



Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

*Reddito d'impresa e
Value Relevance per gli investitori*

Stefano Azzali, Luca Fornaciari, Caterina Pesci

Pavia, April 2012

N. 1/2012

www.ea2000.it

www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Reddito d'impresa e Value Relevance per gli investitori

Stefano Azzali, Luca Fornaciari, Caterina Pesci

Abstract

This article aims to offer a contribution to the area of Value Relevance (VR) studies. The analysed variables are therefore partly accounting-related and partly market-related. The specific research area considered concerns the role of the International Accounting Standards (IAS/IFRS), investigating whether the adoption of IAS/IFRS has led to a greater correlation between some important financial statement values (net income, comprehensive income and equity) and stock market capitalization in comparison with ante-IAS/IFRS period. From a methodological point of view, the study was carried out using linear regression with a logarithmic equation. The study focuses on the Italian situation, analysing a sample of 122 companies listed on the Milan Stock Exchange. The companies belong to the banking, assurance and industrial sectors. We analyse a period of six years (2003-2008), segmented into ante-IAS/IFRS period (2003-2004), transition period (2004) and IAS/IFRS period (2005-2008). The results of the research show the evolution of VR of net income and equity along the analysed period and offer an evaluation of IAS/IFRS in comparison with the Italian accounting principles. The research shows specific results on the VR of accounting information referred to industrial and financial sectors, and to net income in comparison with comprehensive income.

La ricerca si colloca nell'ambito degli studi riguardanti la Value Relevance (VR), ossia l'associazione statistica fra valori contabili e valori di mercato delle imprese. Lo scopo della ricerca è valutare l'impatto dei principi contabili internazionali sulla VR dei valori di bilancio delle società quotate italiane rispetto al loro valore di mercato, espresso dalle capitalizzazioni. Attenzione particolare è dedicata al reddito d'impresa, e specificamente alle configurazioni di sintesi del reddito netto e del comprehensive income. Lo studio si propone di porre in rilievo la differente VR delle informazioni di bilancio in un campione composto da 122 aziende quotate presso la Borsa Valori di Milano in un arco temporale di 6 anni (2003-2008). I risultati di ricerca mostrano l'evoluzione della VR nell'arco temporale considerato e rendono possibile una comparazione della VR nel periodo ante e post adozione degli IAS/IFRS, nei settori finanziario e industriale, e tra reddito netto e comprehensive income.

Keywords: Value relevance, comprehensive income, IAS/IFRS, earning quality, bilancio consolidato.

1 – Introduzione

Per esprimere valutazioni sulla qualità dei bilanci è necessario chiarire una serie di fattori. Un primo fattore è costituito dai destinatari dei bilanci. Questa ricerca, in linea con la tendenza in atto nei principali paesi

The paper is the result of a joint effort of the three authors. In particular, Stefano Azzali wrote sections 1 and 8; Caterina Pesci wrote sections 2, 3 and 6; Luca Fornaciari wrote sections 4, 5 and 7.

Stefano Azzali
Facoltà di Economia – Via Kennedy, 6
Università degli Studi di Parma
E-mail: stefano.azzali@unipr.it

Luca Fornaciari,
Facoltà di Economia – Via Kennedy, 6
Università degli Studi di Parma
E-mail: luca.fornaciari@unipr.it

Caterina Pesci
Facoltà di Economia – Via Inama, 5
Università degli Studi di Trento
E-mail: caterina.pesci@nemo.unipr.it

anglosassoni, si pone nell'ottica degli investitori, nella consapevolezza, tuttavia, che la domanda di informazioni è costituita da molte altre classi di destinatari (ad esempio dipendenti, fornitori, clienti), tutte meritevoli di adeguate tutele. Gli investitori chiedono ai bilanci informazioni utili per assumere razionali decisioni di compravendita dei vari strumenti finanziari, espressione del capitale di rischio e di debito delle società. Essi sono consapevoli che le informazioni di cui necessitano non possono essere limitate a quelle economico-finanziarie comprese nei bilanci ma sono altresì convinti che le sintesi di esercizio rappresentano una significativa fonte di informazione. In tal senso i principali schemi concettuali che sono alla base dei principi contabili nei paesi anglosassoni e il Framework dello IASB presentano la "Relevance" nell'ambito delle "Qualitative Characteristics" di primo livello, direttamente connessa all'utilità delle informazioni di bilancio. In altri termini un secondo fattore che permette di apprezzare la qualità e l'utilità dei bilanci è la significatività e rilevanza delle informazioni economico-finanziarie comprese nei bilanci d'impresa. Anche in questo caso, tuttavia, va precisato che molte altre sono le caratteristiche qualitative (ad esempio l'attendibilità, la comparabilità, la comprensibilità, la tempestività, la prudenza, la neutralità) che le informazioni di bilancio dovrebbero possedere per essere di supporto ai processi decisionali degli investitori. In questo contesto si sono sviluppati gli studi sulla cosiddetta "Value Relevance" che indagano le relazioni tra informazioni di bilancio e i valori di mercato delle società (2^a e 3^a paragrafo). Specificamente, l'indagine proposta ha la finalità di analizzare l'associazione tra il valore di mercato delle imprese quotate presso la Borsa di Milano, espresso dalle loro capitalizzazioni, ed alcune informazioni di bilancio (reddito e patrimonio netto). Tale grado di associazione può essere interpretato come un indicatore di rilevanza delle informazioni di bilancio nella formazione del valore di mercato delle imprese. Le domande di ricerca (4^a paragrafo) sono incentrate su valutazioni comparative e richiamano altrettanti fattori che possono influenzare la qualità dei bilanci: ci si interroga, anzitutto, sull'evoluzione della VR nel tempo, in un periodo in cui le società hanno abbandonato i principi contabili nazionali in favore di quelli internazionali; in questo caso l'ipotesi è che la qualità dei bilanci dipenda anche dalla qualità e corretta applicazione dei differenti set di standard contabili (terzo fattore); ci si chiede, successivamente, se la VR risulti disomogenea nelle società finanziarie (banche e assicurazioni) rispetto alle società appartenenti ad altri settori; l'ipotesi alla base di questa domanda è che la VR possa essere influenzata dalle peculiarità settoriali delle società (quarto fattore); infine, ci si domanda se le differenti configurazioni di reddito con cui sono stati costruiti i bilanci nel periodo considerato hanno influenzato la VR e quindi l'utilità dei bilan-

ci per gli investitori; si verifica l'ipotesi secondo cui gli investitori tendono ad apprezzare in modo più rilevante il comprehensive income rispetto ad altre configurazioni di reddito (quinto fattore). Dal bilancio consolidato del campione di società selezionato (5^a paragrafo) sono state rilevate una serie di informazioni che hanno costituito la banca dati utilizzata per testare il modello di regressione, fondato su variabili dipendenti (le capitalizzazioni delle società) e indipendenti (il patrimonio netto e il Return On Equity). I risultati della ricerca (6^a paragrafo) illustrano la VR emergente nell'anno della transizione ai principi contabili internazionali (2004), l'evoluzione della VR nel periodo 2003 – 2004 (periodo ante IAS) rispetto al periodo 2005 – 2008 (periodo IAS), la VR delle società del settore finanziario rispetto a quella delle società di altri settori e la VR del reddito tradizionale rispetto a quella del comprehensive income. L'analisi della VR è realizzata con la determinazione ed interpretazione del coefficiente di correlazione riferito al modello di regressione nel suo insieme (R^2) e dei coefficienti delle due variabili indipendenti (patrimonio netto e Return on Equity). Le osservazioni effettuate si riferiscono ad un campione di 122 società italiane su un arco temporale di 6 anni. Lo studio propone un'interpretazione della VR per gli investitori nei profili sopra citati, che rappresentano contestualmente peculiarità della ricerca e altrettante limitazioni: le scelte di differenti destinatari privilegiati, di diverse caratteristiche qualitative delle informazioni di bilancio ovvero di differenziate domande di ricerca, infatti, possono condurre a disomogenee valutazioni della qualità e dell'utilità dei bilanci.

