidazione può distorcere i risultati delle ricerche sulla value relevance. Se il campione includesse aziende con redditi bassi o negativi, gli azionisti potrebbero valutare l'azienda in funzione del valore di liquidazione piuttosto che dei redditi attesi, riducendo la capacità informativa delle variazioni di reddito. (Hayn, 1995)

Forzare tutte le imprese del campione, sia quelle in perdita sia quelle con un utile, ad avere un unico coefficiente per esprimere la relazione tra risultato di esercizio e prezzi determinerebbe una distorsione in diminuzione dello stesso coefficiente e una riduzione della capacità esplicativa della regressione, misurata dall'adjusted  $R^2$ .

Questo ragionamento, sviluppato da Hayn, sottolinea l'importanza di correggere le distorsioni causate dalla presenza di aziende in perdita nel campione.

Le soluzioni proposte dai ricercatori per correggere gli effetti distorsivi generati dalla presenza di aziende in perdita si dividono principalmente in due tipi. Queste soluzioni prevedono di includere tra le variabili indipendenti:

- 1) Il patrimonio netto aziendale;
- 2) Alcune variabili dummy, per distinguere intercette e coefficienti delle aziende in perdita da quelli delle altre imprese nel campione.

La prima soluzione, che prevede l'inclusione del patrimonio netto nelle regressioni, è stata proposta da Collins, Pincus e Xie in un articolo del 1999 pubblicato su *The Accounting Review*

(Collins et al., 1999).

Gli autori basano la loro riflessione su ricerche empiriche che avevano utilizzato un "simple earnings capitalization model" per indagare la rilevanza del reddito operativo. Una di queste ricerche aveva mostrato una relazione negativa e significativa tra risultato operativo e prezzi nel caso di aziende in perdita, un risultato privo di spiegazione economica.

Stando ai contributi di Collins, Pincus e Xie, e di Barth et al., 1996; Berger et al., 1996; Burgstahler & Dichev, 1996, ciò è dovuto a un problema di "distorsione da variabili omesse". L'inclusione del patrimonio netto nei modelli potrebbe correggere questa distorsione, poiché il patrimonio netto è positivamente correlato con il prezzo di borsa e negativamente con le perdite.

L'inclusione del patrimonio netto nelle regressioni ha il doppio scopo di stimare il reddito potenziale in caso di ripristino delle normali condizioni operative e di valutare l'azienda in caso di liquidazione. Il patrimonio netto fornisce informazioni utili per stimare il reddito atteso in condizioni normali, calcolato come il prodotto del patrimonio netto per il tasso di rendimento normale del capitale investito. Quindi, aggiungere il patrimonio netto alle regressioni offre agli investitori un valore di bilancio significativo per valutare il reddito futuro se l'azienda torna a condizioni operative normali.

Collins, Pincus e Xie notano che il patrimonio netto, nei modelli derivati da Ohlson, ha la funzione di fornire informazioni reddituali, oltre al risultato operativo, per le aziende in perdita, il cui reddito operativo è poco significativo. In altre parole, il patrimonio netto aiuta a stimare il reddito futuro atteso se l'azienda riesce a riportare la sua attività a livelli di rendimento in linea con quelli di mercato.

Tuttavia, l'inclusione del patrimonio netto come variabile indipendente è utile solo nei price models, che già prevedono l'inserimento del patrimonio netto. Questo approccio non aggiunge un contributo significativo ai return models. Più comuni sono le soluzioni che suggeriscono l'uso di variabili dummy per eliminare le distorsioni dovute alla presenza di aziende in perdita, permettendo intercette e/o coefficienti diversi per queste aziende.

Queste soluzioni metodologiche si dividono in tre varianti:

- a) Inserimento di una variabile dummy per differenziare l'intercetta delle regressioni;

- b) Inserimento di una variabile dummy che interagisce con una o più variabili indipendenti per differenziare i coefficienti delle regressioni;
- c) Inserimento di una variabile dummy per differenziare sia le intercette che i coefficienti delle regressioni.

L'approccio a, è seguito, ad esempio, da Mitra e Hossain (Mitra & Hossain, 2009), che hanno analizzato la rilevanza del "pension transition adjustment" e delle voci che compongono l'other comprehensive income. Grazie a una variabile dummy, le aziende in perdita hanno un'intercetta diversa rispetto alle aziende con un risultato positivo, ma non hanno differenti coefficienti derivanti dal segno del risultato d'esercizio, ovvero le aziende in perdita e con un utile avevano lo stesso coefficiente per esprimere la relazione tra il risultato d'esercizio e i rendimenti aziendali.

L'approccio b, prevede di stimare coefficienti diversi in base al risultato d'esercizio, positivo o negativo. La variabile dummy in questo caso interagisce con il reddito, al fine di ottenere coefficienti differenti in base al risultato d'esercizio. Questa soluzione è preferibile perché consente di avere coefficienti distinti per reddito e patrimonio netto, riducendo le distorsioni e migliorando la capacità esplicativa delle variabili indipendenti. Questa soluzione è stata seguita da Chambers, Linsmeier, Shakespeare e Sougiannis, Chambers et al., 2007, per verificare se la scarsa value relevance degli other comprehensive income components derivasse dal fatto che la maggior parte delle ricerche si basavano su dati stimati e non effettivi.

L'approccio c, prevede per le aziende in perdita sia intercette diverse, che coefficienti del reddito e del patrimonio differenti. Questa soluzione è stata applicata da Balachandran e Mohanran per la prima volta (Balachandran et al., 2011), permettendo una valutazione più accurata della value relevance e del conservatism.

Le distorsioni causate dalla presenza di aziende in perdita sono ben note nella letteratura sulla value relevance. Le soluzioni proposte includono il patrimonio netto nelle regressioni o l'uso di variabili dummy per ottenere intercette e coefficienti diversi per le aziende in perdita rispetto all'aziende con un risultato positivo. L'approccio c è il più solido e razionale, poiché considera la diversa funzione informativa di reddito e patrimonio netto a seconda che l'azienda sia in perdita o meno.

## **CAPITOLO 3: SYSTEMATIC RESEARCH REVIEW DEI PRINCIPALI RISULTATI OTTENUTI DAGLI STUDI DI VALUE RELEVANCE**

### **3.1 ANALISI E RISULTATI CHIAVE DELLE RICERCHE SULLA VALUE RELEVANCE**

In questo capitolo verranno esaminate alcune scoperte derivanti dai vari filoni di studi che hanno investigato i metodi per verificare la value relevance.

Questo tema è stato analizzato da numerosi autori provenienti da diversi Paesi negli ultimi anni. L'obiettivo di questa sezione è raccogliere informazioni pertinenti sull'argomento, evidenziando i risultati più significativi ottenuti in vari contesti.

Per integrare i vari studi condotti per ragioni diverse, verrà utilizzata la tecnica della systematic research review. Questa metodologia mira a chiarire gli obiettivi di un'indagine e si distingue per un processo sistematico volto a identificare, analizzare e dimostrare i risultati più rilevanti e le principali metodologie di ricerca di un determinato oggetto di studio.

La systematic research review (SRR) sui principali risultati degli studi di value relevance si concentra sull'analisi della capacità delle informazioni contabili di spiegare o influenzare il valore di mercato delle imprese. La value relevance è un concetto centrale nella contabilità e nella finanza che riguarda l'utilità delle informazioni contabili per gli investitori nelle loro decisioni di investimento.

Una panoramica dei principali risultati e delle tendenze emerse dagli studi di value relevance include:

- *l'utilità delle informazioni contabili*: numerosi studi hanno dimostrato che i dati contabili, come gli utili netti e il patrimonio netto, sono correlati con i prezzi delle azioni e i rendimenti azionari; questi valori vengono utilizzati come misura chiave della performance aziendale.
- *cambiamenti nei principi contabili*: la transizione verso nuovi standard contabili internazionali, come gli IFRS (International Financial Reporting Standards), ha avuto un impatto significativo sulla value relevance delle informazioni contabili. Alcuni studi hanno evidenziato un aumento della value relevance con l'adozione degli IFRS, mentre altri hanno

riscontrato effetti negativi o neutri.

- *differenze settoriali e geografiche*: la value relevance delle informazioni contabili può variare notevolmente tra settori e Paesi diversi. Settori come quello tecnologico o finanziario possono mostrare una value relevance diversa rispetto a settori più tradizionali come il manifatturiero.
- *influenza dei fattori macroeconomici e regolatori*: i cambiamenti nelle condizioni economiche e nelle normative possono influenzare la value relevance. Ad esempio, periodi di crisi finanziaria o di recessione economica possono ridurre la capacità delle informazioni contabili di spiegare i valori di mercato.
- *aspetti di governance aziendale*: studi recenti hanno esplorato il ruolo della governance aziendale nella value relevance. Una buona governance aziendale, inclusa una maggiore trasparenza e qualità delle informazioni finanziarie, tende a migliorare la value relevance delle informazioni contabili.
- *integrazione di informazioni non contabili*: c'è un crescente interesse nell'integrare informazioni non contabili, come i dati ambientali, sociali e di governance (ESG), per migliorare la value relevance delle informazioni finanziarie tradizionali. O l'uso di tecnologie avanzate.

Una SRR sui risultati degli studi di value relevance riassumerebbe i risultati sopra menzionati, fornendo una panoramica completa delle evidenze esistenti. Questo tipo di revisione aiuta a identificare le aree in cui la ricerca è consolidata e quelle in cui sono necessari ulteriori studi, offrendo una base per migliorare la pratica contabile e le decisioni di investimento.

In conclusione, gli studi di value relevance forniscono importanti approfondimenti sulle relazioni tra le informazioni contabili e i valori di mercato, contribuendo a migliorare la trasparenza e l'efficacia del mercato finanziario.

È arrivato il momento di approfondire la ricerca, raccogliendo una serie di articoli che hanno esaminato campioni di imprese, generando informazioni utili per comprendere i valori presi in considerazione dagli investitori in diverse circostanze.

Analizzando una trentina di articoli, che verranno citati progressivamente, verrà messa in





UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

evidenza l'influenza di vari elementi in contesti opposti.

La value relevance, negli articoli presi in considerazione, è stata valutata in termini di accounting, reporting, equity, earnings, revenues, utilizzando approcci derivanti da correnti di pensiero differenti.

### 3.1.1 VALORI E INFORMAZIONI RILEVANTI PER GLI INVESTITORI

La ricerca sulla value relevance è un campo cruciale nella moderna ricerca sui mercati dei capitali, volta a determinare se le informazioni contabili siano correlate ai valori del mercato azionario.

Nel processo decisionale degli operatori economici riguardo agli investimenti in una società di un determinato settore o Paese, vengono considerati vari aspetti dell'azienda che sono cruciali per la loro scelta. Questi elementi possono differire in base al contesto economico, al settore industriale, alla localizzazione geografica, all'andamento e alla struttura stessa dell'azienda.

Gli studi sulla value relevance si focalizzano su quali di questi fondamenti sono considerati rilevanti dagli investitori e influenzano le loro decisioni. Tuttavia, non esiste una lista universale di parametri che possa essere applicata indiscriminatamente per ogni decisione di investimento, in quanto ogni situazione è suggestionata da molteplici fattori contestuali.

Questo capitolo esplorerà diverse prospettive sui fattori che potrebbero o meno incidere sulla value relevance in base anche alla situazione in cui si trova l'azienda.

Un modello frequentemente impiegato in questa ricerca è una variante del modello di valutazione di mercato di Ohlson (1995), che considera il valore di mercato del patrimonio netto di un'azienda come funzione del suo valore contabile del patrimonio netto e degli utili anormali.

Il modello di valutazione di mercato di Ohlson (1995) è un modello teorico sviluppato da James Ohlson, che cerca di spiegare come le informazioni contabili si riflettano nel valore di mercato di un'azienda. È uno dei modelli più influenti e utilizzati nella ricerca contabile.

Il valore di mercato del patrimonio netto si riferisce al valore complessivo di un'azienda secondo il mercato, cioè come viene valutata dagli investitori. Questo valore si riflette nel prezzo delle azioni dell'azienda moltiplicato per il numero totale di azioni in circolazione. Il valore contabile del patrimonio netto, invece, è il valore del patrimonio netto di un'azienda come riportato nei suoi bilanci contabili. Include le attività dell'azienda al netto delle sue passività, secondo i principi contabili generalmente accettati.

Gli utili anormali rappresentano i profitti che un'azienda genera oltre quelli attesi in base alle sue attività operative e al rischio associato. Sono considerati "anormali" perché superano le

aspettative basate sui modelli tradizionali di rendimento.

Secondo il modello di Ohlson, il valore di mercato del patrimonio netto di un'azienda non dipende solo dal suo valore contabile, ma anche dagli utili anormali. Questo significa che gli investitori guardano sia al valore contabile riportato nei bilanci che alla capacità dell'azienda di generare profitti superiori alle aspettative.

In sintesi, il modello di Ohlson suggerisce che per comprendere il valore di mercato di un'azienda, bisogna considerare sia i suoi dati contabili (valore contabile del patrimonio netto) sia la sua capacità di generare utili superiori alle aspettative (utili anormali). Questa combinazione fornisce una visione più completa del valore reale dell'azienda dal punto di vista del mercato.

Utilizzando il modello di Ohlson, i ricercatori contabili hanno dimostrato, infatti, che la rilevanza del valore di un'azienda derivi da vari tipi di informazioni sia finanziarie sia non finanziarie.

Un esempio ne è l'articolo Saha & Bose, 2016, il quale esamina e integra i risultati di studi recenti, che hanno documentato la value relevance attraverso informazioni finanziarie e non, mettendo in evidenza delle ipotesi e fornendo suggerimenti per future ricerche nel settore.

La letteratura recente è stata organizzata in due categorie principali: informazioni finanziarie e non finanziarie. Molti studi continuano a utilizzare il modello di Ohlson e le sue varianti per esaminare le implicazioni di valutazione di diverse informazioni. Tuttavia, è emersa una carenza di ricerche che integrino le due tipologie di informazioni.

L'articolo cerca di colmare questa lacuna esaminando i risultati della ricerca sulla rilevanza del valore pubblicati in riviste contabili rinomate. Mette in evidenza nuovi tipi di informazioni rilevanti per il valore e nuovi contributi concepiti da altre aree di ricerca. Quanto detto si può raggruppare in due aspetti chiave:

1. nuovi tipi di informazioni rilevanti per il valore: si tratta di identificare e dimostrare come informazioni che non erano tradizionalmente considerate rilevanti per la valutazione del mercato possano effettivamente influenzare i valori di mercato. Queste informazioni possono includere dati non finanziari come la sostenibilità ambientale, la responsabilità sociale d'impresa, l'innovazione tecnologica, e altre metriche qualitative che, in tempi recenti, hanno guadagnato importanza agli occhi degli investitori e delle parti interessate.

2. contributi incrementali di altre aree di ricerca: questo indica che la ricerca sulla rilevanza del valore non si limita solo ai tradizionali studi di contabilità e finanza, ma incorpora anche contributi da altre discipline e settori di ricerca. Per esempio, studi provenienti da campi come la gestione strategica, la teoria delle organizzazioni, l'economia comportamentale e l'analisi dei dati possono offrire nuove prospettive e metodologie per comprendere come diverse informazioni influenzano il valore di mercato delle aziende.

In sostanza, si sottolinea l'importanza di ampliare la gamma di informazioni considerate rilevanti per la valutazione del valore e di integrare approcci interdisciplinari per arricchire la comprensione dei meccanismi di valutazione di mercato.

I risultati ottenuti sono significativi per le autorità di regolamentazione e gli enti di normazione, poiché possono migliorare l'utilità delle informazioni finanziarie e non finanziarie, rendendole più rilevanti per i mercati dei capitali.

I principali due valori che vengono presi in considerazione per analizzare la value relevance di un'azienda sono il patrimonio netto e l'utile, derivanti dai documenti contabili di sintesi quali stato patrimoniale e conto economico.

I valori sopracitati riflettono due aspetti cruciali della salute finanziaria di un'azienda, ma sono utilizzati in contesti differenti e hanno significati diversi.

Il patrimonio netto (Equity) rappresenta la differenza tra gli attivi e i passivi di un'azienda ed è essenzialmente il valore residuo degli asset dell'azienda dopo aver soddisfatto tutti i suoi obblighi. Gli investitori guardano al patrimonio netto come a una misura della solidità finanziaria a lungo termine dell'azienda. Un patrimonio netto più alto può indicare che l'azienda ha una buona base patrimoniale e può sopportare meglio le difficoltà finanziarie nel lungo periodo. Tuttavia, il patrimonio netto da solo non fornisce informazioni dirette sulla redditività attuale dell'azienda.

L'utile netto (Net Income) consiste nel profitto netto che un'azienda ha generato in un determinato periodo dopo aver sottratto tutte le spese, inclusi costi operativi, tasse, interessi e altre uscite. Gli investitori guardano all'utile netto come a una misura della redditività attuale dell'azienda. Un utile netto positivo indica che l'azienda sta generando profitti dalle sue attività principali. Tuttavia, l'utile netto può variare considerevolmente da un periodo all'altro a causa di

fattori come le oscillazioni dei ricavi, i cambiamenti dei costi operativi e gli eventi straordinari.

Gli investitori a lungo termine tendono a guardare al patrimonio netto per valutare la stabilità finanziaria e la solidità di un'azienda nel tempo. È particolarmente importante per valutare il rischio di insolvenza e la capacità dell'azienda di sopportare perdite.

Sia nel breve che nel lungo termine, utilizzano l'utile netto per valutare quanto l'azienda stia generando in termini di profitto. È cruciale per valutare la performance finanziaria attuale e può influenzare il prezzo delle azioni e altre decisioni di investimento.

In sintesi, mentre il patrimonio netto offre una panoramica della salute finanziaria a lungo termine, l'utile netto fornisce un'indicazione diretta della redditività corrente. Entrambi sono importanti e gli investitori spesso li considerano insieme per ottenere una visione completa della performance e della robustezza finanziaria di un'azienda.

Nonostante siano stati condotti numerosi studi su questo argomento nel corso degli anni, non si ha una soluzione per quale valore sia più corretto utilizzare per rappresentare la società, o per garantirne la solidità. Vi è attualmente un dibattito tra quale dei due valori per gli investitori sia il più rilevante, anche se molto spesso vengono valutati simultaneamente.

La considerazione congiunta di questi due valori si fonda sulle due ipotesi estreme possibili:

- quando un'azienda ha un utile basso, ma un patrimonio netto alto;
- quando un'azienda ha un utile elevato, ma un patrimonio netto basso.

Nel primo caso un patrimonio netto basso può indicare che l'azienda ha un'elevata quantità di debiti rispetto agli asset e che è meno in grado di sopportare perdite o difficoltà finanziarie.

Se l'utile elevato è dovuto a fattori temporanei o non ricorrenti, gli investitori potrebbero essere preoccupati che l'azienda non sia in grado di mantenere quella redditività nel lungo termine, specialmente se deve affrontare pagamenti di debiti significativi.

Gli investitori potrebbero porre domande sulla sostenibilità dell'utile elevato nel tempo, considerando il rischio finanziario. Se l'utile è derivato da tagli di costi non sostenibili, da vendite eccezionali o da altre strategie non ricorrenti, potrebbe non riflettere la reale forza operativa e strategica dell'azienda nel lungo periodo.

Gli investitori valutano sempre il rapporto rischio-rendimento. Un utile elevato potrebbe essere attraente, ma se l'azienda ha un patrimonio netto basso e un alto livello di indebitamento, l'investimento potrebbe essere considerato rischioso rispetto al potenziale rendimento.

In sintesi, sebbene un utile elevato sia di solito visto positivamente, la sua interpretazione dipende anche dal contesto finanziario più ampio dell'azienda, inclusi il patrimonio netto e la struttura del capitale. Un patrimonio netto basso può sollevare preoccupazioni riguardo alla stabilità finanziaria e alla capacità dell'azienda di sostenere la redditività nel lungo termine, influenzando le decisioni degli investitori.

Nel secondo punto invece, un patrimonio netto elevato suggerisce che l'azienda ha una solida base patrimoniale e una buona capacità di sopportare perdite o difficoltà finanziarie nel lungo termine.

Questo può essere visto positivamente dagli investitori che cercano stabilità e sicurezza nei loro investimenti. Gli operatori economici potrebbero interpretare un utile basso in presenza di un patrimonio netto alto come un segnale che l'azienda sta investendo per la crescita futura.

Se l'utile basso è dovuto a investimenti significativi in ricerca e sviluppo, espansione geografica o altre iniziative strategiche a lungo termine, gli investitori potrebbero essere disposti a pazientare nel breve termine per beneficiare dei risultati attesi nel futuro.

Gli investitori potrebbero valutare se l'azienda sta effettuando investimenti appropriati per migliorare la redditività e creare valore nel lungo periodo, anche se ciò comporta un utile temporaneamente ridotto.

L'importanza di una gestione prudente del capitale e di una strategia di crescita sostenibile potrebbe essere considerata più rilevante rispetto a una redditività immediata elevata.

In sintesi, mentre un utile basso potrebbe sollevare alcune preoccupazioni tra gli investitori, la presenza di un patrimonio netto alto può mitigare queste preoccupazioni, fornendo una base di sicurezza finanziaria e potenzialmente indicando un impegno strategico per la crescita a lungo termine. Gli investitori considerano quindi la combinazione di questi fattori nel prendere decisioni di investimento informate.

Come già anticipato, gli investitori in alcuni casi esaminano anche altre informazioni, che siano

o meno contabili, per sostenere una decisione d'investimento meno rischiosa.

A riguardo, vi sono differenti visioni da parte di studiosi, i quali attraverso studi e ricerche su campioni di imprese, dimostrano l'eventuale cambiamento della value relevance a seguito di una maggior informazione, anche se non contabile.

In seguito, verranno esibite alcune delle analisi che documentano l'utilizzo di altre informazioni per la valutazione della value relevance, come ad esempio il report integrativo, ESG, leva finanziaria ecc.

Secondo l'articolo Veltri & Silvestri, 2020, l'integrated reporting (IR) ha un impatto significativo e generalmente positivo sul valore di mercato delle aziende che lo adottano. Sono stati presi in esame 27 casi, due terzi degli studi rilevano un'associazione positiva tra l'IR e i risultati di mercato, dimostrando che l'adozione dell'IR è legata a un aumento del valore di mercato delle aziende.

Gli studi mostrano che l'effetto positivo dell'IR sul valore di mercato è indipendente dal contesto obbligatorio o volontario dell'adozione dell'IR.

Esiste una grande varietà nelle misure utilizzate per valutare l'IR e i risultati di mercato. Tuttavia, quasi la metà degli studi di associazione ha selezionato il valore di mercato, misurato principalmente con il prezzo delle azioni o la Q di Tobin. Altri studi hanno utilizzato il costo del capitale proprio e la liquidità dell'impresa come variabili di risultato. Tre studi hanno trovato un'associazione negativa tra l'IR e il costo del capitale proprio, suggerendo che l'IR potrebbe anche contribuire a ridurre i costi del capitale per le aziende.

L'adozione dell'IR è vista come un mezzo per aumentare la trasparenza aziendale, riducendo l'asimmetria informativa e migliorando la fiducia degli investitori.

Questo effetto è stato riscontrato indipendentemente dalla variabile di mercato utilizzata (quali prezzo delle azioni, Q di Tobin, flussi di cassa attesi, liquidità delle scorte, e riduzione del costo del capitale proprio).

Gli studi sottolineano che sia l'adozione sia la qualità dell'IR hanno impatti finanziari positivi. La qualità dell'informativa integrata è cruciale per migliorare le valutazioni degli analisti finanziari e ridurre la volatilità dei rendimenti azionari.

In sintesi, l'articolo evidenzia che l'IR è generalmente associato a un aumento del valore di mercato delle aziende adottanti, grazie alla maggiore trasparenza e alla riduzione dell'asimmetria informativa, con benefici che si estendono anche alla riduzione dei costi del capitale proprio e all'incremento della fiducia degli investitori.

Anche lo studio Honggowati, 2015 ha l'obiettivo di esaminare l'importanza delle informazioni finanziarie e non finanziarie nelle decisioni degli investitori, misurando l'influenza di tali informazioni sulla performance di mercato delle società. La performance di mercato viene valutata attraverso Cumulative Abnormal Return, o rendimento anomalo cumulativo, (CAR). Le informazioni finanziarie sono rappresentate dal Return on Assets (ROA), mentre le informazioni non finanziarie sono valutate utilizzando tre componenti del metodo Balanced Scorecard: la prospettiva del cliente, la prospettiva dei processi aziendali interni e la prospettiva di apprendimento e crescita.

La ricerca utilizza una regressione multipla per analizzare i dati di 121 aziende manifatturiere quotate alla Borsa dell'Indonesia (IDX) nel periodo 2010-2012, con un campionamento intenzionale.

I risultati mostrano che le informazioni finanziarie misurate tramite il ROA hanno una correlazione positiva con la performance di mercato. Inoltre, le informazioni non finanziarie, comprendenti la prospettiva del cliente e i processi aziendali interni, hanno anch'esse una relazione positiva con la performance di mercato.

La prospettiva di apprendimento e crescita ha un effetto significativo sulla performance di mercato, con un significato del 10%.

In sintesi, i risultati confermano l'esistenza di una relazione tra informazioni finanziarie e non finanziarie e la performance di mercato.

L'implicazione della ricerca è che i sistemi di valutazione delle performance dovrebbero essere sviluppati per rispondere alle diverse esigenze delle aziende e coerenti con gli obiettivi da raggiungere.

La gestione delle risorse aziendali è cruciale per mantenere il controllo e perseguire gli obiettivi di performance di mercato. Tuttavia, lo studio presenta alcune limitazioni, tra cui la mancanza di



dati qualitativi che permettano un'analisi più completa, nonché una valutazione delle performance non specifica per ogni tipo di industria, rendendo i risultati meno efficaci.

Questi risultati indicano che sia le informazioni finanziarie tradizionali che le nuove metriche non finanziarie (come quelle del Balanced Scorecard) giocano un ruolo importante nelle decisioni degli investitori e nell'interpretazione della performance aziendale sui mercati finanziari.

A differenza di quanto detto finora, è opportuno citare l'articolo Cordazzo et al., 2020 che analizza l'impatto della Direttiva UE sulle informazioni non finanziarie nelle società quotate italiane, che ha trasformato l'informativa da volontaria a obbligatoria.

Lo studio analizza le pratiche di divulgazione ambientale, sociale e di governance (ESG) di 231 società quotate italiane prima (pre-2016) e dopo (post-2017) l'entrata in vigore del decreto.

Lo scopo dell'indagine è di esaminare se la rilevanza delle informazioni non finanziarie, particolarmente quelle riguardanti l'ambiente, la responsabilità sociale e la governance (ESG), divenute anche obbligatorie, avessero raggiunto un valore informativo significativo agli occhi degli investitori.

L'acronimo ESG sta per Environmental, Social, Governance identificando i tre termini fondamentali per verificare, misurare, controllare e sostenere l'impegno in termini di sostenibilità di una impresa.

Nonostante l'obbligo normativo introdotto dal Decreto Legislativo 254/2016, i risultati mostrano che non c'è stato un aumento significativo nella quantità di informazioni non finanziarie divulgate dalle aziende dopo l'implementazione della direttiva.

Le società sembrano limitare la divulgazione a quanto strettamente necessario, anche se alcune fornivano già rapporti non finanziari volontariamente prima dell'obbligo normativo.

Inoltre, l'analisi indica che le informazioni contabili tradizionali come il Return on Assets (ROA) sono fortemente associate ai prezzi delle azioni delle società quotate, mentre le informazioni non finanziarie ESG non hanno dimostrato di aggiungere un valore informativo significativo rispetto alle informazioni contabili tradizionali.

Questi risultati suggeriscono che, nonostante l'intento normativo di migliorare la trasparenza ESG, tali informazioni non hanno ancora acquisito rilevanza per gli investitori nel contesto italiano.

In sintesi, le informazioni non finanziarie ESG, secondo questo elaborato, non sembrano contribuire in modo significativo alla comprensione del valore delle aziende per gli investitori, rispetto alle informazioni finanziarie tradizionali.

Anche l'articolo Kopecká, 2018 esprime l'importanza delle informazioni contabili espresse dal conto economico e stato patrimoniale, a supporto delle decisioni degli operatori economici, sostenendo che i valori non finanziari e quindi aggiuntivi ai documenti contabili non risultino significativi per gli investitori.

Nell'esposto si esplora l'importanza della misurazione delle prestazioni aziendali attraverso diverse metriche e applicazioni, utilizzate sia per valutare il raggiungimento degli obiettivi aziendali che per valutare i rischi e i rendimenti per gli azionisti.

Le misure delle prestazioni sono ampiamente utilizzate in vari processi operativi e settori di attività. Lo studio si propone di identificare quali strumenti finanziari sono più strettamente correlati al valore di mercato delle aziende.

I risultati indicano che le misure finanziarie tradizionali, come il ritorno sull'investimento (ROI) e gli utili, sono significativamente rilevanti per il valore di mercato delle aziende. Tuttavia, l'efficacia dell'Economic Value Added (EVA) risulta ancora poco chiara e controversa.

Nonostante l'introduzione di nuovi strumenti e metriche, le aziende tendono a preferire le misurazioni finanziarie tradizionali per fornire informazioni pertinenti e significative agli azionisti.

In sintesi, l'articolo enfatizza l'importanza delle misure finanziarie consolidate nella valutazione delle performance aziendali e nel determinare il valore di mercato, suggerendo che queste metriche continuano a essere considerate fondamentali nonostante l'evoluzione degli strumenti disponibili.

Un'ulteriore ricerca importante da citare, attinente ai valori rilevanti per gli investitori, è l'articolo Zulu et al., 2017 che evidenzia una indagine mirata alla valutazione della value relevance

confrontando i dati contabili derivanti dai bilanci intermedi rispetto ai prospetti annuali.

Nel testo vengono illustrate le informazioni contabili provvisorie, dei bilanci intermedi, rispetto ai bilanci annuali nel contesto delle società non finanziarie quotate alla Johannesburg Stock Exchange (JSE) nel periodo 1999-2012.

Lo studio si concentra sull'analisi della rilevanza del valore delle informazioni contabili, specialmente nei confronti dei bilanci intermedi rispetto a quelli annuali.

L'obiettivo è determinare se le informazioni contabili divulgate nei bilanci intermedi offrano una maggiore rilevanza rispetto a quelle nei bilanci annuali. Inoltre, si esplora se queste informazioni contabili contribuiscano in modo incrementale al valore informativo per gli investitori e il mercato.

La scelta della Johannesburg Stock Exchange (JSE) come contesto di studio è significativa per la sua reputazione di mercato efficiente, il che rende l'ambiente ideale per esaminare le dinamiche di value relevance delle informazioni contabili.