2 – "Value Relevance": aspetti definitivi

Il concetto di "VR" non è univoco. Il presente paragrafo ha lo scopo di giungere ad una definizione di VR coerente con gli obiettivi dell'articolo. Per giungere alla definizione di nostro interesse è utile muovere dalla categorizzazione effettuata nel noto lavoro di Francis e Schipper (1999). Nel loro contributo "*Have financial statements lost their relevance?*" gli autori propongono quattro interpretazioni di VR. Secondo la prima interpretazione l'informazione di bilancio influenza i prezzi delle azioni catturando il loro valore intrinseco. Adottando questa la prima interpretazione la VR è misurata dal reddito determinato da principi contabili orientati ai valori di mercato. Seguendo la seconda interpretazione, invece, l'informazione contabile è value relevant se contiene le variabili utilizzate in un modello di valutazione o è utile per predire queste variabili. Adottando l'interpretazione 2 la VR dei redditi (per un modello di valutazione che può essere basato alternativamente sull'attualizzazione dei dividendi, o dei flussi di cassa, o del reddito residuo) è misurata dalla capacità dei redditi di fornire indicazioni su futuri dividendi o futuri flussi di cassa o futu-

ri redditi o futuri prezzi. La terza e la quarta interpretazione presentano elementi di affinità. Per entrambe le interpretazioni, infatti, si può affermare che siano basate sulla VR intesa come associazione statistica fra l'informazione contabile ed i prezzi od i return. In particolare secondo la terza interpretazione l'associazione statistica diviene una misura atta a comprendere se gli investitori utilizzano l'informazione contabile per stabilire i prezzi. Di conseguenza in base all'interpretazione 3 la VR sarebbe misurata dalla capacità dell'informazione contabile, derivante dal bilancio, di cambiare il mix totale di informazioni nel mercato. In questa prospettiva le informazioni value relevant possono cambiare i prezzi delle azioni perché in grado di influire sugli investitori al punto che essi rivedano le loro aspettative. La terza interpretazione, quindi, è strettamente legata ai concetti di tempestività delle informazioni e formazione delle aspettative. Secondo la quarta interpretazione un'associazione statistica fra informazione contabile e valori di mercato o return, potrebbe significare solamente che l'informazione contabile in questione è correlata con l'informazione utilizzata dagli investitori. La VR in quest'ultima prospettiva è misurata dalla capacità delle informazioni di bilancio di riassumere le informazioni (indipendentemente dalla fonte dalle quali sono tratte) che influenzano i valori delle azioni. Ovviamente il lavoro di Francis e Schipper è fondato sulla consapevolezza che le informazioni contabili derivanti dal bilancio non sono le uniche informazioni significative. In ogni caso, sebbene esistano altre informazioni significative, è innegabile che uno scopo riconosciuto del bilancio è quello di provvedere agli investitori informazioni utili per prendere decisioni di carattere economico (OIC 1, IAS 1, par. 5). Inoltre ponendosi nell'ambito della quarta interpretazione di Francis and Schipper e considerando il legame fra il valore delle azioni ed il valore aziendale è possibile affermare che l'informazione contabile possa fornire indicazione sul valore aziendale. In quest'ottica affinché si possa affermare che i valori contabili esposti nel bilancio siano value relevant occorre che essi siano correlati al valore aziendale corrente. Una definizione di VR coerente con lo scopo del presente articolo, quindi, deriva dalla quarta interpretazione. Se non sussiste alcun legame fra i valori contabili e il valore aziendale, l'informazione contabile non può essere considerata value relevant. La definizione di VR esposta ricomprende la più semplice definizione elaborata da Barth et. al. (2001) secondo cui le ricerche in tema di VR esaminano l'associazione fra i valori contabili ed i valori di mercato. Infatti, dal punto di vista metodologico la VR indica l'associazione tra i prezzi (o i return) delle azioni quotate in mercati regolamentati ed i valori di natura contabile (in genere valori di sintesi quali il reddito e patrimonio netto). I valori di mercato sono le variabili dipendenti mentre i valori contabili rap-

presentano le variabili indipendenti. Un valore contabile, perciò, è tanto più value relevant quando più presenta una significativa correlazione con la variabile dipendente prescelta.

3 – Origini e sviluppo degli studi di “Value Relevance”

Il presente paragrafo ha lo scopo di fornire brevi e sintetiche indicazioni sulle origini e gli sviluppi delle ricerche incentrate sulla VR senza alcuna pretesa di esaustività in relazione ad un tema assai vasto ed approfondito.

A livello internazionale, i primi lavori da cui origina il filone della VR, considerati ormai “pionieristici”, risalgono alla fine degli anni '60 ed erano volti ad indagare la reazione del mercato rispetto al risultato di periodo. Gli studi di VR, infatti possono essere inseriti nel più vasto ambito delle ricerche moderne di capital market-based accounting – CMBAR – (Beaver, 2002) le quali in genere vengono considerate la prosecuzione del lavoro di Ball, Brown (1968) e Beaver (1968). Tali autori studiarono la reazione dei prezzi all'annuncio dei redditi conseguiti riscontrando che esiste un'associazione tra i redditi di bilancio e i prezzi di mercato. Tale associazione sussiste, benché parte dell'informazione contenuta nel bilancio sia già incorporata nei prezzi di mercato prima della data in cui vengono resi pubblici i redditi conseguiti. L'esistenza di una relazione fra prezzi di mercato e redditi di bilancio conduce ad affermare che i redditi di bilancio siano value relevant. Lo studio effettuato da Ball e Brown rientra nell'ambito dei “short term event studies” che si contrappongono ai “long term association studies”.

Successivi approfondimenti condussero Watts e Zimmerman (1978) ad analizzare il rapporto tra principi contabili prescelti e il valore di mercato delle società. Tale lavoro, tuttavia, sebbene possa essere associato agli studi di VR dal punto di vista metodologico divenne la base per un ulteriore filone di ricerca, ossia la positive accounting theory (Watt e Zimmerman, 1990). Decisivo fu, invece, il contributo di Ohlson (1995) e di Feltham-Ohlson (1995) che ebbero lo scopo di porre in relazione il valore di mercato delle aziende con le informazioni contabili disponibili. Tale modello collegò il valore di mercato di un'azienda alle principali grandezze di sintesi contabili, il reddito e patrimonio netto. Il lavoro di Feltham e Ohlson elaborò una teoria coerente del valore d'azienda, basata sul concetto di “clean surplus”.

Gli studi di VR proseguono fino ai nostri giorni arricchendosi di contributi volti ad esplorare il legame fra valori di mercato e valori contabili utilizzando prospettive sempre più segmentate, ad esempio, per settore, mercato, Paese o gruppi di Paesi. La numerosità e ampiezza di tali ricerche ha indotto alcuni autori

a proporre classificazioni e tassonomie (Barth et al., 2001; Beaver, 2002; Courteau, 2008; Holthausen, Watts, 2001; Kothari, 2001; Devalle, 2010). Talune tassonomie isolano la VR come sotto-gruppo di ricerche a sé stante nell'ambito del filone di ricerche CMBAR (Beaver, 2002), mentre altri autori non considerano la VR come un sotto-gruppo autonomo (Kothari, 2001).

L'utilità della VR è stata, inoltre, sottoposta a critiche. In particolare Holthausen e Watts (2001) ne hanno criticato l'utilità per gli standard setter. Gli autori menzionati hanno, infatti, sostenuto che l'associazione tra valori di bilancio e valori comunemente utilizzati per valutare il patrimonio aziendale quali i valori di mercato, rappresentino delle mere associazioni, senza alcuna utilità per gli standard setter. La VR, insomma, non sarebbe "descrittiva", ossia non in grado di fornire spiegazioni e previsioni contabili, valutazioni o indicazioni agli standard setter. Tuttavia le critiche mosse sono state oggetto di discussione ed è emersa una corrente di pensiero opposta volta a sostenere l'utilità delle ricerche di VR per gli standard setter (Barth et al., 2001). Tale corrente di pensiero si basa sul fatto che gli studi riguardanti la VR possono aiutare gli standard setter nel processo di definizione dei principi contabili. Infatti gli studi riguardanti la VR non devono sostituirsi agli standard setter, non devono quindi essere intesi come una teoria completa e descrittiva. Infatti gli standard setter posseggono già framework di riferimento concettuale. Per Barth et al. gli studi di VR non sono l'unica tipologia di ricerca utile agli standard setter, ma possono fornire rilevanti informazioni nella definizione di principi contabili più utili per gli investitori.