Questo contesto è rilevante anche a livello globale, poiché offre intuizioni utili per comprendere come le informazioni contabili influenzano le decisioni di investimento e le valutazioni aziendali.

Utilizzando il modello di valutazione di Ohlson, lo studio ha identificato che il valore contabile provvisorio del patrimonio netto è significativamente correlato al valore di mercato delle azioni delle società esaminate.

Al contrario, gli utili provvisori non hanno mostrato una rilevanza significativa in termini di valore di mercato. Inoltre, i bilanci intermedi hanno dimostrato di avere una maggiore rilevanza rispetto ai bilanci annuali nel periodo di studio, suggerendo che le informazioni contabili divulgate durante l'anno possono essere più cruciali per gli investitori nel valutare le performance aziendali.

In conclusione, il valore contabile provvisorio del patrimonio netto ha un impatto significativo sul valore di mercato delle azioni, mentre gli utili provvisori non hanno mostrato una rilevanza simile. Inoltre, i bilanci intermedi hanno dimostrato di essere più informativi rispetto ai bilanci

annuali, indicando che le informazioni contabili divulgate nel corso dell'anno sono fondamentali per gli investitori nel valutare le prestazioni aziendali.

In alcuni studi determinati autori sostengono che oltre al valore contabile, gli investitori, valutano le dinamiche e le fasi del ciclo di vita aziendale in cui l'azienda si trova per poter prendere decisioni d'investimento (Chen et al., 2010).

Questo articolo esplora come diverse misure di performance finanziaria influenzino la valutazione del valore delle aziende nel settore high-tech, focalizzandosi sulle fasi del ciclo di vita aziendale.

Le misure esaminate includono componenti degli utili e dei flussi di cassa, considerate fondamentali per comprendere la performance e il valore delle aziende.

Utilizzando dati provenienti da aziende del settore dell'elettronica dell'informazione taiwanese, l'articolo cerca di determinare quali di queste misure di performance sono più informative per gli investitori nel valutare il valore di mercato delle aziende rispetto al valore contabile.

Si evidenzia che le sei misure finanziarie prese in considerazione, derivate dal Conto Economico e dal Rendiconto dei Flussi di Cassa, hanno diversi livelli di rilevanza in base alla fase del ciclo di vita aziendale.

Le sei misure finanziarie prese in considerazione nell'articolo sono derivate dal Conto Economico e dal Rendiconto dei Flussi di Cassa e includono:

1. Ritorno sull'Investimento (Return on Investment, ROI): Misura la redditività generata in rapporto all'investimento effettuato.
2. Margine Operativo (Operating Margin): Indica la percentuale di profitto generato dalle operazioni rispetto al fatturato.
3. Margine Netto (Net Profit Margin): Esprime la percentuale di profitto netto rispetto al fatturato.
4. Flusso di Cassa Operativo (Operating Cash Flow): Rappresenta l'ammontare di denaro generato dalle attività operative dell'azienda.

5. Flusso di Cassa Libero (Free Cash Flow): Indica la quantità di denaro che l'azienda genera dopo aver investito nei beni di capitale necessari per mantenere o espandere la sua base operativa.
6. Earnings per Share (EPS): Rappresenta il profitto netto di un'azienda diviso per il numero di azioni in circolazione, spesso utilizzato come misura di base per la redditività per azione.

Queste misure sono fondamentali per gli investitori poiché forniscono indicazioni sulla performance finanziaria e sulla capacità di generare valore di un'azienda in differenti contesti economici e fasi del ciclo di vita aziendale.

Per valutare accuratamente le aziende high-tech, è essenziale prendere in considerazione non solo il valore contabile, che rappresenta il patrimonio netto e gli asset dell'azienda registrati nel bilancio contabile, ma anche misure specifiche della performance finanziaria.

Queste misure finanziarie includono indicatori come il ritorno sull'investimento, i margini operativi, i flussi di cassa operativi, il margine netto e altri, che forniscono una visione più dettagliata e dinamica della salute finanziaria e operativa dell'azienda.

Inoltre, è cruciale considerare queste misure finanziarie nelle diverse fasi di crescita dell'azienda: crescita, maturità o declino.

Ogni fase può influenzare diversamente la performance e il valore dell'azienda. Ad esempio, durante la fase di crescita, le aziende high-tech potrebbero mostrare alti ritorni sull'investimento e flussi di cassa positivi derivanti da investimenti in nuove tecnologie e espansione di mercato.

Nella fase di maturità, i margini operativi e il flusso di cassa libero possono diventare indicatori più critici mentre l'azienda mira a mantenere e ottimizzare la sua posizione di mercato.

Nella fase di declino, le misure finanziarie possono riflettere un decremento nei profitti e nei margini operativi, richiedendo un monitoraggio attento per gestire la transizione.

I risultati empirici indicano che i mercati finanziari reagiscono in modo diverso a queste misure di performance finanziaria a seconda della fase del ciclo di vita dell'azienda.

Questo implica che le aziende high-tech possono essere valutate in modo più accurato e completo se si considera non solo il valore contabile ma anche le misure specifiche della performance finanziaria nelle rispettive fasi di crescita, maturità o declino.

In sintesi, l'articolo evidenzia come la scelta delle misure di performance finanziaria sia cruciale per una valutazione adeguata delle aziende high-tech nelle diverse fasi del loro sviluppo.

Questo studio si propone di esaminare l'associazione tra la qualità della revisione contabile e la rilevanza del valore di misure contabili rappresentative, come gli utili e il valore contabile del patrimonio netto. Utilizzando dati dal mercato dei capitali di Taiwan, gli autori adottano un approccio metodologico che comprende equazioni standard e modificate per la rilevanza del valore, confrontando revisori Big 4 e non Big 4 attraverso regressioni ai minimi quadrati ordinari. L'analisi si basa su precedenti studi e teorie che sottolineano l'importanza della revisione contabile nella riduzione dell'asimmetria informativa e nel migliorare la qualità delle informazioni contabili.

I risultati indicano che gli utili e il valore contabile delle azioni, sottoposti a revisione da parte di revisori delle Big 4, spiegano significativamente più variazioni nei rendimenti azionari rispetto a quelli sottoposti a revisione da parte di revisori non appartenenti alle Big 4. Questi risultati sono robusti attraverso diversi modelli empirici e controlli per fattori di rischio e di crescita aziendale. Di conseguenza, emerge che la qualità della revisione contabile, misurata dalla reputazione delle società di revisione, migliora complessivamente la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del patrimonio netto per gli investitori.

L'originalità e il valore del lavoro risiedono nel contributo alla comprensione di come la qualità della revisione contabile influenzi direttamente la percezione di valore delle informazioni contabili da parte del mercato. Questo studio estende la letteratura esistente dimostrando che una migliore qualità della revisione è associata a una maggiore rilevanza e affidabilità delle informazioni contabili, cruciali per le decisioni degli utenti dell'informazione finanziaria. Inoltre, suggerisce che le società di revisione Big 4, offrendo un livello più elevato di garanzia e credibilità, contribuiscono significativamente alla valutazione accurata delle aziende quotate.

In sintesi, questo studio fornisce evidenze empiriche che supportano l'importanza della qualità della revisione contabile nella determinazione della rilevanza del valore degli utili e del valore

contabile del patrimonio netto per il mercato dei capitali, sottolineando il ruolo cruciale della revisione come meccanismo di monitoraggio e garanzia per gli investitori.

L'analisi della qualità della revisione contabile nei mercati di Taiwan, come appena descritto, rivela che una revisione contabile di alta qualità può migliorare significativamente la rilevanza del valore degli utili e del patrimonio netto. Questo concetto di affidabilità delle informazioni contabili si integra perfettamente con l'approccio di (Dimitrov & Jain, 2008), che suggerisce l'utilizzo di indicatori alternativi come la leva finanziaria e la crescita degli asset per valutare in modo più completo la performance aziendale.

Questo articolo si concentra sull'analisi della performance economica delle aziende, considerando diverse variabili oltre agli utili contabili e ai flussi di cassa operativi, che tradizionalmente vengono utilizzati per valutare tale performance. La premessa di base è che la performance economica di un'impresa non sia direttamente osservabile e che quindi siano necessari indicatori alternativi per comprendere appieno la sua salute finanziaria.

Nello specifico, l'articolo esplora il concetto che i cambiamenti nella leva finanziaria possono fornire informazioni preziose sulla performance aziendale, andando oltre la mera considerazione di questo strumento come misura di rischio. La leva finanziaria, che indica il rapporto tra il debito e il patrimonio netto di un'azienda, viene qui interpretata anche come un indicatore di efficienza e di scelte strategiche di finanziamento. Questo suggerisce che una leva finanziaria più alta potrebbe indicare un uso più aggressivo del debito per finanziare le operazioni aziendali, mentre una leva finanziaria più bassa potrebbe riflettere una gestione più conservativa del capitale.

Inoltre, l'articolo esplora anche l'importanza della crescita degli asset come indicatore di performance. Questo perché, oltre agli utili e ai flussi di cassa operativi che riflettono le entrate e le uscite di denaro di breve termine, la crescita degli asset può fornire una visione più ampia e strategica della crescita e della salute aziendale nel lungo periodo.

Un punto significativo emerso dall'analisi è che sia i cambiamenti nella leva finanziaria che la crescita degli asset aggiungono valore informativo in modo incrementale rispetto agli indicatori più tradizionali come gli utili contabili e i flussi di cassa. Questo significa che considerare questi aspetti può migliorare la comprensione della performance economica complessiva di un'azienda, aiutando gli investitori e gli analisti finanziari a prendere decisioni più informate.

Infine, l'articolo nota che, nonostante l'importanza della leva finanziaria e della crescita degli asset come indicatori di performance, il mercato potrebbe non sempre reagire tempestivamente a queste informazioni. Ciò implica che potrebbero esistere opportunità per gli investitori di sfruttare discrepanze tra la valutazione attuale e la vera performance economica delle aziende, riflettendo inefficienze di mercato che potrebbero essere capitalizzate a fini di investimento.

In conclusione, questo studio sottolinea l'importanza di considerare una gamma più ampia di indicatori oltre agli utili contabili e ai flussi di cassa per valutare in modo più accurato e completo la performance economica delle aziende. Questo approccio può portare a decisioni di investimento più informate e a una migliore gestione delle risorse aziendali, migliorando così la trasparenza e l'efficacia nell'analisi finanziaria e strategica.

L'articolo appena esposto approfondisce l'importanza di considerare una gamma più ampia di indicatori oltre agli utili contabili per valutare la performance economica aziendale. Questa prospettiva è coerente con (Beldi et al., n.d.), che esplora come i valori dei marchi, nonostante non riconosciuti contabilmente, influenzino significativamente la capitalizzazione di mercato delle aziende. Entrambi gli approcci sottolineano la necessità di integrare informazioni non contabili per una valutazione più completa delle società.

Questa ricerca si propone di esplorare l'importanza della valutazione finanziaria dei marchi e il loro impatto sulla capitalizzazione di mercato delle aziende che li possiedono, focalizzandosi sulla mancata rilevazione contabile dei marchi generati internamente. Il testo esamina come le informazioni aggiuntive sulla valutazione dei marchi, fornite da organizzazioni specializzate indipendenti, possano migliorare la comprensione degli investitori e degli analisti finanziari sul valore delle aziende che sfruttano tali asset immateriali.

La ricerca si basa su un campione di 153 osservazioni relative ai valori dei principali marchi internazionali, valutati per tre anni consecutivi (dal 2007 al 2009). Utilizzando modelli di valutazione ispirati al concetto di "value relevance" di Ohlson e altri autori, lo studio esamina come i valori dei marchi comunicati da Interbrand e Brand Finance forniscono informazioni significative per valutare i prezzi delle azioni e i rendimenti di mercato delle società analizzate.

I risultati indicano che i valori dei marchi, sebbene non riconosciuti contabilmente dalle aziende, hanno una rilevanza significativa per il mercato azionario. Questo suggerisce che la divulgazione



di informazioni finanziarie sui marchi, sia attraverso stime aziendali sia tramite valutazioni indipendenti, può compensare la mancanza di riconoscimento formale contabile di tali asset immateriali. Nonostante alcune discrepanze nei dati temporali tra le valutazioni dei marchi e le informazioni contabili delle aziende, i risultati confermano l'importanza di considerare le informazioni non contabili per una valutazione più completa delle società, particolarmente rilevante nel contesto dinamico delle aziende high-tech.

Dal punto di vista manageriale, questi risultati suggeriscono che le aziende possono beneficiare significativamente dalla comunicazione trasparente e accurata dei valori dei loro marchi, sia per attrarre investitori sia per migliorare la percezione di valore da parte del mercato. L'integrazione di tali informazioni aggiuntive potrebbe non solo influenzare positivamente le decisioni di investimento, ma anche migliorare la gestione strategica e la comunicazione aziendale in merito alla gestione degli asset immateriali come i marchi.

Questa ricerca ha dimostrato che i valori dei marchi, sebbene non riconosciuti contabilmente dalle aziende, sono rilevanti per il mercato azionario. Utilizzando un campione di 153 osservazioni relative ai valori dei principali marchi internazionali valutati per tre anni consecutivi (dal 2007 al 2009) da due organizzazioni specializzate e indipendenti (Interbrand e Brand Finance), lo studio ha evidenziato che questi valori forniti hanno un contenuto informativo significativo per gli investitori e gli analisti finanziari.

In particolare, i modelli utilizzati hanno mostrato che i valori dei marchi comunicati da queste organizzazioni possono spiegare variazioni nei prezzi delle azioni e nei rendimenti di mercato delle aziende proprietarie dei marchi stessi. Questo implica che la divulgazione di informazioni finanziarie sui marchi, anche se non formalmente riconosciute nei bilanci contabili delle aziende, può contribuire a una migliore valutazione delle performance e del valore aziendale.

Pertanto, i risultati indicano che le aziende possono beneficiare notevolmente dalla trasparenza nella comunicazione dei valori dei loro marchi, facilitando così una più accurata valutazione da parte del mercato e influenzando positivamente le decisioni di investimento.

Quanto esposto evidenzia come i valori dei marchi, comunicati da organizzazioni indipendenti, forniscono informazioni rilevanti per valutare i prezzi delle azioni e i rendimenti di mercato delle società analizzate. Questo concetto di informazioni rilevanti per il mercato si allinea con il tema

dell'articolo di (Badenhorst et al., 2016), che esplora l'uso del fair value come alternativa alla misurazione tradizionale nella contabilità patrimoniale. Entrambi i testi evidenziano come basi di misurazione alternative possano incrementare la percezione del valore aziendale da parte degli investitori.

Questo articolo esplora il controverso campo della contabilità patrimoniale, focalizzandosi sull'uso del fair value come alternativa alla misurazione tradizionale. Il fair value è considerato una possibile base di misurazione più aderente alla realtà economica, ma sorgono preoccupazioni sulla possibile perdita di contenuto informativo rispetto a un approccio contabile basato su valori storici o costi.

Lo studio si concentra sulla rilevanza del valore contabile e del fair value nei bilanci delle società collegate quotate in Sud Africa, Australia e Regno Unito. Utilizzando un campione delle più grandi aziende quotate in questi paesi nel periodo dal 31 dicembre 2005 al 31 dicembre 2011, l'articolo evidenzia che le basi di misurazione alternative hanno una rilevanza incrementale in termini di valore per gli investitori.

Questo implica che gli investitori non accettano semplicemente una base di misurazione senza considerazione critica, ma integrano nella loro valutazione il proprio giudizio sul valore intrinseco delle società. In altre parole, le decisioni di investimento non si basano solo sui numeri contabili dichiarati, ma anche sulla percezione del valore reale delle società, tenendo conto delle diverse basi di misurazione utilizzate nella contabilità patrimoniale.

Questo approccio mira a migliorare la comprensione di come le scelte contabili influenzino le valutazioni degli investitori e a fornire intuizioni sulle pratiche contabili ottimali per aumentare la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni finanziarie divulgate dalle aziende quotate.

In sintesi, la ricerca sulla value relevance evidenzia che le informazioni contabili tradizionali, come il patrimonio netto e l'utile netto, sono cruciali per valutare il valore di mercato di un'azienda secondo il modello di valutazione di mercato di Ohlson. Tuttavia, la complessità del processo decisionale degli investitori è ampliata dall'inclusione di informazioni non finanziarie, come la sostenibilità ambientale e la responsabilità sociale d'impresa, che sono diventate sempre più rilevanti nei mercati moderni. Gli studi indicano che l'adozione di pratiche come l'Integrated



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

Reporting può migliorare la trasparenza e ridurre l'asimmetria informativa, sebbene le metriche finanziarie consolidate rimangano centrali per la valutazione delle performance aziendali.

In definitiva, l'integrazione di approcci disciplinari diversi arricchisce la comprensione dei meccanismi di valutazione di mercato, contribuendo a decisioni di investimento più informate e migliorando l'utilità e la trasparenza delle informazioni per regolatori e investitori.

### **3.1.2 L'IMPATTO DEL CONTESTO ECONOMICO SULLA VALUE RELEVANCE**

La value relevance delle informazioni finanziarie è cruciale in situazioni di crisi d'impresa.

Gli investitori, i creditori e altri stakeholder dipendono da queste informazioni per prendere decisioni informate. Tuttavia, le crisi presentano sfide specifiche che possono compromettere la qualità e l'utilità delle informazioni finanziarie.

Pertanto, è fondamentale che le aziende mantengano alti standard di trasparenza e accuratezza nelle loro comunicazioni finanziarie, specialmente durante periodi di difficoltà economica.

Gli studi che seguono offrono una visione comprensiva su come diverse misurazioni e fattori contabili influenzino la rilevanza del valore aziendale durante le crisi finanziarie, fornendo preziosi spunti per la gestione aziendale e le politiche contabili in periodi di instabilità economica.

La crisi finanziaria del 2008-2009 ha rappresentato un punto di svolta cruciale per la valutazione delle misurazioni contabili e la gestione del rischio nelle istituzioni finanziarie e non finanziarie a livello globale.

Numerosi studi hanno cercato di comprendere meglio l'impatto di questa crisi sulla rilevanza delle informazioni contabili, sulla gestione del rischio e sulla percezione della reputazione aziendale.

Il documento Liao et al., 2021 esamina il ruolo del fair value (FV) e del costo storico (HC) come misurazioni contabili durante la crisi finanziaria del 2008-2009, concentrandosi su istituzioni finanziarie di 25 paesi europei.

L'analisi suggerisce che durante la crisi, il fair value è stato considerato più rilevante rispetto al costo storico nel riflettere il valore delle attività e delle passività delle istituzioni finanziarie.

Tuttavia, entrambe le misurazioni mostrano un valore incrementale reciproco sia prima che durante la crisi, indicando che entrambe le metodologie hanno un ruolo complementare nel fornire informazioni utili agli investitori e agli stakeholder.

Inoltre, i risultati dello studio evidenziano che le differenze tra paesi europei influenzano significativamente la percezione e l'applicazione di FV e HC durante periodi di crisi finanziaria.

In linea con i risultati di Liao et al., Adwan et al., 2020 esaminano come l'esposizione alla contabilizzazione al fair value influenza le variazioni della rilevanza del valore contabile del patrimonio netto e dell'utile netto durante un periodo di crisi finanziaria.

Utilizzando un campione di società finanziarie quotate in Europa nel periodo 2005-2011, l'analisi si propone di confermare e ampliare la comprensione esistente sulla valutazione delle informazioni contabili in contesti di crisi.

Nello svolgimento dello studio, sono stati esaminati i dati di 270 società finanziarie nell'area economica europea e in Svizzera, suddividendo il periodo in due fasi significative: pre-crisi (2005-2007) e durante la crisi (2008-2011).

Questo approccio ha permesso di valutare l'evoluzione della rilevanza del valore contabile e dell'utile netto in risposta alla crisi finanziaria, considerando anche il livello di esposizione delle società alla contabilizzazione al fair value.

Le conclusioni dello studio indicano che durante la crisi finanziaria, la rilevanza del valore contabile del patrimonio netto è aumentata, mentre quella dell'utile netto è diminuita, confermando tendenze osservate in precedenti ricerche.

Per di più, è emerso un risultato significativo: le società con una maggiore esposizione alla contabilizzazione al fair value hanno mostrato un impatto meno pronunciato sulla rilevanza del valore contabile del patrimonio netto e dell'utile netto durante la crisi.

Questo suggerisce che l'uso del fair value potrebbe aver mitigato gli effetti della crisi sulla percezione del valore delle società da parte degli investitori.

Questi risultati contribuiscono alla letteratura esistente sulla valutazione delle informazioni contabili in periodi di crisi finanziaria, evidenziando il ruolo critico giocato dalla contabilizzazione al fair value nel modulare la rilevanza del valore contabile e dell'utile netto.

Inoltre, lo studio offre ulteriori spunti per comprendere come le politiche contabili influenzino la percezione degli investitori sulla solidità finanziaria delle società, in particolare nel settore finanziario.

Espandendo l'analisi oltre il settore finanziario, Louis Eugenio et al., 2019 valutano la value relevance delle informazioni contabili prima, durante e dopo la crisi finanziaria globale del 2008 per le società non finanziarie quotate in borsa in Asia orientale.

L'obiettivo principale è esaminare come la percezione del valore contabile del patrimonio netto (BV), dell'utile per azione (EPS) e del flusso di cassa operativo per azione (CFO) sia variata in risposta alla crisi finanziaria, nonché di determinare quali di queste misure contabili mostrino una maggiore rilevanza durante periodi di instabilità economica.

Per raggiungere questi obiettivi, è stato utilizzato un approccio basato sull'analisi dei dati panel, che ha coperto il periodo dal 2000 al 2016 e ha coinvolto dati finanziari e di mercato di aziende quotate in borsa in paesi come Hong Kong, Indonesia, Malesia, Filippine, Singapore e Taiwan.

Sono stati esaminati quattro modelli attraverso tecniche di regressione per determinare la rilevanza incrementale e relativa di BV, EPS e CFO durante i tre periodi identificati: pre-crisi, crisi e post-crisi.

I risultati hanno rivelato variazioni significative nella rilevanza del valore delle informazioni contabili durante i diversi periodi considerati.

Prima della crisi, il valore contabile del patrimonio netto (BV) e l'utile per azione (EPS) hanno mostrato una rilevanza costante e significativa. Durante la crisi, mentre BV ha mantenuto una rilevanza incrementale costante, EPS ha visto un aumento significativo della sua rilevanza relativa. Dopo la crisi, entrambi hanno recuperato parte della loro rilevanza relativa, sebbene non ai livelli pre-crisi.

Il flusso di cassa operativo per azione (CFO), al contrario, non ha dimostrato una significativa rilevanza di valore incrementale in nessuno dei periodi analizzati, contrariamente alle aspettative basate su studi precedenti.

Questo studio suggerisce che durante le crisi finanziarie, come quella del 2008, gli investitori tendono a considerare diversamente le informazioni contabili, dando più peso a misure di stabilità e liquidità come BV ed EPS rispetto al CFO.

Le implicazioni pratiche suggeriscono che durante periodi di instabilità economica, le autorità di regolamentazione contabile dovrebbero concentrarsi sul miglioramento della qualità e della

rilevanza delle informazioni finanziarie, garantendo che gli investitori possano prendere decisioni informate anche in condizioni di mercato difficili.

Oltre alle misurazioni contabili, un altro aspetto cruciale esaminato durante la crisi è la qualità della gestione del rischio.

L'articolo di Baxter et al., 2013 esplora diversi aspetti legati alla qualità dei programmi di Enterprise Risk Management (ERM) nelle società di servizi finanziari.

Il documento si propone di indagare se una qualità più elevata dell'ERM migliora le prestazioni aziendali e trasmette credibilità ai mercati finanziari, specialmente in contesti di crisi come la recente crisi finanziaria globale.

L'autore inizia descrivendo l'ERM come un quadro sviluppato con l'assistenza della professione contabile, progettato per integrare la gestione di tutte le fonti di rischio all'interno di un'organizzazione.

Tuttavia, riconosce che la ricerca pregressa sui sistemi di controllo di gestione, inclusi gli ERM, ha prodotto risultati contrastanti a causa delle difficoltà comuni nella misurazione della loro efficacia.

Utilizzando le valutazioni di Standard & Poor's sulla qualità dell'ERM nelle società finanziarie, l'articolo trova che una qualità più elevata dell'ERM è associata a una maggiore complessità operativa, minori vincoli di risorse e a una migliore governance aziendale. Inoltre, una migliore qualità dell'ERM è correlata a un miglioramento delle performance contabili delle aziende.

Durante la crisi finanziaria globale, l'analisi rivela che la qualità degli ERM non ha mostrato una relazione significativa con le performance di mercato prima e durante il crollo, ma le aziende con un ERM di alta qualità hanno registrato rendimenti superiori durante la fase di ripresa del mercato.

Questi risultati suggeriscono che i mercati reagiscono positivamente ai segnali di un controllo gestionale più forte derivante dalle valutazioni iniziali e dalle revisioni della qualità degli ERM, oltre a rispondere in modo più robusto alle sorprese sugli utili nelle aziende con ERM di qualità superiore.

Complessivamente, l'articolo conclude che l'implementazione di controlli di alta qualità che integrano gli sforzi di gestione del rischio in tutta l'azienda porta a una migliore supervisione del comportamento di assunzione del rischio da parte dei manager e allinea tale comportamento con la strategia aziendale.

Questo non solo migliora le prestazioni aziendali, ma rafforza anche la fiducia del mercato finanziario nella capacità dell'azienda di gestire efficacemente i rischi.

Infine, un'ulteriore dimensione rilevante durante la crisi è la reputazione aziendale.

Raithel et al., 2010 verificano il valore-rilevanza della reputazione aziendale durante periodi di crisi economica, oltrepassando il tradizionale focus sulla componente cognitiva della reputazione. L'obiettivo è integrare le percezioni di diversi gruppi di stakeholder, esplorando sia la componente affettiva che quella cognitiva della reputazione.

Il documento utilizza due sondaggi su larga scala, condotti prima e dopo la crisi finanziaria del 2008, per valutare la reputazione delle principali società quotate in borsa in Germania. Utilizzando un modello integrato che include variabili contabili standard, come vendite e redditività delle attività, analizza il legame tra la reputazione aziendale percepita dai diversi gruppi di stakeholder e il valore futuro dell'azienda.

Durante la crisi finanziaria, le aziende non sono state in grado di evitare l'impatto negativo complessivo, ma l'entità di questo impatto è stata influenzata dalle dinamiche della reputazione aziendale.

In particolare, il valore aziendale è stato significativamente associato alla percezione affettiva della reputazione da parte del pubblico generale e alla componente cognitiva percepita dagli opinion leader. Le aziende che sono riuscite a mantenere o migliorare la propria reputazione hanno subito minori perdite di valore durante la crisi.

La ricerca si limita alle grandi aziende tedesche e a un periodo temporale specifico. Tuttavia, suggerisce che gestire attivamente la reputazione aziendale può mitigare gli impatti negativi delle crisi economiche, concentrando l'attenzione su driver non solo finanziari ma anche sulla percezione emotiva e sociale dell'azienda.

I manager possono influenzare la gestione della reputazione aziendale, proteggendo l'azienda



dagli effetti negativi delle crisi economiche.

Concentrarsi su aspetti non finanziari come la responsabilità sociale d'impresa può essere cruciale per migliorare la resilienza aziendale durante i periodi di turbolenza economica.

Questo studio amplia le conoscenze esistenti sulla reputazione aziendale, dimostrando che la componente affettiva è altrettanto importante quanto quella cognitiva. Suggestisce inoltre che considerare le percezioni di un ampio spettro di stakeholder può migliorare la comprensione complessiva della reputazione aziendale e del suo impatto sul valore aziendale.

In sintesi, questi studi evidenziano l'importanza di una valutazione contabile accurata e di una gestione del rischio efficace durante le crisi finanziarie.

L'adozione di pratiche di fair value, l'implementazione di programmi di ERM di alta qualità e una gestione attiva della reputazione aziendale emergono come elementi chiave per mitigare gli effetti negativi delle crisi economiche e migliorare la resilienza delle aziende.

Queste scoperte offrono importanti spunti per le politiche contabili e le strategie di gestione aziendale, sottolineando il valore delle informazioni contabili e della reputazione aziendale nel sostenere la fiducia degli investitori e la stabilità finanziaria.

### 3.1.3 L'ACCOUNTING DELLA VALUE RELEVANCE

Negli ultimi decenni, l'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) ha rivoluzionato il panorama contabile globale, promuovendo l'armonizzazione e la comparabilità delle informazioni finanziarie tra le aziende a livello internazionale.

Questo ha suscitato un ampio interesse accademico e pratico sull'effetto di tali standard sulla rilevanza del valore delle informazioni contabili.

Questa introduzione esplorerà sinteticamente nove studi che analizzano vari aspetti dell'impatto degli IFRS sulla rilevanza del valore, evidenziando le loro conclusioni e implicazioni per la teoria e la pratica contabile.

Martínez et al., 2014 Questo testo esplora l'adozione obbligatoria degli IFRS in Spagna e analizza come le modifiche contabili abbiano influenzato la percezione degli investitori sulle informazioni finanziarie.

Viene studiata la reazione del mercato all'adozione obbligatoria degli International Financial Reporting Standards (IFRS) in Spagna, esaminando come le informazioni contenute negli aggiustamenti di riconciliazione IFRS, rispetto ai principi contabili generalmente accettati locali (GAAP), influenzino la rilevanza del valore delle informazioni contabili.

L'adozione degli IFRS in Spagna è stata effettuata in due fasi:

1. Pubblicazione dei numeri aggregati delle differenze contabili.
2. Pubblicazione delle singole rettifiche IFRS riguardanti il valore contabile del patrimonio netto e degli utili.

Questa tempistica unica ha permesso di osservare come il mercato valutasse l'impatto delle nuove politiche contabili e le differenze rispetto ai precedenti GAAP.

Il principale obiettivo è capire se l'adozione degli IFRS abbia migliorato la rilevanza del valore delle informazioni contabili per gli investitori e se le singole rettifiche IFRS siano considerate preziose e significative dal mercato.

Lo studio analizza le reazioni del mercato durante il periodo di transizione in cui le aziende

spagnole hanno adottato gli IFRS. L'analisi si concentra sulla fase 2, in cui sono state pubblicate le singole rettifiche, per valutare come queste influenzino la percezione degli investitori.

Dalla ricerca svolta non è stata trovata evidenza di un aumento della rilevanza del valore delle informazioni contabili dopo l'adozione degli IFRS.

Gli investitori considerano significativi i singoli aggiustamenti di riconciliazione IFRS pubblicati nella fase 2, in particolare quelli riguardanti:

- Valutazione al mercato degli strumenti finanziari
- Aggiustamenti di beni immateriali
- Accantonamenti
- Rettifiche di valore a immobili, impianti e macchinari
- Rettifiche alle scorte
- Benefici pensionistici

I risultati sono più significativi per le imprese con basso livello di indebitamento.