Nell'ambito degli studi di VR possono essere effettuate scelte econometriche differenti. Tali scelte non possono essere giudicate positive o negative a priori, il giudizio deve dipendere dalla coerenza di tali scelte con lo scopo della ricerca. Ad esempio la scelta tra return e price level specification è stata analizzata in modo approfondito. Numerosi contributi hanno sottolineato che non si tratta di scelte alternative da porre in concorrenza, bensì di analisi di tipo differenziale (Barth, Beaver et al., 2001; Kothari e Zimmerman, 1995; Landsman e Magliolo, 1988) ed entrambe presentano vantaggi e svantaggi. In particolare volendo analizzare cosa si riflette nel valore aziendale è opportuno utilizzare una metodologia di tipo price level specification, mentre volendo determinare che cosa si riflette nei cambiamenti di valore su determinati periodi di tempo è appropriata una metodologia di tipo return specification.

La ricerca presentata nei successivi paragrafi si colloca nello specifico filone degli studi di VR che si propone di apprezzare le conseguenze, in un arco temporale esteso, sui valori di mercato delle società derivanti dall'introduzione dei principi contabili internazionali. Indubbiamente questo tipo di ricerche

parte dal presupposto che gli standar setter traggano beneficio dai risultati ottenuti. Tale area di ricerca ha prodotto vari contributi a livello internazionale di cui alcuni molto noti ed articolati che si soffermano su vari aspetti della qualità dei bilanci (Barth, Landsman e Lang, 2008). I vari contributi esistenti non sempre giungono a conclusioni omogenee a causa delle diversità riscontrabili nei modelli matematici utilizzati, nel numero di osservazioni effettuate, nei campioni e negli orizzonti temporali prescelti. Per quanto riguarda lo studio della VR nel tempo, ad esempio, si ricorda il lavoro di Collins (1997) che studiò la VR dei valori di reddito e dei valori di patrimonio netto in un arco temporale esteso utilizzando il modello di Ohlson (1995). In questo modello il coefficiente di correlazione è la principale metrica esplicativa della VR. In termini di coefficiente di correlazione la valenza esplicativa delle variabili indipendenti reddito e patrimonio può essere scomposta in tre elementi: la valenza esplicativa incrementale del reddito; la valenza esplicativa incrementale del patrimonio netto; la valenza esplicativa combinata di reddito e patrimonio netto. Collins concluse che sebbene la valenza esplicativa del reddito sia diminuita, la valenza esplicativa del patrimonio nel medesimo periodo aumentava, così come la valenza esplicativa delle due variabili considerati congiuntamente. Francis e Schipper (1999) pervennero a conclusioni simili a quelle di Collins, mentre Brown (1999) concluse che la VR, misurata in termini di coefficiente di correlazione, diminuì significativamente controllando gli effetti di scala. Lev e Zarowin (1999), invece, nel loro studio evidenziarono come la VR di reddito, cash flow e patrimonio netto si fosse deteriorata. In particolare Lev e Zarowin affermarono che il sistema di contabilizzazione degli intangibile è ciò che più seriamente interferisce con una corretta rappresentazione del valore e delle performance aziendali. Dontoh (2004), inoltre confermò i risultati della precedente ricerca di Francis e Schipper (1999) secondo cui la volatilità dei market returns influisce sulla VR causandone una diminuzione. In particolare le attività di trading "non informate" (attività di negoziazione che non si basano su informazioni relative al prodotto scambiato) decrementano il coefficiente di correlazione tra valori di mercato e valori contabili. Kim e Kross (2006) usarono la metodologia di Collins per studiare come la capacità del reddito di fornire indicazioni sui futuri cash flow si sia sviluppata nel tempo. Nell'ambito della VR esistono numerosi studi che riguardano l'adozione di standard differenti. Molti di questi studi si concentrano sull'adozione volontaria di standard contabili diversi (Paananen e Lin, 2008; Christensen et al., 2008; Jermakowicz et al., 2007; Bartov et al., 2005). Tuttavia, in seguito all'obbligo d'adozione degli IAS/IFRS nell'ambito dell'Unione Europea, si è assistito ad un aumento degli studi che analizzano l'adozione obbligatoria di differenti principi contabili (Horton e Serafeim, 2007;

Soderstrom e Sun, 2007: 695; Quagli e Avallone, 2010). Altro aspetto rilevante delle ricerche in tema di value relevance è la scelta di un campione di società appartenente a Paesi differenti o di un campione di società relativo ad un unico Paese. Il fatto che uno studio si riferisca ad un singolo Paese può presentare alcuni vantaggi legati ad esempio all'uniforme influenza dei fattori istituzionali che regolano la vita del Paese stesso (Schipper, 2005), poiché è indiscutibile che fra Paesi differenti esistano differenze sostanziali di natura economica, sociale ed ambientale. Negli ultimi anni, poi, si riscontra la presenza di studi riferiti alla specifica realtà italiana (Cordazzo, 2008; Devalle, 2008; Paglietti, 2009; Pavan e Paglietti, 2011). La maggior parte degli studi italiani si concentra sugli effetti, in termini di VR, della transizione ai principi contabili internazionali. Il presente contributo trova, quindi, collocazione nell'ambito dei moderni sviluppi degli studi in tema di VR. Infatti in linea generale l'intento dell'articolo è valutare se il passaggio agli IAS/IFRS ha prodotto informazioni di bilancio più utili per una vasta gamma di utilizzatori e, specificamente, per gli investors nell'assumere decisioni di carattere economico (IAS 1, par. 5). Lo studio presentato in seguito, inoltre, si inserisce fra gli studi che si concentrano sulla specifica realtà di un unico Paese. La metrica utilizzata per valutare la VR nel lavoro presentato nei seguenti paragrafi, è il coefficiente di correlazione tra la variabile di mercato prescelta e le variabili contabili (reddito e patrimonio netto). La correlazione tra variabili di mercato e variabili contabili determina l'utilità del bilancio per gli investitori e per gli altri stakeholders: tanto più le variabili contabili risultano collegate ai prezzi delle azioni sul mercato, tanto più il bilancio risulta utile per la tutela del risparmio e degli investitori, dimostrando inoltre un'elevata qualità dei principi contabili che sono alla base della redazione del bilancio.

4 – Domande di ricerca

Le domande di ricerca affrontate in questo studio sono le seguenti.

1. Nel periodo osservato (2003 – 2008) vi è stato un incremento della VR del reddito netto, del comprehensive income e del patrimonio netto? In particolare:
 - 1.a la transizione ai principi contabili internazionali, con riferimento alla data di passaggio agli IAS/IFRS, ha determinato un aumento della VR del reddito netto, del comprehensive income e del patrimonio netto rispetto ai corrispondenti valori determinati secondo i principi contabili italiani?
 - 1.b nel periodo IAS (2005 – 2008) è migliorata la VR del reddito netto, del comprehensive income e del patrimonio netto rispetto al periodo ante IAS (2003 – 2004)?

2. Nel periodo IAS (2005 – 2008) il comprehensive income è più value relevant rispetto al reddito netto?
3. Si rilevano differenze, in termini di VR, tra le società del settore finanziario rispetto a quelle appartenenti ad altri settori?

L'evoluzione della VR è stata indagata lungo un arco temporale di 6 anni e, specificamente, dal 2003 al 2008. L'importanza di focalizzare l'attenzione su tale arco temporale risiede nell'ulteriore fase del processo di armonizzazione contabile che ha caratterizzato l'Unione Europea e che nello specifico ha generato l'introduzione degli IAS/IFRS a partire dal 2005.