Il mercato valuta positivamente il carattere informativo degli aggiustamenti di riconciliazione una volta completata la transizione al ciclo di informativa IFRS. Anche se non c'è un aumento generale della rilevanza del valore delle informazioni contabili post-IFRS, i singoli aggiustamenti sono apprezzati dagli investitori, indicando l'importanza della trasparenza e della specificità delle informazioni contabili fornite.

Dopo aver esaminato l'adozione degli IFRS in Spagna, possiamo ora approfondire come queste normative internazionali influenzino la rilevanza del valore nei rendiconti finanziari, come discusso nel Imhanzenobe, 2022. L'elaborato verifica come l'adozione degli IFRS influenzi la rilevanza del valore dei rendiconti finanziari e come ciò rifletta nei prezzi delle azioni, approfondendo l'impatto degli IFRS sulla trasparenza e sull'utilità delle informazioni contabili.

L'articolo esplora come i prezzi delle azioni riflettano le informazioni finanziarie disponibili sulle aziende, con particolare attenzione al ruolo dei principi contabili. In particolare, analizza come l'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) influenzi la rilevanza del valore, cioè la misura in cui i dati contabili spiegano i cambiamenti nei prezzi delle azioni.

I prezzi delle azioni sono influenzati dai dati contabili, come gli utili e i valori contabili. La

"rilevanza del valore" è definita come la misura in cui i cambiamenti nei dati contabili spiegano i cambiamenti nei prezzi delle azioni. I principi contabili determinano il carattere informativo dei dati di bilancio e l'adozione degli IFRS ha il potenziale di migliorare la qualità e la trasparenza dei rendiconti finanziari, rendendo i dati contabili più rilevanti per gli investitori.

Negli Stati Uniti, studi pionieristici hanno riscontrato un calo della rilevanza del valore dei rendiconti finanziari. In altri paesi, l'adozione degli IFRS ha portato a un aumento della rilevanza del valore. Tuttavia, alcuni studi non hanno rilevato miglioramenti significativi, attribuendo questo a fattori come interferenze governative, conformità simulata e applicazione impropria. Durante la crisi finanziaria, la rilevanza del valore è diminuita in tutti i paesi analizzati, ma in modo diverso.

L'articolo sottolinea che l'adozione degli IFRS può influenzare significativamente le decisioni di investimento migliorando la trasparenza e la qualità dei dati finanziari. L'efficienza e la liquidità dei mercati azionari sono cruciali per lo sviluppo economico, e i principi contabili giocano un ruolo importante in questo contesto. Lo studio raccomanda l'adozione degli IFRS come mezzo per migliorare la rilevanza del valore, evidenziando l'importanza di un'applicazione adeguata e di un ambiente normativo solido per massimizzare i benefici dell'adozione degli IFRS.

L'articolo conclude che, nonostante alcune controversie e risultati contrastanti, l'adozione degli IFRS tende generalmente a migliorare la rilevanza del valore dei rendiconti finanziari, rendendoli più utili per gli investitori. Tuttavia, l'efficacia di questi principi contabili dipende anche dal contesto normativo e dall'applicazione pratica nei vari paesi.

Imhanzenobe, 2022 ha evidenziato l'importanza dell'adozione degli IFRS per la trasparenza delle informazioni contabili. A questo proposito, il contributo di (Al-Refiay et al., 2023) sugli effetti degli IFRS in Regno Unito, Francia e Germania offre un'ulteriore prospettiva sull'impatto delle normative contabili internazionali sulla value relevance, fornendo una panoramica delle variazioni nella percezione del mercato e nella qualità delle informazioni contabili dopo l'adozione degli IFRS.

L'articolo esamina l'impatto dell'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) sulla rilevanza del valore (VR) delle informazioni finanziarie in tre paesi: Regno Unito, Francia e Germania. Utilizzando metodi quantitativi e analisi statistica tramite SPSS, lo studio

analizza dati raccolti prima e dopo l'adozione degli IFRS (periodi 2000-2004, 2006-2015 e durante la crisi finanziaria del 2008).

I risultati mostrano variazioni significative nella rilevanza del valore tra i tre paesi, con una riduzione della VR nel Regno Unito, ma un aumento in Francia e Germania. Durante la crisi finanziaria, la rilevanza del valore è diminuita in tutti e tre i paesi. Lo studio utilizza il modello di regressione di Ohlson (1995) per testare il legame tra valore contabile (BV) e utile per azione (EPS) e confronta le informazioni contabili secondo gli IFRS con i principi contabili generalmente accettati (GAAP) nazionali.

L'adozione degli IFRS ha portato a una maggiore qualità delle informazioni contabili, ma con risultati contrastanti. In generale, la qualità contabile è migliorata con gli IFRS, ma l'impatto varia tra i paesi. Lo studio evidenzia la necessità di ulteriori ricerche sull'adozione degli IFRS in diversi contesti, specialmente durante periodi di crisi economica, e sui loro effetti sulla qualità contabile.

I risultati contrastanti derivanti dall'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) evidenziati nell'articolo includono le seguenti osservazioni:

1. Variazione della Rilevanza del Valore tra i Paesi:

- Nel Regno Unito, l'adozione degli IFRS ha diminuito il valore contabile (BV).
- In Francia e Germania, l'adozione degli IFRS ha aumentato il BV.
- Durante la crisi finanziaria, la rilevanza del valore (VR) è diminuita in tutti e tre i paesi, ma in misura diversa.

2. Impatti Differenti sulla Qualità Contabile:

- Alcuni studi hanno trovato che gli IFRS migliorano la qualità contabile, rendendo i bilanci più utili per gli investitori.
- Altri studi non hanno trovato un miglioramento significativo o hanno rilevato una riduzione della qualità contabile.

3. Effetti Specifici su BV e EPS:

- I risultati mostrano che BV ed EPS presentati secondo gli IFRS possono essere più utili

per gli investitori in alcuni paesi, ma non in altri.

- Durante la crisi finanziaria, i GAAP nazionali hanno mostrato una maggiore rilevanza di valore rispetto agli IFRS in termini di BV, ma non per EPS.

#### 4. Confronti Internazionali e Variazioni nei Contesti:

- Gli effetti degli IFRS variano non solo tra paesi diversi ma anche in contesti temporali differenti (prima e dopo la crisi finanziaria).
- La comparabilità transfrontaliera è migliorata con gli IFRS, ma l'impatto effettivo sui mercati locali e sulla qualità delle informazioni contabili è stato incoerente.

#### 5. Opinioni Contrapposte sugli Effetti degli IFRS:

- Alcuni ricercatori, come Barth et al. (2008) e Liu et al. (2012), hanno trovato che gli IFRS migliorano la significatività di BV ed EPS.
- Altri, come Hung & Subramanyam (2007), hanno sostenuto che gli IFRS possono ridurre la rilevanza del valore.

#### 6. Controversie sulla Qualità dei Dati Contabili:

- Nonostante l'introduzione degli IFRS, la qualità dei dati contabili non è migliorata uniformemente in tutti i paesi.
- Alcuni accademici hanno segnalato che la mancanza di un aumento sostanziale del BV indica che i dati contabili basati sugli IFRS potrebbero non essere più rilevanti in termini di valore.

In sintesi, mentre gli IFRS sono stati adottati con l'obiettivo di migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni contabili, il loro impatto effettivo sulla rilevanza del valore e sulla qualità contabile è variato notevolmente tra i paesi e nei diversi periodi di tempo.

Esplorando l'impatto degli IFRS sulla percezione del valore aziendale in Europa, possiamo ora considerare come queste normative contabili influenzino le dinamiche interne delle imprese, come discusso nel contesto delle aziende familiari in Indonesia da Kuncara Widagdo, 2019. Si concentra sull'impatto della gestione degli utili e delle caratteristiche delle imprese familiari sulla rilevanza del valore prima e dopo l'adozione degli IFRS in Indonesia. È utile per approfondire

come le dinamiche interne alle aziende possano influenzare la percezione della qualità delle informazioni contabili.

Questo studio esamina l'impatto della gestione degli utili e delle imprese familiari sulla rilevanza degli utili e sul valore contabile del patrimonio netto prima e dopo l'adozione degli IFRS. I campioni erano società manifatturiere quotate alla Borsa dell'Indonesia (IDX). Basandosi sull'analisi dei dati del panel, i risultati mostrano che prima dell'adozione degli IFRS, quando le imprese familiari si impegnano nella gestione degli utili, non vi è alcuna riduzione della rilevanza del valore degli utili e non vi è alcun aumento della rilevanza del valore contabile. Dopo l'adozione degli IFRS, quando le imprese familiari si impegnano nella gestione degli utili, vi è una riduzione della rilevanza del valore degli utili, ma non vi è alcun aumento della rilevanza del valore contabile. Questo risultato indica che l'effetto di trinceramento domina le imprese familiari in Indonesia dopo l'adozione degli IFRS.

La rilevanza del valore può essere definita come il coefficiente significativo delle informazioni contabili sul prezzo delle azioni o il valore R2 degli utili contabili e delle regressioni del valore contabile sui prezzi delle azioni. Maggiore è la rilevanza del valore, maggiore è il numero di rendiconti finanziari su cui si può fare affidamento per prendere decisioni di investimento e, di conseguenza, maggiore è l'associazione tra le voci di bilancio e il prezzo o il rendimento delle azioni di un'impresa. Un approccio coerente postula che le informazioni contabili avranno rilevanza e rifletteranno i prezzi delle azioni se gli utenti le troveranno utili. L'istituzione degli IFRS mira a sviluppare principi di rendicontazione finanziaria di alta qualità riconosciuti a livello internazionale. L'International Accounting Standards Committee (IASC) e i suoi successori, l'International Accounting Standards Board (IASB), hanno emesso principi basati su principi. Si sostiene che l'adozione degli IFRS migliori il funzionamento dei mercati globali dei capitali fornendo informazioni comparabili e di alta qualità agli investitori.

Fino al 2008, la maggior parte dei principi contabili applicati in Indonesia sono stati adattati dagli US GAAP. L'Indonesian Institute of Chartered Accountants (IAI) ha successivamente annunciato una dichiarazione ufficiale sul piano di convergenza completa del PSAK indonesiano (Statement of Financial Accounting Standards) con gli IFRS il 1° gennaio 2009, con effetto dal 1° gennaio 2012. Gli studi esistenti mostrano evidenze contrastanti sulla rilevanza in termini di valore delle informazioni contabili ai sensi degli IAS/IFRS rispetto ai GAAP nazionali. Alcuni

studi hanno rivelato che gli utili e i valori contabili sono più rilevanti in base agli IFRS rispetto ai GAAP nazionali, mentre altri studi hanno concluso che l'adozione degli IFRS non ha avuto alcun effetto, o ha prodotto un effetto limitato sulla rilevanza del valore contabile e degli utili.

La qualità dell'informazione contabile è correlata al fatto che la direzione è il compilatore del bilancio. Il management ha accesso a informazioni private e sulle prospettive future dell'azienda più di quanto non facciano gli investitori, il che porta a un'asimmetria informativa. Tale condizione incoraggia il management a porre in essere condotte opportunistiche e ad attuare politiche contabili che seguano i propri interessi. Inoltre, i principi contabili forniscono la flessibilità di preferire una serie di politiche se la performance del management è misurata sulla base degli utili. Questo comportamento disfunzionale è chiamato comportamento di gestione degli utili. Come conseguenza del comportamento di gestione degli utili, il bilancio non riflette più le condizioni effettive; quindi, gli investitori non sono in grado di fare affidamento interamente sulle informazioni presentate per misurare la performance dell'azienda. Per garantire la disponibilità di informazioni migliori, gli investitori sono tenuti a trovare altre fonti alternative per condurre tale misura.

La maggior parte delle aziende in tutto il mondo sono a conduzione familiare. I tradizionali conflitti di agenzia tra proprietario-manager, cioè i problemi di agenzia di tipo I, sono ridotti nelle aziende a conduzione familiare che diventano pubbliche. Tuttavia, la concentrazione della proprietà e della gestione in queste società può causare problemi di agenzia di tipo II, in quanto le famiglie possono agire opportunisticamente e rilevare la ricchezza dalle società a spese degli azionisti di minoranza. Poiché la maggior parte delle società quotate in borsa in Indonesia sono società a conduzione familiare, c'è il rischio di problemi di agenzia di tipo II.

Questo studio apporta diversi contributi. In primo luogo, il risultato costituisce un'ulteriore prova per la letteratura sulla rilevanza del valore e sul ruolo della gestione degli utili prima e dopo l'adozione degli IFRS. Poiché la maggior parte degli studi esistenti sulla rilevanza del valore e sugli IFRS sono stati condotti con dati provenienti dagli Stati Uniti e dai paesi europei, questo studio colma le lacune della letteratura esistente esaminando gli effetti della gestione degli utili nei mercati emergenti. Gli studi sull'effetto della proprietà familiare sulla rilevanza del valore sono ancora molto rari sia nei paesi in via di sviluppo che in quelli sviluppati. L'azienda a conduzione familiare presenta un accordo di agenzia unico nel suo genere. Ci sono due possibili



effetti contrastanti dell'ipotesi di allineamento e trinceramento; quindi, l'effetto sulla rilevanza del valore è interessante da esaminare.

Questo studio mira a valutare l'impatto della gestione degli utili e delle imprese familiari sul valore della rilevanza degli utili e sul valore contabile del patrimonio netto prima e dopo l'adozione degli IFRS. L'esame applicato al campione totale fornisce i seguenti risultati: prima dell'adozione degli IFRS, quando le imprese si impegnano nella gestione degli utili, non vi è alcun cambiamento sia della rilevanza degli utili che del valore contabile; dopo l'adozione degli IFRS, quando le imprese si impegnano nella gestione degli utili, vi è una riduzione della rilevanza per il valore degli utili, ma non vi è alcun aumento della rilevanza per il valore contabile. L'esame applicato al sottocampione delle imprese familiari e non familiari fornisce i seguenti risultati: prima dell'adozione degli IFRS, quando le imprese familiari si impegnano nella gestione degli utili, non vi è alcun cambiamento la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile; dopo l'adozione degli IFRS, quando le imprese familiari si impegnano nella gestione degli utili, vi è una riduzione della rilevanza del valore degli utili, ma non vi è alcun aumento della rilevanza del valore contabile. Questo risultato indica che, dopo l'adozione degli IFRS, la gestione degli utili da parte dei gestori è opportunistica. Vi è quindi un'indicazione che l'effetto di trinceramento domina le imprese familiari in Indonesia dopo l'adozione degli IFRS.

L'analisi di Kuncara Widagdo (2019) ci porta a riflettere sull'importanza del contesto istituzionale nell'applicazione degli IFRS. A questo proposito, il lavoro di Hung, 2000 sull'uso della contabilità per competenza in vari contesti nazionali fornisce un confronto significativo con l'approccio standardizzato degli IFRS. Esamina come l'uso della contabilità per competenza influenzi la rilevanza del valore in contesti nazionali con diversi livelli di protezione degli azionisti.

Lo scopo dello studio è quello di esaminare come l'uso della contabilità per competenza influenzi la rilevanza del valore dei rendiconti finanziari in contesti nazionali caratterizzati da diversi livelli di protezione degli azionisti. La contabilità per competenza, che registra le transazioni al momento dell'incorrere degli obblighi finanziari, è confrontata con la contabilità di cassa, che registra le transazioni solo quando il denaro effettivamente cambia di mano. Questo studio utilizza un campione di 17.743 osservazioni annuali di aziende industriali in 21 paesi dal 1991 al 1997.

Lo svolgimento della ricerca comprende l'analisi dei dati attraverso modelli statistici che valutano come l'uso prevalente della contabilità per competenza influenzi la percezione del mercato riguardo ai rendiconti finanziari aziendali. I paesi sono classificati in base al livello di protezione degli azionisti, utilizzando indicatori come i diritti antidirettore e il sistema legale vigente, seguendo le definizioni di La Porta et al. (1996) e Ball et al. (2000a, 2000b).

I risultati indicano che l'uso estensivo della contabilità per competenza ha un impatto negativo sulla rilevanza del valore dei rendiconti finanziari nei paesi con una debole protezione degli azionisti. In queste giurisdizioni, dove i diritti degli azionisti sono meno protetti e la trasparenza è inferiore, i manager hanno maggiori opportunità di manipolare i dati contabili a proprio vantaggio. Questa situazione riduce la fiducia del mercato nelle informazioni contabili e ne diminuisce la rilevanza per la valutazione delle aziende.

Al contrario, nei paesi con una forte protezione degli azionisti, l'effetto negativo della contabilità per competenza sulla rilevanza del valore dei rendiconti finanziari è attenuato. Qui, normative più rigorose e una maggiore vigilanza sulle pratiche contabili limitano le possibilità di manipolazione dei dati finanziari. Pertanto, le informazioni contabili rimangono più affidabili e pertinenti per gli investitori e altri utilizzatori esterni.

Questi risultati supportano l'ipotesi che il contesto istituzionale, in particolare il livello di protezione degli azionisti, moduli l'efficacia della contabilità per competenza nel fornire informazioni utili e affidabili. L'articolo conclude sottolineando l'importanza di considerare la governance aziendale e le normative contabili nazionali quando si definiscono le politiche relative alla contabilità per competenza, al fine di migliorare la qualità e la rilevanza delle informazioni finanziarie per tutti gli stakeholder aziendali.

In sintesi, questo studio contribuisce alla letteratura evidenziando come le caratteristiche istituzionali nazionali influenzino l'uso e l'efficacia della contabilità per competenza, con implicazioni significative per la teoria e la pratica della contabilità internazionale e della governance aziendale.

Contrapponendo le metodologie contabili nazionali agli standard globali come gli IFRS, possiamo esaminare come migliorare la comparabilità contabile tra aziende pubbliche e private, come discusso nel contesto delle fusioni e acquisizioni da Bourveau et al., 2023. Analizza come

la comparabilità contabile tra aziende pubbliche e private influenzi la rilevanza del valore delle informazioni finanziarie, con un focus sulle fusioni e acquisizioni.

Lo studio si propone di esaminare come una maggiore comparabilità contabile tra aziende pubbliche e private influenzi la rilevanza del valore delle informazioni finanziarie riportate dalle aziende private, particolarmente in contesti di fusioni e acquisizioni (M&A). L'obiettivo è fornire evidenze empiriche su come questa comparabilità possa facilitare l'uso dei multipli di valutazione delle aziende pubbliche nelle valutazioni delle aziende private, aumentando così l'importanza delle informazioni finanziarie riportate da queste ultime.

Lo studio si articola in tre fasi principali:

1. Formulazione delle ipotesi e raccolta dei dati: Inizialmente, sono state condotte interviste semi-strutturate con esperti di M&A per comprendere come la comparabilità contabile influenzi la valutazione delle aziende private. Gli esperti hanno indicato che la comparabilità contabile facilita l'applicazione diretta dei multipli delle aziende pubbliche al reporting finanziario delle aziende private, aumentando la rilevanza del valore delle informazioni finanziarie delle aziende private nelle valutazioni.
2. Ricerca empirica: Utilizzando un ampio campione di transazioni M&A nell'Unione Europea, il team ha analizzato le valutazioni di oltre 14.000 operazioni tra aziende private. I dati sono stati estratti dai database Zephyr e Orbis di Bureau van Dijk, consentendo di confrontare l'effetto della comparabilità contabile tra aziende private che adottano gli IFRS e quelle che seguono i GAAP locali.
3. Risultati e conclusioni: I risultati hanno dimostrato che le informazioni finanziarie riportate dalle aziende private che seguono gli stessi standard contabili delle aziende pubbliche sono percepite come più rilevanti in termini di valore nelle valutazioni M&A. Questo effetto è stato particolarmente evidente quando le informazioni pubbliche di riferimento erano più precise, suggerendo che la comparabilità contabile riduce l'incertezza nella valutazione delle aziende private.

Inoltre, lo studio ha esaminato le implicazioni di lungo termine dell'adozione degli IFRS da parte delle aziende pubbliche, confrontando la rilevanza del valore delle aziende private che seguono gli IFRS con quelle che continuano a seguire i GAAP locali. È emerso che le aziende private con

una maggiore comparabilità contabile con le pubbliche (cioè quelle che adottano gli IFRS) hanno una maggiore rilevanza del valore nel loro reporting finanziario.

Questo lavoro contribuisce significativamente alla letteratura esistente, evidenziando l'importanza della comparabilità contabile per migliorare la precisione e l'affidabilità delle valutazioni aziendali nei contesti di M&A. Le conclusioni hanno implicazioni pratiche per gli standard setter contabili, suggerendo che politiche che favoriscono una maggiore armonizzazione tra i principi contabili delle aziende pubbliche e private potrebbero migliorare l'efficienza e l'accuratezza delle valutazioni aziendali nel mercato globale.

In sintesi, lo studio dimostra che una maggiore comparabilità contabile tra aziende pubbliche e private non solo facilita l'uso dei multipli di valutazione delle aziende pubbliche nelle valutazioni delle aziende private, ma aumenta anche la rilevanza del valore delle informazioni finanziarie riportate dalle aziende private stesse, migliorando la trasparenza e la fiducia nel mercato delle M&A.

Esaminando l'effetto delle normative contabili sulle valutazioni aziendali, possiamo ora confrontare come gli IFRS influenzino la rilevanza del valore in Europa, come evidenziato da (Clarkson et al., 2011). Esplora l'impatto degli IFRS in Europa e Australia sulla rilevanza del valore contabile e degli utili per la valutazione delle azioni.

Questa ricerca analizza l'impatto dell'adozione degli IFRS (International Financial Reporting Standards) in Europa e Australia sulla rilevanza del valore contabile e degli utili per la valutazione delle azioni. Utilizzando un campione di 3488 aziende che hanno adottato gli IFRS nel 2005, lo studio confronta i dati riportati per il 2004 secondo i principi contabili nazionali con i dati IFRS del 2004 riformulati. La ricerca è stata svolta su un Campione di 3488 aziende da 14 paesi dell'UE e dall'Australia. I dati fanno riferimento al periodo del 2004 (pre-IFRS) e 2005 (post-IFRS). I Modelli utilizzati sono quelli di prezzo lineari tradizionali e modelli non lineari con termini di prodotto incrociato tra utili per azione (EPS) e valore contabile per azione (BVPS). Arrivando alle seguenti conclusioni. I paesi di Code Law mostrano una maggiore variazione percentuale negli utili e nei valori contabili rispetto ai paesi di Common Law dopo l'adozione degli IFRS. Gli IFRS hanno incrementato il valore contabile e gli utili nei paesi di Code Law, suggerendo che i precedenti GAAP erano più conservativi.

Dopo l'adozione degli IFRS, si osserva una maggiore non linearità nella relazione tra prezzi delle azioni e informazioni contabili, soprattutto nei paesi di Common Law.

Introducendo il termine di prodotto incrociato nei modelli di prezzo, si evidenzia che non c'è stato un cambiamento significativo nella rilevanza dei prezzi per i paesi di Common Law, suggerendo che l'aumento della non linearità ha influenzato i risultati nei modelli lineari.

Gli IFRS hanno ridotto la differenza nella distribuzione degli errori di misurazione tra i paesi di Code Law e Common Law, migliorando la comparabilità delle informazioni finanziarie.

La qualità dell'informazione finanziaria, misurata tramite l'errore di misurazione, si è uniformata tra i due gruppi di paesi dopo l'adozione degli IFRS.

L'adozione degli IFRS ha migliorato la comparabilità delle informazioni finanziarie tra paesi con differenti precedenti GAAP. La differenza nell'errore di misurazione tra paesi di Code Law e Common Law è stata eliminata, indicando una qualità informativa più uniforme post-IFRS.

I risultati sono rilevanti per i paesi che stanno considerando l'adozione degli IFRS, come Canada e Stati Uniti, poiché mostrano i benefici in termini di comparabilità e qualità informativa derivanti dalla conversione agli IFRS.

In sintesi, lo studio suggerisce che l'adozione degli IFRS ha portato a un miglioramento della qualità e della comparabilità delle informazioni finanziarie, riducendo le differenze precedentemente esistenti tra i paesi di Code Law e Common Law.

Approfondendo ulteriormente l'analisi sulla comparabilità contabile, come discusso da Bourveau et al. (2023), si esplora l'impatto dell'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) nelle borse europee (Devalle et al., 2010). La ricerca esamina l'impatto dell'adozione obbligatoria degli International Financial Reporting Standards (IFRS) sulle società quotate in cinque borse europee (Francoforte, Madrid, Parigi, Londra e Milano) a partire dal 1° gennaio 2005. Gli IFRS sono stati introdotti con l'intento di migliorare la qualità contabile e aumentare la rilevanza del valore, cioè il collegamento tra le performance aziendali misurate attraverso la contabilità e quelle riflesse nei mercati finanziari.

La ricerca si è focalizzata su un campione di 3.721 società e ha utilizzato analisi di regressione dei dati panel, insieme a test di Chow per individuare eventuali rotture strutturali nei coefficienti

di regressione intorno all'anno di adozione degli IFRS.

I principali risultati indicano che, per l'intero campione considerato, c'è stata una tendenza all'aumento dell'influenza degli utili sul prezzo delle azioni, mentre la rilevanza del valore contabile del patrimonio netto è diminuita. Tuttavia, gli effetti degli IFRS sono stati eterogenei tra i diversi paesi:

In Germania e in Francia, si è osservato un aumento della rilevanza degli utili. In Germania, Spagna e Francia, invece, si è registrata una diminuzione della rilevanza del valore contabile del patrimonio netto. In Spagna, complessivamente, la rilevanza del valore è diminuita.

Il potere esplicativo delle regressioni è aumentato per l'intero campione e in particolare per la Francia, mentre è diminuito per la Germania e la Spagna.

Nonostante l'implementazione degli IFRS, non sono emersi miglioramenti significativi nel livellamento degli utili né nel riconoscimento tempestivo delle perdite, due indicatori di qualità contabile.

Complessivamente, l'obiettivo di una maggiore comparabilità transfrontaliera delle informazioni contabili non sembra essere stato completamente raggiunto, dato che le differenze nei sistemi contabili europei sono rimaste significative.

In conclusione, mentre gli IFRS hanno avuto impatti positivi su alcune metriche di rilevanza del valore in alcuni paesi, l'efficacia complessiva della loro adozione varia notevolmente tra i diversi contesti nazionali, suggerendo la necessità di ulteriori ricerche per comprendere appieno i fattori che influenzano il loro impatto e l'eventuale necessità di ulteriori armonizzazioni.

In continuità con la ricerca di Devalle et al. (2010) sull'impatto degli IFRS nelle borse europee, (Alaeddin et al., 2019) esaminano come l'adozione degli IFRS influenzi la rilevanza del valore contabile del patrimonio netto e del reddito per le società manifatturiere indonesiane

Questo articolo si propone di esaminare l'effetto dell'adozione degli International Financial Reporting Standards (IFRS) sulla rilevanza del valore contabile del patrimonio netto e del reddito per le società manifatturiere quotate in Borsa in Indonesia. Lo studio si concentra sul periodo 2009-2013, con l'anno 2011 come punto di separazione tra il periodo prima e dopo l'adozione degli IFRS.



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

I risultati dello studio suggeriscono che, nonostante l'adozione degli IFRS, non vi è stata una significativa miglioramento nella rilevanza del valore contabile del patrimonio netto e del reddito per le società manifatturiere in Indonesia. Ciò indica che gli IFRS non hanno portato a un aumento sostanziale nell'importanza attribuita da parte degli investitori ai dati contabili tradizionali come il patrimonio netto e il reddito per prendere decisioni di investimento.

Di conseguenza, l'articolo suggerisce che gli investitori potrebbero necessitare di informazioni aggiuntive o alternative per valutare in modo più completo le opportunità di investimento nelle società manifatturiere indonesiane quotate.

In conclusione, gli studi analizzati evidenziano un quadro complesso sull'impatto degli International Financial Reporting Standards (IFRS) sulla rilevanza del valore delle informazioni contabili. Se da un lato emerge una tendenza generale verso un miglioramento della trasparenza e della comparabilità delle informazioni finanziarie, dall'altro sono evidenti le variazioni in termini di contesti nazionali, performance aziendali e cicli economici.

### 3.1.4 RILEVANZA DELLA PERDITA DI ESERCIZIO

La valutazione delle imprese in perdita rappresenta un argomento complesso e variegato, con numerose sfaccettature che vanno oltre la semplice analisi dei profitti e delle perdite.

A partire dal pionieristico lavoro di Hayn (1995), si è sviluppato un interessante dibattito sulla value relevance dei valori di bilancio delle aziende in perdita, discutendo le soluzioni migliori per garantire che i modelli di value relevance siano correttamente specificati e producano risultati non distorti.

A partire dal pionieristico lavoro di Hayn (1995), si è sviluppato un dibattito tra i ricercatori di accounting sulla rilevanza del valore di bilancio delle aziende in perdita e su come migliorare i modelli di value relevance per evitare distorsioni.

Tra le diverse specificazioni del modello di Ohlson, si evince che i modelli sono più efficaci quando permettono intercette e coefficienti differenti per reddito e patrimonio netto a seconda che l'azienda sia in perdita o meno.

Per le aziende in perdita, il reddito d'esercizio è meno rilevante rispetto a quello delle aziende redditizie, mentre il patrimonio netto è più rilevante. Questo perché, per le loss firm, il patrimonio netto incorpora il valore di liquidazione e fornisce informazioni utili per le previsioni dei futuri flussi di cassa.

Gli articoli che verranno esibiti affronteranno questo tema da diverse prospettive, mettendo in evidenza il ruolo cruciale di vari fattori quali i beni immateriali, le spese in ricerca e sviluppo (R&S), e i dividendi.

(Matias Gama et al., 2017) esplorano come i mercati reagiscano alle perdite finanziarie delle aziende, contrariamente alla vasta letteratura che si concentra sui profitti.

L'articolo introduce il concetto di "perdite positive di valutazione", che dimostra come alcune aziende, in particolare nel settore delle telecomunicazioni, possano essere valutate positivamente dai mercati nonostante le perdite contabili.

Questa comprensione offre una visione più completa della dinamica dei mercati finanziari e dell'efficienza delle valutazioni di mercato.



Più nel dettaglio, questo articolo si focalizza sull'analisi della relazione tra i prezzi delle azioni delle aziende e i loro risultati finanziari, in particolare concentrandosi sul rapporto tra prezzi e perdite anziché sui profitti.

L'interesse principale è nato dagli studi fondamentali di Ball e Brown nel 1968, seguiti da Beaver nello stesso anno, che hanno iniziato a esplorare come i mercati reagiscano ai risultati positivi riportati dalle aziende.

La letteratura esistente ha ampiamente esaminato come i mercati valutino le aziende in base ai loro profitti, ma c'è stata una scarsa attenzione alla valutazione delle aziende che riportano perdite.