Il processo evolutivo che ha interessato la normativa contabile consente pertanto di valutare, in termini di VR, gli effetti dell'introduzione degli IAS/IFRS attraverso il confronto degli esercizi 2003 – 2004, in cui i bilanci sono stati redatti secondo i principi contabili italiani, con il periodo 2005 – 2008 in cui sono stati applicati i principi contabili internazionali. La disponibilità di informazioni sul processo di transizione avvenuto con riferimento all'esercizio 2004, inoltre, permette di apprezzare l'effetto prodotto dal passaggio agli IAS/IFRS poiché, essendo l'unico esercizio per il quale si hanno informazioni di bilancio comparative, sono disponibili i valori determinati sia secondo i principi contabili nazionali che secondo i principi internazionali. In tale ambito, pertanto, la prima domanda di ricerca si incentra sull'indagine dell'evoluzione della VR del reddito netto, del comprehensive income e del patrimonio netto nel periodo considerato (2003 – 2008). Lo studio ha valutato l'andamento della correlazione tra reddito netto, patrimonio netto e capitalizzazione di borsa, nonché l'andamento della correlazione tra comprehensive income, patrimonio netto e capitalizzazione di borsa, attraverso rispettivamente l'equazione 1 (E1) e l'equazione 2 (E2) descritte nel prosieguo. Nello specifico, tale domanda si suddivide in due parti. La prima (1.a) focalizza l'attenzione sulla transizione agli IAS/IFRS, ossia sull'anno 2004. Per tale esercizio, avendo a disposizione i valori di bilancio determinati con i principi contabili sia nazionali che internazionali, è possibile apprezzare l'effetto prodotto dalla transizione agli IAS/IFRS sulla correlazione tra i suddetti valori contabili e la capitalizzazione di borsa comparando l'effetto delle due tipologie di principi contabili. La seconda parte (1.b) intende invece sviluppare l'indagine a livello temporale ponendo a confronto il periodo ante IAS (2003 – 2004) rispetto al periodo IAS (2005 – 2008). Il confronto delle correlazioni tra valori di bilancio e capitalizzazioni di borsa negli anni indicati permette di apprezzare le variazioni di VR derivanti dal passaggio ai principi contabili internazionali.

Con riferimento al quadriennio 2005 – 2008, si ha poi l'opportunità di approfondire l'analisi attraverso la considerazione delle differenti configurazioni di

reddito che emergono dall'applicazione degli IAS/IFRS. In particolare, i differenti criteri di valutazione che qualificano i principi contabili internazionali rispetto alla normativa del codice civile, hanno condotto al passaggio dal reddito netto al comprehensive income che ricomprende anche gli "Other Comprehensive Income" (OCI) e le eventuali riclassifiche degli stessi. In tale ambito, la seconda domanda di ricerca deriva dalla volontà di considerare gli effetti in termini di VR dell'introduzione degli OCI. Tale analisi si è concentrata unicamente sul periodo 2005 – 2008 e, pertanto, solo sui bilanci redatti con gli IAS/IFRS. In particolare, lo studio è stato compiuto confrontando la correlazione esistente tra reddito netto, patrimonio netto e capitalizzazione di borsa e quella tra comprehensive income, patrimonio netto e capitalizzazione di borsa, al fine di valutare se risulta più value relevant il reddito netto oppure il comprehensive income. Tuttavia un prospetto volto a fornire in via immediata il comprehensive income è stato reso obbligatorio dallo IAS 1 solo a partire dal 01/01/2009. Ciò ha comportato la determinazione del comprehensive income in modo indiretto come somma del reddito netto esposto nel conto economico e degli OCI e delle eventuali riclassifiche che, nel periodo 2005 – 2008, sono stati rilevati nel prospetto delle variazioni di patrimonio netto.

La terza domanda di ricerca, infine, è incentrata sulle differenze settoriali che, in termini di VR, emergono nell'intero arco temporale considerato (2003 – 2008). I dati raccolti, infatti, consentono di effettuare un'analisi settoriale che, isolando le società bancarie e assicurative dalle altre imprese, è stata effettuata confrontando l'evoluzione della VR per i settori considerati.

Nel prosieguo, dopo aver specificato nel paragrafo 5 gli aspetti metodologici e la definizione del campione, si illustrano i risultati emersi dalla ricerca empirica. In particolare, la descrizione avviene presentando tali risultati dapprima facendo riferimento al campione complessivo (par. 6) e, successivamente, descrivendo le peculiarità settoriali (par. 7).

5 – Aspetti metodologici e definizione del campione

Il presente lavoro si fonda sul metodo della regressione lineare (Zani, 1997: 181 e ss.) e, esaminando la relazione esistente tra variabili di mercato e variabili di bilancio, ha la finalità di valutare gli effetti, in termini di VR, dell'adozione in Italia dei principi contabili internazionali. In generale, «*in questo tipo di studi, la value relevance di una determinata grandezza contabile viene spesso misurata attraverso l'intensità della sua associazione con il valore di mercato su larghi campioni di imprese*» (Courteau, 2008: 107). In particolare, lo studio prende in esame la VR che

considera la relazione lineare esistente tra i valori di reddito e di patrimonio netto espressi dal bilancio (variabili indipendenti), con un valore di mercato espresso dal prezzo o dalla capitalizzazione di borsa (variabile dipendente). I presupposti teorici che sono alla base della relazione in oggetto, derivano dal modello elaborato e proposto da Ohlson (1995) che, infatti, rappresenta la base di riferimento per la maggior parte degli studi sulla VR (Courteau, 2008: 107).

Fra gli elementi da considerare attentamente in relazione al modello d'analisi prescelto vi sono: la scelta e la numerosità del campione; il numero di rilevazioni; la scelta di date adeguate a cui riferire la rilevazione della variabile di mercato utilizzata dal modello.

Per quanto concerne la scelta e la numerosità del campione, la presente ricerca ha preso in considerazione i bilanci consolidati dal 2003 al 2008 di un campione di 122 società quotate presso la Borsa Valori di Milano che, al 30 giugno 2009, rappresentavano circa il 93% dell'intera capitalizzazione di borsa.

Dall'universo delle società quotate a tale data (327) sono state escluse le società:

- quotate dopo il 31 dicembre 2003 e/o non più quotate al 30 giugno 2009, per assicurare la disponibilità dei dati per tutto il periodo considerato;
- con sede sociale in Paesi differenti dall'Italia al fine di evitare le influenze provenienti da contesti ambientali non omogenei rispetto a quello italiano;
- che non hanno redatto il bilancio consolidato, per assicurare omogeneità dei bilanci considerati;
- che non chiudono il bilancio al 31 dicembre, per assicurare omogeneità della data di chiusura e delle connesse correlazioni con le capitalizzazioni di borsa.

Tra le società restanti sono state scelte le 122 con maggiore capitalizzazione.

Il campione è stato dapprima analizzato nel suo insieme e successivamente è stato segmentato in due sottocampioni al fine di far emergere, per il periodo considerato, le peculiarità settoriali in termini di evoluzione della VR. In particolare, il primo sottocampione, definito nel prosieguo "settore finanziario", è composto 25 da banche e da imprese d'assicurazione che al 30 giugno 2009 rappresentavano circa il 91% della capitalizzazione complessiva del settore. Il secondo sottocampione è composto dalle restanti 97 società che al 30 giugno 2009 rappresentavano circa il 94% della capitalizzazione delle imprese diverse da banche ed assicurazioni. Si precisa che, nel prosieguo, quest'ultimo sottocampione viene definito "settore industriale".

Nel presente lavoro le variabili poste in relazione tramite il metodo della regressione lineare sono la capitalizzazione di borsa (variabile dipendente), il pa-

trimonio netto ed il Return On Equity (ROE) (variabili indipendenti).

Per quanto concerne la scelta della data a cui riferire la rilevazione della variabile dipendente (capitalizzazione di borsa), si è deciso di fare riferimento al 30/04. Tale data è stata scelta poiché si presume che la capitalizzazione al 30/04 rifletta pienamente l'effetto prodotto dalla comunicazione dei dati di bilancio dell'anno precedente. Si precisa inoltre che i dati di capitalizzazione utilizzati nell'indagine sono tratti direttamente dal sito della Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it).

Con riferimento alle variabili indipendenti, il ROE è stato calcolato utilizzando, al numeratore, il reddito al 31/12 dell'anno X e, al denominatore, il patrimonio netto al 31/12 dell'anno X-1. Inoltre, al fine di valutare eventuali differenze, in termini di VR, tra il reddito netto ed il comprehensive income, il ROE è stato calcolato utilizzando alternativamente le due differenti configurazioni di reddito che emergono dall'applicazione degli IAS/IFRS. In particolare, si evidenzia che il comprehensive income è stato ricostruito utilizzando una metodologia indiretta, ossia sommando il reddito netto iscritto nel prospetto di conto economico con gli other comprehensive income iscritti fino al 31 dicembre 2008 nel prospetto delle variazioni di patrimonio netto. Coerentemente alla determinazione del ROE, la seconda variabile indipendente è costituita dal patrimonio netto al 31/12 dell'anno X-1.

Infine, si precisa che i valori di natura contabile utilizzati per l'indagine non derivano da specifiche banche dati ma sono stati rilevati direttamente dai bilanci. In particolare, sono stati utilizzati i 732 bilanci consolidati pubblicati, nel periodo 2003 – 2008, dalle 122 società quotate che compongono il campione complessivo. Da tali bilanci sono stati rilevati il reddito ed il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo, nonché gli OCI, poiché valori necessari per la determinazione indiretta del comprehensive income. I valori reddituali e patrimoniali tratti dai bilanci consolidati sono pertanto quelli di pertinenza della società capogruppo; in altri termini non si sono considerati i valori di reddito e patrimonio netto di pertinenza dei soci di minoranza presenti nelle società controllate.

L'equazione, nella sua formulazione più generale, è la seguente:

$$C = \beta_0 + \beta_1 Pn + \beta_2 ROE + \varepsilon \quad [1]$$

dove:

- C è la variabile dipendente ossia la capitalizzazione di borsa delle società del campione alle date considerate;
- β_0 rappresenta l'intercetta o l'ordinata all'origine e misura il valore teorico della variabile dipendente quando le variabili indipendenti assunte nel modello hanno valore pari a 0;
- β_1 è il coefficiente della prima variabile indipendente ed esprime la variazione della variabile dipendente (C) che deriva da una variazione unitaria della prima variabile indipendente Pn a parità della seconda ROE;
- Pn è la prima variabile indipendente;
- β_2 è il coefficiente della seconda variabile indipendente ed esprime la variazione della variabile dipendente (C) che deriva da una variazione unitaria della seconda variabile indipendente ROE a parità della prima Pn;
- ROE è la seconda variabile indipendente;
- ε è l'errore o residuo e misura la parte della variabile dipendente non spiegata dalla relazione con le due variabili indipendenti.

La scelta di analizzare la VR in relazione alle capitalizzazioni piuttosto che in relazione ai prezzi unitari delle azioni può contribuire a risolvere possibili problematiche legate alle differenti dimensioni delle società del campione. In tal senso è possibile effettuare una trasformazione dei dati (Zani, 2000: 65) che ha anche la finalità di renderli simmetrici. Uno degli assunti che deve infatti essere rispettato, affinché la regressione implementata abbia significatività statistica, concerne la distribuzione dei dati che deve essere simmetrica (Azzalini, 1992; Marchetti e Zani, 1989: 193; Rizzi, 1992: 1 e ss.). In particolare, invece di utilizzare le trasformazioni in modo arbitrario si può impiegare la procedura suggerita da Box e Cox (1964) che può contemporaneamente verificare se esistono violazioni delle assunzioni di base e suggerire trasformazioni correttive. Nel nostro caso l'applicazione di tale procedura conduce ad effettuare una trasformazione di tipo logaritmico la quale trova applicazione anche in altri studi sulla VR (Schiebel, 2007; Carnevale, Mazzuca e Venturini, 2010). L'equazione può essere, dunque, trasformata come segue:

$$\text{Log}C = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}Pn + \beta_2 \text{ROE} + \varepsilon \quad [2]$$

L'equazione è stata sviluppata considerando differenti nozioni di reddito (il reddito netto ovvero il comprehensive income). L'applicazione delle suddette variabili ha pertanto comportato la determinazione delle due equazioni illustrate nella tabella 1.

Tabella 1 – Equazioni utilizzate nella ricerca empirica

	Equazioni	Peculiarità
E1	$\text{LogCap} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogPNcg} + \beta_2 \text{RNcg/PNcg}$	Reddito netto tradizionale
E2	$\text{LogCap} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogPNcg} + \beta_2 \text{Clcg/PNcg}$	Comprehensive Income

La regressione lineare espressa da ciascuna delle equazioni sopra descritte, è stata determinata relativamente ad ognuno degli esercizi del periodo considerato (2003 – 2008). Con riferimento al 2004, inoltre, si è studiata la regressione dei valori di bilancio applicando sia la normativa nazionale che gli IAS/IFRS.

Nell'ambito delle analisi effettuate applicando il modello della regressione lineare, la verifica della bontà di adattamento della retta di regressione alla nuvola dei punti espressi dai dati utilizzati nell'indagine, rappresenta la fase più importante poiché finalizzata a verificare la capacità della retta di riassumere la relazione tra le variabili. Tale indagine avviene attraverso il calcolo dell'indice di determinazione lineare "R²" che, assumendo valori ricompresi tra 0 e 1, descrive l'entità della varianza della variabile dipendente che trova spiegazione nella relazione con le variabili indipendenti assunte nel modello (Zani, 1997: 194). In particolare, un valore che approssima 1 per tale indicatore significa un buon adattamento della retta mentre, se fosse pari a 0, ciò significherebbe l'incapacità della retta di regressione di spiegare l'andamento dei punti. In merito all'oggetto della ricerca, l'indagine sull'evoluzione della VR avviene attraverso il confronto tra indicatori di determinazione lineare calcolati su esercizi differenti e con riferimento a valori contabili determinati utilizzando principi contabili differenti. Come evidenziato, l'obiettivo dell'indagine è valutare se l'introduzione degli IAS/IFRS ha comportato un aumento della VR dei dati contabili che emerge attraverso un incremento dell'R².

Si precisa, inoltre, che l'analisi ha per oggetto un campione di unità statistiche e non l'universo. Tale aspetto rende necessaria la valutazione della bontà del modello implementato che avviene attraverso la statistica F in onore di Sir Ronald Aylmer Fisher (1890 – 1962), il più eminente statistico contemporaneo padre della statistica moderna. Tale test è noto, infatti, come "test F" sulla significatività congiunta dei coefficienti di regressione (Marchetti e Zani, 1989: 240 e ss.; Rizzi, 1992: 48). Specificamente, attraverso il "test F" e l'analisi che ne consegue (p-value, nelle tabelle seguenti "Sig.") si valuta la probabilità che sia vera l'ipotesi nulla ossia l'ipotesi che, relativamente all'universo delle unità statistiche, non vi sia correlazione tra le variabili. Tanto minore risulta essere tale probabilità tanto maggiore è la significatività del modello adottato.

Anche con riferimento ai coefficienti delle variabili indipendenti (β_1 e β_2) si valuta la probabilità di rifiutare l'ipotesi nulla ossia che, relativamente all'universo delle unità statistiche, tali coefficienti assumano valori pari a 0. In tale caso si utilizza il "t-ratio" e la relativa analisi di significatività (nelle tabelle seguenti "Sig." con riferimento ad ogni coeffi-

ciente) che, inoltre, consente di valutare quale variabile sia in grado di spiegare maggiormente la varianza della variabile dipendente (Marchetti e Zani, 1989: 217 e ss.).

I presupposti teorici per dimostrare un legame fra variabili di mercato e variabili di bilancio sono i medesimi ma l'impiego delle capitalizzazioni invece dei prezzi unitari può costituire uno strumento utile per risolvere gli effetti di scala derivanti dalle differenti dimensioni delle società del campione. Gli studi fondati sui prezzi unitari sono assai più numerosi rispetto a quelli fondati sulle capitalizzazioni ma l'elemento chiave per valutare la bontà di un modello è rappresentato dalla significatività statistica dei risultati ottenuti. Se il modello è statisticamente significativo va analizzato con attenzione perché potrebbe fornire un contributo importante nel vasto campo della VR. Inoltre il presente studio, rispetto ad altri, si distingue per la scelta di esaminare distintamente i risultati ottenuti in relazione a ciascun anno, cosicché le statistiche presentate di fatto sono 6 per l'equazione E1 e 4 per l'equazione E2.

Infine, la comparabilità nel tempo tra i coefficienti è stata apprezzata tenendo conto degli esiti positivi emergenti dal test di Chow (Verbeek, 2006).

6 – La Value Relevance riferita al campione complessivo

Prima di entrare nel merito dei valori di R² ottenuti, nonché dei valori dei coefficienti e della relativa significatività è bene analizzare la significatività del modello proposto. Al fine della valutazione della bontà del modello interessa studiare l'ipotesi che implica che il modello non sia significativo per l'intera popolazione, ovvero che sia verificata l'ipotesi nulla (H₀). Per verificare la significatività delle differenze tra le medie aritmetiche di vari gruppi si conduce un'analisi della varianza (sintetizzato in ANOVA, acronimo di ANalysis Of VAriance). La distribuzione utilizzata è la distribuzione F. Tale test è noto, infatti, come test F sulla significatività congiunta dei coefficienti di regressione. Indicati con R²₁ e R²_v i coefficienti di determinazione per il modello libero e vincolato, la statistica definita dal test F applicata al nostro modello conduce a rifiutare l'ipotesi nulla. I paragrafi successivi mostrano i risultati ottenuti in relazione a R². Dopodiché sono presentati i coefficienti e la significatività statistica degli stessi avvalendosi del t-test.