Questo articolo evidenzia che la ricerca su questo tema è contraddittoria e limitata, nonostante alcuni risultati significativi negli anni '90, particolarmente rilevanti per le società della nuova economia.

Il concetto di "perdite positive di valutazione" è stato introdotto, indicando che alcune aziende, nonostante le perdite contabili, potrebbero essere valutate positivamente dai mercati. Questo fenomeno è stato evidenziato in particolare nel settore delle telecomunicazioni, come documentato da Amir e Lev negli anni '80 e successivamente dai lavori più recenti nei settori della nuova economia.

L'articolo suggerisce che comprendere come e perché i mercati valutino positivamente le aziende con perdite possa offrire una prospettiva più completa sulla dinamica dei mercati finanziari e sull'efficienza delle valutazioni di mercato.

In modo simile, anche Kumari & Mishra, 2023 si concentrano sulla distinzione tra aziende con profitti e perdite, studiando l'influenza dei beni immateriali sulla rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del capitale proprio.

Questo studio ha lo scopo di esaminare come l'intensità dei beni immateriali influenzi la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del capitale proprio tra le aziende indiane quotate, suddividendole in quelle che registrano profitti e perdite.

In particolare, mira anche a valutare l'effetto dell'intensità immateriale sul valore delle spese di ricerca e sviluppo tra le aziende con risultati positivi e negativi.

Per raggiungere questi obiettivi, lo studio utilizza un'analisi empirica basata sul modello di Ohlson (1995).

Il campione di studio comprende un totale di 54.421 osservazioni per anno aziendale, riferite a società indiane quotate nel periodo dal 1992 al 2016.

I dati raccolti consentono di confrontare la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del patrimonio netto tra aziende con diverse intensità di beni immateriali.

Inoltre, vengono analizzate le differenze nella rilevanza delle informazioni di ricerca e sviluppo tra aziende con risultati positivi e negativi, considerando l'intensità dei beni immateriali.

I risultati dello studio indicano che la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del patrimonio netto varia significativamente in base all'intensità dei beni immateriali.

Fondamentalmente, nelle aziende ad alta intensità di beni immateriali che riportano profitti, gli utili sono maggiormente rilevanti in termini di valore, mentre il valore contabile del capitale netto è più rilevante nelle aziende con perdite.

Inoltre, si evidenzia che l'effetto dell'intensità immateriale sulla rilevanza delle informazioni di R&S è maggiore nelle aziende con risultati positivi rispetto a quelle con risultati negativi.

Questi risultati suggeriscono che l'intensità dei beni immateriali gioca un ruolo cruciale nella percezione del valore contabile e degli utili da parte degli investitori e degli analisti finanziari.

Le implicazioni pratiche di questo studio possono essere utili per i manager aziendali, i regolatori e gli investitori nel valutare e interpretare le performance aziendali in contesti dove la capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo è consentita e significativa.

Nell'articolo in questione, la differenza principale tra le aziende che riportano profitti e quelle che riportano perdite riguarda principalmente la rilevanza del valore degli utili e del valore contabile del patrimonio netto in relazione all'intensità dei beni immateriali.

Le Aziende con Profitti e Alta Intensità di Beni Immateriali presenta utili più rilevanti in termini di valore. Questo suggerisce che gli investitori attribuiscono maggiore importanza agli utili generati da aziende che hanno un elevato numero di beni immateriali, come brevetti, marchi, know-how, ecc.

Al contrario, Aziende con Profitti e Bassa Intensità di Beni Immateriali, Gli utili potrebbero essere meno rilevanti in termini di valore rispetto alle aziende con alta intensità di beni immateriali. Questo può indicare che la componente immateriale ha un impatto significativo sulla percezione del valore degli utili.

Nelle imprese con Perdite e Alta Intensità di Beni Immateriali Il valore contabile del capitale netto è più rilevante in termini di valore. Questo significa che, nonostante le perdite, gli investitori possono ancora valutare positivamente il patrimonio netto contabile delle aziende che possiedono una quantità significativa di beni immateriali.

Nelle imprese con Perdite e Bassa Intensità di Beni Immateriali Il valore contabile del patrimonio netto potrebbe essere meno rilevante. Questo indica che, in presenza di perdite e con una bassa componente di beni immateriali, gli investitori potrebbero essere meno influenzati dal valore contabile.

L'Intensità di Beni Immateriali Si riferisce alla quantità e alla qualità dei beni immateriali posseduti dall'azienda. Questi possono includere brevetti, marchi registrati, software sviluppato internamente, know-how tecnologico, ecc.

In sintesi, l'articolo dimostra che l'intensità dei beni immateriali modula la percezione del valore contabile e degli utili tra le aziende che registrano profitti rispetto a quelle che registrano perdite.

Gli investitori valutano l'azienda non solo in base agli utili dichiarati (redditività), ma anche in base al valore contabile del patrimonio netto. Il valore contabile può essere influenzato positivamente dalla presenza di beni immateriali, poiché questi possono rappresentare attività di valore che non sono completamente riflesse negli utili contabili correnti. Gli operatori economici attribuiscono importanza alla capacità dell'azienda di sfruttare i suoi beni immateriali per generare valore nel lungo periodo. Quindi, la presenza e l'intensità di questi beni influenzano significativamente la percezione degli investitori sul valore contabile e sugli utili dell'azienda.

In sintesi, l'intensità dei beni immateriali non solo modula come gli investitori interpretano gli utili e il valore contabile delle aziende, ma può anche influenzare se un'azienda con perdite è vista positivamente dai mercati finanziari, a condizione che possieda una base solida di tali beni.

Le aziende con un'elevata intensità di beni immateriali tendono a mostrare una maggiore

rilevanza del valore degli utili, mentre quelle con perdite, ma con una forte base di beni immateriali, possono ancora mantenere una percezione positiva del valore contabile del patrimonio netto.

Questo tema è ulteriormente approfondito da Jiang & Stark, 2013, che analizzano il ruolo del valore contabile e delle spese in R&S nel contesto delle aziende in perdita nel Regno Unito.

Gli autori esaminano in questo elaborato come il valore contabile influenzi il valore azionario delle aziende in perdita nel Regno Unito, considerando anche l'effetto delle spese in ricerca e sviluppo (R&S) e dei dividendi pagati.

Utilizzando un modello empirico, il lavoro analizza un campione di imprese in perdita nel Regno Unito, considerando diversi scenari di variabilità del coefficiente del valore contabile.

I risultati mostrano che il valore contabile è meno determinante per il valore azionario delle aziende ad alta intensità di R&S e di quelle che pagano dividendi rispetto a quelle con bassa intensità di R&S e che non distribuiscono dividendi.

Questo suggerisce che altre variabili, come le prospettive future delle aziende in perdita, possono mitigare l'importanza del valore contabile nella valutazione del mercato.

L'articolo conclude che la letteratura precedente, che considerava il valore contabile come un forte indicatore del valore aziendale per le imprese in perdita, potrebbe non cogliere appieno il ruolo del valore contabile nel contesto del Regno Unito.

Inoltre, evidenzia che i dividendi sono rilevanti in termini di valore, ma solo quando si contestualizza il ruolo del valore contabile in relazione alle caratteristiche specifiche delle aziende in perdita.

In sintesi, l'articolo contribuisce alla comprensione della valutazione delle aziende in perdita nel Regno Unito, suggerendo che il valore contabile da solo potrebbe non essere sufficiente per spiegare completamente il valore di mercato di queste aziende, soprattutto considerando variabili come R&S e dividendi.

In modo complementare, Franzen & Radhakrishnan, 2009 esaminano specificamente il ruolo delle spese in R&S nella valutazione delle imprese, confrontando le aziende in perdita con quelle in

profitto.

Utilizzando un modello di valutazione basato sul reddito residuo, vengono valutate le spese in ricerca e sviluppo (R&S) nelle imprese, confrontandole tra società in perdita e società in profitto. Per le imprese in perdita, le spese in ricerca e sviluppo hanno un impatto positivo sulla valutazione aziendale. Questo è dovuto al fatto che queste spese possono indicare investimenti nell'innovazione e nello sviluppo di prodotti futuri, che potrebbero migliorare la situazione finanziaria dell'azienda nel lungo termine nonostante le perdite attuali.

Il modello utilizzato suggerisce che per le imprese in perdita, dove gli utili correnti non riflettono completamente i benefici futuri delle spese in R&S, le spese in R&S aggiungono valore al valore azionario. Tuttavia, per le imprese in profitto, dove gli utili attuali possono già incorporare informazioni sui futuri benefici delle R&S, il moltiplicatore di valutazione delle spese in R&S è probabile che sia negativo. Ciò indica che il mercato potrebbe già considerare questi benefici nei guadagni attuali.

L'analisi empirica supporta queste previsioni, mostrando che le spese in R&S sono associate positivamente ai prezzi delle azioni per le imprese in perdita, ma potenzialmente negativamente per le imprese in profitto, sebbene in quest'ultimo caso la relazione possa non essere significativa.

Il lavoro sottolinea l'importanza della divulgazione accurata delle attività di R&S da parte delle aziende, specialmente quelle in perdita, dove tali informazioni possono influenzare positivamente la valutazione da parte degli investitori. Per le imprese in profitto, il modo in cui le informazioni vengono comunicate è cruciale per evitare malintesi sulla redditività futura derivante dagli investimenti in R&S.

In sintesi, lo studio fornisce un quadro dettagliato su come le spese in ricerca e sviluppo influenzino la valutazione delle imprese a seconda del loro attuale stato di redditività, utilizzando un approccio analitico e empirico per delineare le dinamiche complesse che guidano questa relazione nel mercato finanziario.

Franzen e Radhakrishnan (2009) analizzano come le spese in ricerca e sviluppo (R&S) aggiungano valore alle imprese in perdita, sottolineando come questi investimenti non solo influenzino il reddito residuo ma anche il valore complessivo dell'azienda nel lungo termine. Questo tema è ulteriormente esplorato da Wu et al., 2010, che evidenziano l'importanza di

considerare gli investimenti in R&S e esplorazione nella valutazione delle imprese non redditizie, specialmente in settori ad alta innovazione e basati sulla conoscenza

Questo articolo affronta il tema della valutazione delle imprese in perdita, concentrandosi sull'importanza degli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) e di esplorazione come determinanti cruciali del valore delle imprese non redditizie in un'economia basata sulla conoscenza.

Gli investimenti in R&S sono fondamentali per le imprese in perdita, poiché rappresentano un'attività che può generare valore futuro, nonostante non influenzi direttamente i profitti correnti. Questi investimenti aiutano a mitigare la relazione negativa tra redditività corrente e valore dell'impresa, indicando che gli investitori considerano le prospettive future di profitto più dei risultati attuali.

Nel contesto delle aziende basate sulle risorse, come quelle del mercato australiano, gli investimenti in esplorazione sono cruciali. Anche se questi investimenti possono non generare flussi di entrate immediati, la loro capitalizzazione è importante nella valutazione delle imprese in perdita. Ciò dimostra che, nonostante l'incertezza sui profitti futuri, gli investimenti in attività che potrebbero portare a benefici futuri sono considerati nel valore aziendale.

Contrariamente alla percezione comune che le imprese in perdita siano in gravi difficoltà finanziarie, molti casi mostrano che queste aziende possono essere in fase di crescita o di sviluppo di nuove tecnologie o risorse. Pertanto, valutare correttamente queste imprese richiede un approccio che consideri gli investimenti in asset immateriali e in attività che potrebbero non generare reddito immediato ma che sono cruciali per il futuro.

L'articolo sottolinea che le politiche contabili relative agli investimenti, come la capitalizzazione dei costi di esplorazione, possono influenzare significativamente la valutazione delle imprese in perdita. La discrezionalità gestionale nella contabilizzazione di questi costi riflette l'incertezza sui ritorni futuri ma è cruciale per comprendere il vero valore dell'azienda.

In sintesi, l'articolo evidenzia che valutare correttamente le imprese in perdita richiede un approccio che vada oltre i profitti attuali e consideri gli investimenti in attività che aggiungono valore futuro. Questo approccio è particolarmente rilevante in settori come le industrie basate sulla conoscenza e quelle delle risorse naturali, dove gli investimenti in R&S e esplorazione sono

vitali per la crescita e la sostenibilità a lungo termine dell'azienda.

La letteratura esaminata fino a qui evidenzia che la valutazione delle imprese in perdita non può essere compresa appieno senza considerare una varietà di fattori complementari. A partire dal lavoro di Hayn (1995), emerge che la value relevance del reddito e del patrimonio netto varia a seconda del risultato di conto economico, con il patrimonio netto che assume una maggiore rilevanza nelle aziende in perdita.

È evidente che i modelli di valutazione come quello di Ohlson possono offrire una migliore comprensione della value relevance nelle aziende in perdita, soprattutto quando si considerano fattori come il reddito, il patrimonio netto e, in particolare, gli investimenti in beni immateriali e ricerca e sviluppo (R&S).

Questi fattori non solo influenzano la percezione degli investitori sul valore contabile e sugli utili delle aziende, ma possono anche determinare se un'azienda in perdita è vista positivamente dai mercati finanziari, a condizione che possieda una solida base di beni immateriali o stia facendo investimenti significativi in R&S.

Inoltre, l'analisi dimostra che il valore contabile da solo potrebbe non essere sufficiente per spiegare completamente il valore di mercato delle aziende in perdita. Variabili come le prospettive future, la politica di R&S e la gestione dei costi di esplorazione sono cruciali per una valutazione accurata. Questo approccio integrato è particolarmente rilevante in settori ad alta innovazione e basati sulla conoscenza, dove gli investimenti in asset immateriali e in attività che potrebbero non generare reddito immediato sono fondamentali per la crescita e la sostenibilità a lungo termine delle aziende.

Pertanto, mentre i modelli di value relevance continuano a evolversi per includere questi elementi, è chiaro che una visione più ampia e contestuale della performance aziendale è essenziale per una valutazione accurata e informata delle aziende in perdita nei mercati finanziari globali.

## CONCLUSIONI

Gli studi sulla value relevance rappresentano un importante campo di ricerca che ha contribuito significativamente alla comprensione di come le informazioni contabili influenzano il valore delle aziende sui mercati finanziari.

Dal loro emergere negli anni '60, questi studi hanno evoluto, ampliato il loro ambito e abbracciato nuove prospettive, inclusi fattori non finanziari come la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa. La value relevance non è solo una misura della capacità delle informazioni contabili di predire il valore di mercato, ma anche un indicatore dell'efficacia e della trasparenza del reporting aziendale.

Inoltre, il continuo interesse accademico e pratico dimostra che questo campo rimane cruciale per orientare le decisioni degli investitori e migliorare la governance aziendale, promuovendo una maggiore efficienza e fiducia nei mercati finanziari globali.

Negli ultimi anni si è aperto un dibattito significativo riguardo alla value relevance dei valori di bilancio delle aziende in perdita, insieme alle possibili soluzioni per mitigare i potenziali effetti distorsivi nei risultati della ricerca.

A partire dalla pionieristica opera di Hayn (1995), questo dibattito ha continuato a evolversi, rivelando diversi aspetti cruciali. In primo luogo, si è evidenziata l'importanza di utilizzare modelli appropriati che limitino le distorsioni introdotte dalle imprese in perdita nel campione di studio. In secondo luogo, si è notato che il reddito e il patrimonio netto hanno una diversa value relevance a seconda della situazione economica delle aziende nel campione.

Gli studi indicano che il reddito d'esercizio delle aziende in perdita è meno significativo per gli investitori rispetto a quello delle aziende in utile, mentre il patrimonio netto assume maggiore value relevant nelle aziende in perdita rispetto a quelle in utile.