6.1 – Effetto della transizione ai principi contabili internazionali

Nell'anno 2004, anno di transizione agli IAS/IFRS, considerando i valori di reddito e patrimonio pre-transizione (non IAS/IFRS) all'interno dell'E1 (capi-

talizzazione al 30/04/2005) il coefficiente di correlazione risulta essere 0,840.

Considerando, invece, i valori post-transizione:

- utilizzando l'E1 (che prevede l'utilizzo del reddito netto iscritto nel conto economico) il coefficiente aumenta (0,892).
- nel caso in cui si utilizzi l'E2 in cui i valori economici post-transizione derivano dalla somma fra reddito netto e OCI (ossia redditi potenziali non ancora realizzati iscritti nel prospetto delle variazioni di patrimonio netto) il coefficiente di correlazione aumenta (0,883) rispetto al valore ottenuto considerando i dati di reddito e patrimonio pre-transizione, ma si mantiene inferiore ai valori ottenuti utilizzando l'equazione 1.

L'effetto del passaggio agli IAS/IFRS determina un incremento della VR dei valori contabili. Tuttavia si sottolinea che il valore del coefficiente di correlazione pre-transizione risulta già elevato. Inoltre nell'anno 2004 la presenza degli OCI ha l'effetto di diminuire leggermente il valore del coefficiente di correlazione rispetto al valore ottenuto considerando il solo reddito iscritto in conto economico.

6.2 – Confronto tra il periodo IAS e il periodo ante-IAS

L'E1 ha una caratteristica peculiare, ossia il ROE è calcolato utilizzando il reddito netto iscritto nel conto economico dell'anno X-1.

Per quanto riguarda lo studio dell'equazione considerata si nota che:

- nell'anno 2005 il coefficiente di correlazione risulta minore rispetto agli anni 2003 e 2004 precedenti la transizione agli IAS/IFRS.
- negli anni 2006 e 2007 il coefficiente di correlazione risulta maggiore rispetto al biennio precedente la transizione.

- nel 2008 si assiste ad una diminuzione del coefficiente di correlazione che scende al di sotto dei valori pre-transizione, tale fenomeno, tuttavia, potrebbe ricondursi alla crisi economica mondiale che ha generato effetti sui valori di bilancio.

Tuttavia il confronto tra i valori del coefficiente deve tenere in considerazione un ulteriore dato: l'esigua entità delle variazioni di valore osservate tra un anno e l'altro. Quindi, nonostante il valore del coefficiente effettivamente non sia identico nei vari anni considerati, l'esiguità degli scostamenti di valore può condurre ad affermare che l'andamento del coefficiente di correlazione sia sostanzialmente stabile con riferimento al confronto tra valori post-transizione e valori pre-transizione.

L'E2 ha come peculiarità il ROE calcolato utilizzando il Comprehensive Income per gli anni 2005-2008.

I valori del coefficiente di correlazione ottenuti utilizzando l'E2 presentano un andamento simile ai valori ottenuti utilizzando l'E1. Anche in questo caso, infatti, si riscontra che:

- nel 2005 il coefficiente di correlazione ha un valore inferiore rispetto ai coefficienti ottenuti nel periodo pre-transizione.
- nel 2006 e nel 2007, invece, il coefficiente di correlazione ha valori superiori rispetto ai valori pre-transizione.
- infine il 2008 evidenzia il valore minore del periodo preso in considerazione.

Le considerazioni di sintesi relative all'E2 sono sostanzialmente analoghe rispetto alle considerazioni relative all'E1; anche in questo caso le variazioni del valore del coefficiente osservate di anno in anno sono assai limitate perciò l'andamento del coefficiente di determinazione risulta sostanzialmente stabile.

Tabella 2 – Confronto tra periodi differenti

Anno	Equazione	R ² corr.	Equazione	R ² corr.
2008	E1	0,837	E2	0,830
2007	E1	0,892	E2	0,888
2006	E1	0,903	E2	0,898
2005	E1	0,838	E2	0,839
2004	E1	0,840	E1	0,840
2003	E1	0,842	E1	0,842

Tabella 3 – Confronto tra la Value Relevance del reddito netto e del comprehensive income

Anno	A	B	Δ	A>B
	R ² corr. E1	R ² corr. E2		
2008	0,837	0,830	0,007	si
2007	0,892	0,888	0,004	si
2006	0,903	0,898	0,005	si
2005	0,838	0,839	-0,001	no

6.3 – Confronto tra il reddito netto e il comprehensive income

Entrambe le equazioni mostrano coefficienti di correlazione i cui valori si mantengono elevati nel periodo considerato. Si può, quindi, affermare che nei periodi considerati la value relevance dei valori contabili considerati (reddito netto/comprehensive income e patrimonio netto) è elevata.

Al fine di meglio comprendere i dati ottenuti mediante E1 ed E2 è opportuno analizzare i valori del coefficiente per entrambe le equazioni. La comparazione tra i coefficienti di correlazione ottenuti è sintetizzato nella tabella 3.

La tabella mostra che i coefficienti di correlazione dell'E1 sono leggermente migliori dal 2006 al 2008. Nell'anno 2005 il coefficiente di correlazione dell'E2 è migliore rispetto all'E1, ma la differenza è di solo 0,001. Tale confronto, quindi, tenderebbe ad indicare che la capitalizzazione è meglio spiegata utilizzando il ROE calcolato avvalendosi del reddito netto, piuttosto che utilizzando il valore di Comprehensive Income. In sostanza nella maggior parte dei casi utilizzando il reddito netto si ottengono valori di bilancio più value relevant rispetto all'utilizzo del Comprehensive Income.

Tuttavia il dato più evidente è la sostanziale somiglianza dei valori di R^2 ottenuti utilizzando le due equazioni. Infatti, nonostante l'E1 presenti, in generale una maggiore VR, le differenze riscontrate con i valori di R^2 ottenuti utilizzando l'E2 sono minime. Inoltre i valori ottenuti sono caratterizzati da una sostanziale stabilità. Si può, perciò, concludere che la VR del periodo post-transizione si mantiene elevata e sostanzialmente stabile sia utilizzando l'E1, sia utilizzando l'E2.

6.4 – Sensibilità dei valori di mercato rispetto al patrimonio netto e al ROE

Le seguenti tabelle riassumono alcuni dati in merito ai coefficienti di regressione delle variabili indipendenti. La tabella 4 riassume i risultati in relazione ai coefficienti della prima variabile indipendente.

Per quanto riguarda tali coefficienti si possono effettuare alcune brevi considerazioni in relazione al segno e alla significatività statistica dei coefficienti ottenuti. Il segno dei coefficienti è positivo. Inoltre β_1 manifesta in tutto il periodo considerato un valore prossimo all'unità. Ciò significa che, a parità della seconda variabile indipendente, ad esempio nel 2008, se il LogPNcg aumentasse di un punto il LogCap aumenterebbe in media di 0,901. Eliminando il logaritmo, quindi elevando ad esponente la funzione, si può affermare che, se il PNcg aumentasse di un Euro allora la Capitalizzazione aumenterebbe in media di 2,462064 Euro ($e^{0,901}$). Il t-test consente di affermare che i coefficienti hanno buona significatività statistica poiché è possibile rifiutare l'ipotesi nulla ($\beta_1 = 0$) in quanto, la probabilità di commettere un errore di prima specie (ossia rifiutare un'ipotesi nulla vera), è inferiore all'uno per mille. Inoltre tramite il t-test si osserva che: 1) la significatività statistica dei coefficienti aumenta in seguito alla transizione ai principi contabili internazionali; 2) dal 2007 al 2008 la significatività statistica dei coefficienti relativi all'E2 è maggiore rispetto alla significatività statistica dei coefficienti relativi all'E1; 3) per quanto concerne il 2005 e il 2006 la situazione è l'opposta. Anche l'analisi dei coefficienti e della relativa significatività statistica dimostra una sostanziale stabilità nel periodo considerato.

Tabella 4 – Coefficienti del patrimonio netto

Anno	Equazione	Variabile indipendente	β_1	t-ratio	Sig.
2008	E1	Log(PNcg)	0,901	22,139	0,000
2007	E1	Log(PNcg)	0,927	30,707	0,000
2006	E1	Log(PNcg)	0,906	31,687	0,000
2005	E1	Log(PNcg)	0,917	25,565	0,000
2004ias	E1	Log(PNcg)	0,913	29,845	0,000
2004	E1	Log(PNcg)	0,906	24,365	0,000
2003	E1	Log(PNcg)	0,909	23,399	0,000
2008	E2	Log(PNcg)	0,927	23,331	0,000
2007	E2	Log(PNcg)	0,939	30,893	0,000
2006	E2	Log(PNcg)	0,911	31,043	0,000
2005	E2	Log(PNcg)	0,915	25,339	0,000
2004ias	E2	Log(PNcg)	0,918	28,774	0,000

Tabella 5 – Coefficienti del ROE

Anno	Equazione	Variabile indipendente	β_2	t	Sig.
2008	E1	RNcg/PNcg	1,99	7,278	0,000
2007	E1	RNcg/PNcg	2,262	7,507	0,000
2006	E1	RNcg/PNcg	2,76	7,674	0,000
2005	E1	RNcg/PNcg	0,793	4,739	0,000
2004ias	E1	RNcg/PNcg	3,245	8,726	0,000
2004	E1	RNcg/PNcg	2,147	5,235	0,000
2003	E1	RNcg/PNcg	2,505	6,769	0,000
2008	E2	CIcg/PNcg	1,766	6,624	0,000
2007	E2	CIcg/PNcg	2,117	6,789	0,000
2006	E2	CIcg/PNcg	2,479	6,923	0,000
2005	E2	CIcg/PNcg	0,827	5,125	0,000
2004ias	E2	CIcg/PNcg	2,818	7,688	0,000

La tabella 5 mostra i coefficienti del ROE (RNcg/PNcg per l'E1 e CIcg/PNcg per l'E2).

Anche i coefficienti della seconda variabile indipendente di tipo reddituale hanno segno positivo. Il valore dei coefficienti segnala che ad una variazione unitaria della seconda variabile indipendente, la variabile dipendente manifesta una variazione proporzionale a β_2 , a parità della prima variabile indipendente. Di conseguenza per quanto riguarda il 2008, ad esempio, se il RNcg/PNcg aumentasse di un punto il LogCap30/04 aumenterebbe in media di 1,99. Ragionando in termini non logaritmici, ossia elevando ad esponenziale la funzione, si può invece affermare che, se la seconda variabile indipendente aumentasse di un punto allora la Capitalizzazione aumenterebbe in media di 7,315534 Euro ($e^{1,99}$).

Dal punto di vista della significatività statistica, anche in questo caso, si riscontra che la probabilità di commettere un errore di prima specie, rifiutando un'ipotesi nulla vera, è inferiore all'uno per mille. Inoltre nella maggior parte dei casi il t-test consente di affermare che la significatività statistica dei coefficienti aumenta in seguito alla transizione ai principi contabili internazionali (l'unica eccezione è costituita dall'anno 2005). Infine i coefficienti dell'E1 risultano maggiori rispetto ai coefficienti dell'E2, con eccezione dell'anno 2005. L'elemento più significativo che è possibile isolare dall'analisi effettuata è che la significatività statistica dei coefficienti della seconda variabile indipendente è buona, ma in generale inferiore

alla significatività statistica dei coefficienti della prima variabile indipendente.

7 – La Value Relevance nel settore finanziario e in quello industriale

In questo paragrafo vengono presentati i risultati emersi con riferimento ai due settori considerati nell'indagine. Dapprima sono descritti gli effetti, in termini di VR, emersi relativamente all'anno di transizione ai principi contabili internazionali (2004) e, successivamente, sono illustrati i risultati della comparazione tra periodi differenti (periodo ante IAS e periodo IAS) e diverse configurazioni di reddito (reddito netto e comprehensive income).

Si evidenzia che, anche in tale ambito, l'indice di correlazione assume valori piuttosto elevati, segnale della capacità delle variabili indipendenti utilizzate di spiegare una buona parte della varianza della variabile dipendente.

Per quanto riguarda la significatività del modello, le considerazioni fatte in merito al campione complessivo possono essere estese anche ai settori di seguito considerati. In particolare, sia per le società industriali che per quelle finanziarie, il "test F" ed il conseguente p-value hanno evidenziato, per ognuna delle regressioni considerate, un livello di significatività molto elevato. Infatti, tale analisi consente di rifiutare l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra le variabili del modello, con probabilità inferiori all'1 per mille di commettere un errore di prima specie.

Tabella 6 – La VR nell'anno di transizione agli IAS/IFRS per il settore industriale e quello finanziario

Equazione	IAS	Settore industriale	Settore finanziario	Società industriali confrontate con quelle Industriali
		R^2 corr.	R^2 corr.	
E1	no	0,821	0,838	F>I
E1	si	0,887	0,846	I>F
E2	si	0,884	0,808	I>F

7.1 – Effetto della transizione ai principi contabili internazionali

Con riferimento al 2004, anno in cui è avvenuta la transizione, i risultati che emergono per i settori di attività considerati sono sostanzialmente in linea con quanto emerso dall'indagine sul campione complessivo. Infatti, in entrambi i casi si evidenzia un aumento del coefficiente di determinazione lineare anche se con alcune differenze tra settori.

Settore industriale

Per quanto riguarda il settore industriale, l' R^2 corr. pre-transizione dell'E1 risulta essere 0,821. Con riferimento ai dati emersi applicando i principi nazionali, pertanto, le variabili indipendenti spiegano circa l'82% della varianza della variabile dipendente. Adottando i valori post-transizione agli IAS/IFRS, il coefficiente in oggetto aumenta evidenziando un incremento della VR dei valori contabili. Come emerge dalla tabella 6, infatti, sia l'E1 che prevede l'utilizzo del reddito netto, sia l'E2 che impiega il comprehensive income, manifestano un aumento dell'indice di determinazione lineare passando, rispettivamente, a 0,887 e a 0,884. L'aumento del coefficiente in oggetto risulta lievemente minore utilizzando l'E2 piuttosto che l'E1 evidenziando che, in sede di transizione, il comprehensive income non assume una valenza informativa maggiore rispetto al reddito netto.

Settore finanziario

In merito al settore finanziario, l'indice di determinazione lineare calcolato con riferimento ai valori contabili conformi ai principi contabili nazionali (E1) è pari a 0,838. Applicando gli IAS/IFRS, l' R^2 corr. aumenta se si considera l'E1 ma si riduce in modo significativo considerando il comprehensive income anziché il reddito netto. Per l'E2, infatti, il coefficiente in oggetto assume un valore pari a 0,808 mostrando che, per il settore finanziario, il comprehensive income risulta essere meno value relevant rispetto al reddito netto determinato non solo con gli IAS/IFRS ma anche applicando la normativa nazionale.

Confronto tra settori

Dal confronto tra i settori considerati, riassunto nella tabella 6, emerge che, con riferimento alla data di transizione (2004):

- utilizzando la normativa nazionale, per il settore finanziario le variabili indipendenti sono in grado di spiegare una quota maggiore della varianza della variabile dipendente rispetto a quanto avviene per le società industriali;
- il passaggio agli IAS/IFRS ha comportato, per entrambi i settori, un incremento della VR dei

dati contabili che, però, risulta decisamente maggiore per le società industriali rispetto a quelle finanziarie;

- per il settore finanziario l'indice di determinazione lineare calcolato con riferimento al comprehensive income risulta inferiore rispetto a quello emerso utilizzando il reddito netto anche e soprattutto rispetto al valore assunto per i bilanci conformi alla normativa nazionale. Anche per il campione delle società industriali l' R^2 corr. si riduce, ma non al di sotto del valore assunto applicando i principi contabili italiani.