Questo suggerisce che gli investitori nelle aziende in perdita tendono a considerare il patrimonio netto come un indicatore più affidabile, mentre il reddito d'esercizio potrebbe essere visto come meno informativo.

Questi risultati sono cruciali per comprendere come le informazioni contabili vengono valutate dai mercati finanziari in presenza di perdite aziendali, sottolineando l'importanza di adeguare le



metodologie di ricerca e le pratiche di reporting per riflettere in modo accurato le dinamiche aziendali in diverse condizioni economiche.

L'analisi della value relevance rivela quanto sia fondamentale per gli investitori considerare sia i valori contabili tradizionali che le informazioni non finanziarie. Mentre i dati contabili come il reddito e il patrimonio netto sono cruciali, specialmente nelle aziende con risultati positivi, è evidente che le informazioni non finanziarie stanno guadagnando sempre più rilevanza nel processo decisionale degli investitori.

Queste informazioni, che includono aspetti come la sostenibilità ambientale, la responsabilità sociale d'impresa e altre metriche qualitative, sono cruciali per fornire una prospettiva più completa sull'andamento e sulla sostenibilità a lungo termine di un'azienda. Tuttavia, l'efficacia di queste informazioni non finanziarie nella valutazione del valore di mercato delle aziende varia significativamente e richiede ancora metodologie robuste per essere pienamente integrate nei modelli di valutazione.

Di conseguenza, per migliorare la value relevance complessiva delle informazioni disponibili per gli investitori, è essenziale continuare a sviluppare sia le metriche tradizionali che i modelli di valutazione, integrando in modo più efficace le informazioni non finanziarie. Questo approccio non solo migliora la trasparenza e riduce l'asimmetria informativa, ma anche supporta decisioni d'investimento più informate e sostenibili nel lungo termine.

L'introduzione degli IFRS (International Financial Reporting Standards) ha avuto un impatto significativo sulla value relevance delle informazioni contabili. Questi standard contabili internazionali sono stati progettati per migliorare la trasparenza, la comparabilità e la qualità delle informazioni finanziarie riportate dalle aziende, fornendo agli investitori dati più affidabili e pertinenti per le loro decisioni.

Uno dei principali effetti degli IFRS è stato l'armonizzazione delle pratiche contabili a livello globale, riducendo le discrepanze tra i diversi sistemi contabili nazionali. Questo ha facilitato un confronto più semplice e accurato tra le performance finanziarie delle aziende operanti in diverse giurisdizioni, aumentando così la fiducia degli investitori nelle informazioni presentate.

Gli studi hanno dimostrato che, con l'adozione degli IFRS, c'è stato un miglioramento nella rilevanza delle informazioni contabili. In particolare, le informazioni finanziarie sotto gli IFRS



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

tendono ad avere una maggiore capacità di riflettere il valore di mercato delle aziende, rispetto ai vecchi standard contabili nazionali. Questo è particolarmente vero per le voci di bilancio come il patrimonio netto e gli utili, che sono diventate più indicative del valore reale delle aziende.

Tuttavia, nonostante i benefici generali, l'impatto degli IFRS sulla value relevance può variare a seconda del contesto economico e del settore industriale. Alcuni studi hanno rilevato che in settori altamente regolamentati o in economie emergenti, l'adozione degli IFRS non ha sempre portato a un aumento significativo della value relevance.

In conclusione, l'introduzione degli IFRS ha generalmente migliorato la qualità delle informazioni contabili, rendendole più utili per gli investitori e promuovendo mercati finanziari più efficienti. Tuttavia, il loro impatto può variare e richiede un'implementazione attenta e adattata ai contesti specifici per massimizzare i benefici in termini di value relevance.

## BIBLIOGRAFIA

- Adwan, S., Alhaj-Ismail, A., & Girardone, C. (2020). Fair value accounting and value relevance of equity book value and net income for European financial firms during the crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 39, 100320. <https://doi.org/10.1016/J.INTACCAUDTAX.2020.100320>
- Alaeddin, O., Shawtari, F. A., Salem, M. A., & Altounjy, R. (2019). The effect of management accounting systems in influencing environmental uncertainty, energy efficiency and environmental performance. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(5), 346–352. <https://doi.org/10.32479/IJEEP.8279>
- Al-Refiay, H. A. N., Al-Shaikh, S. S. K., & Abdulhussein, A. S. (2023). THE INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS) ADOPTION AND VALUE RELEVANCE. *Corporate and Business Strategy Review*, 4(1), 69–86. <https://doi.org/10.22495/CBSRV4I1ART7>
- and, J. O.-C. surplus: A link between accounting, & 1996, undefined. (n.d.). “Accounting Earnings, Book Value, and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation”(Part I)(January 1989), unpublished paper, Columbia University. *Books.Google.ComJA OhlsonClean Surplus: A Link between Accounting and Finance, 1996•books.Google.Com*. Retrieved June 8, 2024, from [https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=ta\\_cAAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA165&dq=%0AOhlson,+J.A.+%0A+Accounting+Earnings,+Book+Value+and+Dividends:+The+Theory+of+the+Clean+Surplus+Equation+\(Part+I\).+%0A+Working+Paper,+Columbia+University,+1989.%0A&ots=f-u8\\_\\_BtNm&sig=BPQOi5u7gOdvemBdE-7jF97mdIs](https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=ta_cAAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA165&dq=%0AOhlson,+J.A.+%0A+Accounting+Earnings,+Book+Value+and+Dividends:+The+Theory+of+the+Clean+Surplus+Equation+(Part+I).+%0A+Working+Paper,+Columbia+University,+1989.%0A&ots=f-u8__BtNm&sig=BPQOi5u7gOdvemBdE-7jF97mdIs)
- Badenhorst, W. M., Brümmer, L. M., & de Wet, J. H. v. H. (2016). The Value-relevance of Equity Accounted Carrying Amounts and Disclosed Fair Values of Listed Associates. *Australian Accounting Review*, 26(2), 177–189. <https://doi.org/10.1111/AUAR.12089>
- Balachandran, S., Mohanram, P., Balachandran, S., & Mohanram, P. (2011). Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism? *Rev Account Stud*, 16, 272–301. <https://doi.org/10.1007/s11142-010-9137-0>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Bamber, L. S. (1986). The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach. *Journal of Accounting Research*, 24(1), 40. <https://doi.org/10.2307/2490803>
- Barth, M. E. (2000). Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, 40(1), 7–32. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00033>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1996). *Valuation Characteristics of Equity Book Value and Net Income: Tests of the Abandonment Option Hypothesis*. <https://papers.ssrn.com/abstract=2762>
- Baxter, R., Bedard, J. C., Hoitash, R., & Yezegel, A. (2013). Enterprise Risk Management Program Quality: Determinants, Value Relevance, and the Financial Crisis. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1264–1295. <https://doi.org/10.1111/J.1911-3846.2012.01194.X>
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 269–309. <https://doi.org/10.1007/S11142-005-1532-6/METRCS>
- Beldi, A., Chastenet, E., Dupuis, J.-C., & Talfi, M. (n.d.). *Pertinence des méthodes d'évaluation financière des marques : une étude empirique au niveau international*. Retrieved June 23, 2024, from <https://shs.hal.science/halshs-00525832v2>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Swary, I. (1996). Investor valuation of the abandonment option. *Journal of Financial Economics*, 42(2), 259–287. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00877-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00877-X)
- Bourveau, T., Chen, J. V., Elfers, F., & Pierk, J. (2023). Public peers, accounting comparability, and value relevance of private firms' financial reporting. *Review of Accounting Studies*, 28(4), 2642–2676. <https://doi.org/10.1007/S11142-022-09707-Y/FIGURES/4>
- Burgstahler, D., & Dichev, I. D. (1996). *Earnings, Adaptation, and Equity Value*. <https://papers.ssrn.com/abstract=2634>

- Chambers, D., Linsmeier, T. J., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 557–593. <https://doi.org/10.1007/S11142-007-9043-2/METRICS>
- Chen, S. K., Chang, Y. L., & Fu, C. J. (2010). The impact of life cycle on the value relevance of financial performance measures. *Advances in Business and Management Forecasting*, 7, 37–58. [https://doi.org/10.1108/S1477-4070\(2010\)0000007006/FULL/XML](https://doi.org/10.1108/S1477-4070(2010)0000007006/FULL/XML)
- Clarkson, P., Hanna, J. D., Richardson, G. D., & Thompson, R. (2011). The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 7(1), 1–17. <https://doi.org/10.1016/J.JCAE.2011.03.001>
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *Accounting Review*, 74(1), 29–61. <https://doi.org/10.2308/ACCR.1999.74.1.29>
- Copeland, T. E., Weston, J. F. (John F., & Shastri, K. (n.d.). *Financial theory and corporate policy*. 920.
- Cordazzo, M., Bini, L., & Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3470–3483. <https://doi.org/10.1002/BSE.2589>
- Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the Value Relevance of Accounting Data After the Introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(2), 85–119. <https://doi.org/10.1111/J.1467-646X.2010.01037.X>
- Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2008). The value-relevance of changes in financial leverage beyond growth in assets and GAAP earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(2), 191–222. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300204>
- Easton, P. D. (1999). Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data. *Accounting Horizons*, 13(4), 399–412. <https://doi.org/10.2308/ACCH.1999.13.4.399>
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991a). Earnings As An Explanatory Variable For Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19–36. <https://doi.org/10.2307/2491026>
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991b). Earnings Asan Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19. <https://doi.org/10.2307/2491026>
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991c). Earnings Asan Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19. <https://doi.org/10.2307/2491026>
- Edwards, E. O., & Bell, P. W. (1961). *The theory and measurement of business income*. 323.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Franzen, L., & Radhakrishnan, S. (2009a). The value relevance of R&D across profit and loss firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(1), 16–32. <https://doi.org/10.1016/J.JACCPUBPOL.2008.11.006>
- Franzen, L., & Radhakrishnan, S. (2009b). The value relevance of R&D across profit and loss firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(1), 16–32. <https://doi.org/10.1016/J.JACCPUBPOL.2008.11.006>
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125–153. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00397-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00397-2)
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 3–75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Honggowati, S. (2015). Value relevance of financial and non-financial information to investor decision. *Global Business and Finance Review*, 20(2), 95–104. <https://doi.org/10.17549/GBFR.2015.20.2.95>
- Hung, M. (2000). Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 401–420. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00011-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00011-8)
- Imhanzenobe, J. (2022). Value relevance and changes in accounting standards: A review of the IFRS adoption literature. *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2039057>



- International Accounting Standards Board - Wikipedia*. (n.d.). Retrieved June 24, 2024, from [https://it.wikipedia.org/wiki/International\\_Accounting\\_Standards\\_Board](https://it.wikipedia.org/wiki/International_Accounting_Standards_Board)
- Jiang, W., & Stark, A. W. (2013). Dividends, research and development expenditures, and the value relevance of book value for UK loss-making firms. *The British Accounting Review*, 45(2), 112–124. <https://doi.org/10.1016/J.BAR.2013.03.003>
- Kopecká, N. (2018). A Literature Review of Financial Performance Measures and Value Relevance. *Springer Proceedings in Business and Economics*, 385–393. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-68762-9\\_42](https://doi.org/10.1007/978-3-319-68762-9_42)
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155–192. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00399-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00399-4)
- Kumari, P., & Mishra, C. S. (2023). Value relevance of earnings and book value of equity in profit versus loss reporting firms: significance of intangible intensity. *Accounting Research Journal*, 36(2–3), 166–182. <https://doi.org/10.1108/ARJ-06-2021-0176/FULL/PDF>
- Kuncara Widagdo, A. (2019). The Role of Earnings Management, Family Firms in the Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity, Before and After IFRS Adoption. *International Journal of Economics and Management Journal Homepage*, 13(2), 291–303. <http://www.ijem.upm.edu.my>
- Liao, L., Kang, H., & Morris, R. D. (2021). The value relevance of fair value and historical cost measurements during the financial crisis. *Accounting & Finance*, 61(S1), 2069–2107. <https://doi.org/10.1111/ACFI.12655>
- Louis Eugenio, K., Mitch Ailarie Parel, R., Marie Reyes, K., Brian Yu, K., & Cudia, C. (2019). How Does Value Relevance of Accounting Information React to Financial Crisis? *DLSU Business & Economics Review*, 28(2), 133–141.
- Martínez, J. A., Martínez, D. A., & Lin, H. (2014). The Value Relevance of Accounting Numbers Under International Financial Reporting Standards. *Australian Accounting Review*, 24(3), 237–254. <https://doi.org/10.1111/AUAR.12043>
- Matias Gama, A. P., Segura, L. C., & Milani Filho, M. A. F. (2017). The Value Relevance of the Variables Earnings and Book Value of Equity for Valuation Purposes. *Accounting, Finance, Sustainability, Governance and Fraud*, 43–63. [https://doi.org/10.1007/978-981-10-3009-3\\_3](https://doi.org/10.1007/978-981-10-3009-3_3)
- Mitra, S., & Hossain, M. (2009). Value-relevance of pension transition adjustments and other comprehensive income components in the adoption year of SFAS No. 158. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33(3), 279–301. <https://doi.org/10.1007/S11156-009-0112-4>
- OHLSON, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/J.1911-3846.1995.TB00461.X>
- Ohlson, J. A. (2001). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 107–120. <https://doi.org/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>
- Ota, K. (2002). A test of the Ohlson (1995) model. *The International Journal of Accounting*, 37(2), 157–182. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(02\)00150-4](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(02)00150-4)
- (PDF) *A Critical Note on Empirical Comprehensive Income Research*. (n.d.). Retrieved June 24, 2024, from [https://www.researchgate.net/publication/24125966\\_A\\_Critical\\_Note\\_on\\_Empirical\\_Comprehensive\\_Income\\_Research](https://www.researchgate.net/publication/24125966_A_Critical_Note_on_Empirical_Comprehensive_Income_Research)
- PEASNELL, K. V. (1981). On Capital Budgeting And Income Measurement. *Abacus*, 17(1), 52–67. <https://doi.org/10.1111/J.1467-6281.1981.TB00101.X>
- Peasnell, K. V. (1982). SOME FORMAL CONNECTIONS BETWEEN ECONOMIC VALUES AND YIELDS AND ACCOUNTING NUMBERS. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9(3), 361–381. <https://doi.org/10.1111/J.1468-5957.1982.TB01001.X>
- Raithel, S., Wilczynski, P., Schloderer, M. P., & Schwaiger, M. (2010). The value/relevance of corporate reputation during the financial crisis. *Journal of Product & Brand Management*, 19(6), 389–400. <https://doi.org/10.1108/10610421011085703>
- Rivista italiana di RagioneRia e di economia aziendale-luglio-agosto-settembRe 2015*. (n.d.).



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

- Saha, A., & Bose, S. (2016). The value relevance of financial and non-financial information: Evidence from recent academic literature. *Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets*, 220–245. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-1900-3.CH015>
- Veltri, S., & Silvestri, A. (2020). The value relevance of corporate financial and nonfinancial information provided by the integrated report: A systematic review. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3038–3054. <https://doi.org/10.1002/BSE.2556>
- Wu, H., Fargher, N., & Wright, S. (2010). Accounting for investments and the relevance of losses to firm value. *The International Journal of Accounting*, 45(1), 104–127. <https://doi.org/10.1016/J.INTACC.2010.01.005>
- Zulu, M., de Klerk, M., & Oberholster, J. G. I. (2017). A comparison of the value relevance of interim and annual financial statements. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1–11. <https://doi.org/10.4102/SAJEMS.V20I1.1498>