7.2 – Confronto tra il periodo ante-IAS e il periodo IAS

Settore industriale

Per le società industriali, il confronto tra periodi diversi (si veda tabella 7) caratterizzati per l'impiego di regole contabili differenti evidenzia risultati contrastanti in termini di evoluzione del coefficiente di determinazione lineare. In particolare si precisa che, come per il campione complessivo, nello studio dell'E2 per poter effettuare un confronto con gli anni precedenti la transizione, occorre avvalersi dell'E1 per gli anni 2003 e 2004. Dall'indagine emerge che:

- nel 2005, primo anno di applicazione degli IAS/IFRS, la correlazione fra le variabili diminuisce (sia con E1 che con E2) rispetto al biennio precedente (2003 – 2004) e si riscontra il valore minore di tutto il periodo considerato (2003 – 2008);
- nel periodo 2006 – 2007, invece, il valore del coefficiente di determinazione lineare (sia con E1 che con E2) è superiore ai valori emersi per gli anni precedenti la transizione (2003 – 2004). Nel 2006 (sia con E1 che con E2) si riscontra il maggior valore raggiunto dal coefficiente nel periodo considerato. Con riferimento a tale esercizio, infatti, la relazione lineare con le due variabili indipendenti spiega circa l'89,7% (E1) o l'89,1% (E2) della varianza della variabile dipendente;
- infine, l'anno 2008 mostra un decremento della correlazione fra capitalizzazione e valori di bilancio evidenziando un R^2 corr. inferiore ai valori pre-transizione.

Settore finanziario

Per quanto riguarda le società finanziarie utilizzando l'E1 si nota che, escludendo l'anno 2008, i coefficienti di determinazione lineare post-transizione si mantengono sistematicamente maggiori ai coefficienti pre-transizione, mentre il coefficiente determinato attraverso l'E2 mostra un andamento contrastante. Infatti (si veda la tabella 7):

- nel 2005 il valore dell'indicatore aumenta se si considera l'E1 (0,844) mentre si riduce per l'E2 (0,822) ad un valore inferiore rispetto a quello assunto nel periodo pre-transizione (0,827 per il 2003 e 0,838 per il 2004);
- nel 2006 il coefficiente di correlazione aumenta raggiungendo il maggior valore del periodo analizzato sia per l'E1 che per l'E2. Anche con riferimento al settore finanziario, infatti, la relazione lineare con le due variabili indipendenti spiega circa l'87,6% (E1) o l'85,7% (E2) della varianza della variabile dipendente;
- dal 2007 (sia con E1 che con E2), benché il coefficiente di correlazione risulti essere ancora superiore al periodo pre-transizione, si assiste ad una diminuzione rispetto all'anno precedente;
- l' R^2 corr. nell'anno 2008 (sia con E1 che con E2) è significativamente minore rispetto ai valori pre-transizione.

Confronto tra settori

Il confronto tra i due periodi considerati (2003 – 2004 e 2005 – 2008) mostra, per entrambi i settori analizzati, che i valori di bilancio determinati applicando gli IAS/IFRS sono più VR rispetto a quelli emersi dall'impiego dei principi contabili nazionali. I valori del coefficiente di determinazione lineare ottenuti per le società industriali, inoltre, superano quelli ottenuti per le società finanziarie con esclusione dell'anno 2005.

In sostanza, applicando gli IAS/IFRS i valori di bilancio delle società industriali presentano, rispetto al settore finanziario, una maggiore correlazione con il valore della capitalizzazione di borsa, ossia una maggiore VR nel periodo 2006 – 2008 rispetto al periodo 2003 – 2004.

7.3 – La Value Relevance del reddito netto rispetto al comprehensive income

Analogamente a quanto evidenziato nell'ambito dell'analisi sul campione complessivo, il confronto, in termini di VR, tra diverse configurazioni di reddito ha rilievo solo per il periodo (2005 – 2008) nel corso del quale tali valori sono stati presentati.

Settore industriale

I coefficienti di determinazione lineare dell'E1 appaiono migliori di quelli dell'E2 per gli anni da 2006 a 2008. Nell'anno 2005 il coefficiente dell'E2 è migliore di quello dell'E1, tuttavia essi differiscono solo di 0,001. Tale confronto, come nel caso dell'intero campione, tenderebbe ad indicare che la capitalizzazione è meglio spiegata utilizzando il ROE calcolato avvalendosi del reddito netto, piuttosto che utilizzando il valore di comprehensive income. In altre parole il reddito netto conduce ad ottenere valori di bilancio più value relevant rispetto al comprehensive income. Il risultato relativo alle società industriali, quindi, non si discosta da quanto emerso per il campione complessivo.

Settore finanziario

Nel periodo 2005 – 2007 il valore dei coefficienti di determinazione lineare dell'E1 risulta sistematicamente maggiore rispetto al valore assunto dai coefficienti relativi all'E2. Anche nel settore finanziario, quindi, il reddito netto risulta essere più value relevant rispetto al comprehensive income. Tuttavia, nell'anno 2008 il coefficiente di determinazione lineare dell'E2 risulta superiore al coefficiente dell'E1. In tale esercizio, infatti, la VR del comprehensive income risulta maggiore della VR del reddito netto sebbene, come emerge dalla tabella 8, la differenza sia particolarmente contenuta.

Tabella 7 – Confronto tra periodi differenti per il settore industriale

Anno	IAS	Equazione	Settore industriale	Settore finanziario	Settore industriale VS Settore finanziario	Equazione	Settore industriale	Settore finanziario	Settore industriale VS Settore finanziario
			R^2 corr.	R^2 corr.			R^2 corr.	R^2 corr.	
2008	si	E1	0,822	0,795	I>F	E2	0,817	0,797	I>F
2007	si	E1	0,886	0,848	I>F	E2	0,880	0,840	I>F
2006	si	E1	0,897	0,876	I>F	E2	0,891	0,857	I>F
2005	si	E1	0,814	0,844	I<F	E2	0,815	0,822	I<F
2004	no	E1	0,821	0,838	I<F	E1	0,821	0,838	I<F
2003	no	E1	0,828	0,827	I>F	E1	0,828	0,827	I>F

Tabella 8 – Confronto tra reddito netto e Comprehensive Income

Anno	Settore industriale			Settore finanziario		
	Equazione 1 R ² corr.	Equazione 2 R ² corr.	Δ	Equazione 1 R ² corr.	Equazione 2 R ² corr.	Δ
2008	0,822	0,817	0,005	0,795	0,797	-0,002
2007	0,886	0,880	0,006	0,848	0,84	0,008
2006	0,897	0,891	0,006	0,876	0,857	0,019
2005	0,814	0,815	-0,001	0,844	0,822	0,022

Tabella 9 – Coefficienti del patrimonio netto

Anno	Equazione	Variabile Indipendente	Settore industriale			Settore finanziario		
			β ₁	t-ratio	Sig.	β ₁	t-ratio	Sig.
2008	E1	LogPNcg	0,898	17,09	0,000	0,846	8,546	0,000
2007	E1	LogPNcg	0,926	24,584	0,000	0,993	11,471	0,000
2006	E1	LogPNcg	0,899	26,263	0,000	0,995	12,721	0,000
2005	E1	LogPNcg	0,916	20,189	0,000	1,003	11,382	0,000
2004ias	E1	LogPNcg	0,929	25,36	0,000	0,904	11,065	0,000
2004	E1	LogPNcg	0,915	19,812	0,000	0,914	10,802	0,000
2003	E1	LogPNcg	0,903	19,144	0,000	0,931	10,444	0,000
2008	E2	LogPNcg	0,912	17,473	0,000	0,876	9,389	0,000
2007	E2	LogPNcg	0,934	24,369	0,000	0,981	11,049	0,000
2006	E2	LogPNcg	0,904	25,722	0,000	0,988	11,714	0,000
2005	E2	LogPNcg	0,916	20,045	0,000	0,946	10,636	0,000
2004ias	E2	LogPNcg	0,934	25,258	0,000	0,913	10,007	0,000

Confronto tra settori

Per entrambi i settori considerati il reddito netto risulta più value rilevante rispetto al comprehensive income. Tale aspetto che emerge chiaramente dai dati illustrati nella tabella 8 trova alcune eccezioni con riferimento al 2005, per le società industriali, e nel 2008 per quelle finanziarie.

Dal confronto tra settori, inoltre, si evidenzia che la differenza tra l'R² corr. determinato con il reddito netto e quello calcolato con il comprehensive income è maggiore per il settore finanziario. Tale aspetto si ritiene essere un ulteriore segnale di come il passaggio ai principi contabili internazionali abbia comportato un incremento della VR in misura maggiore con riferimento alle società che compongono il settore industriale.

7.4 – La sensibilità del valore di mercato rispetto al patrimonio netto e al ROE nei settori considerati

Coerentemente a quanto fatto per il campione complessivo, in questo paragrafo si analizzano i coefficienti di regressione che, nelle due tabelle riepilogative di seguito riportate, sono presentati in modo separato per settore di attività e per variabile indipendente.

Con riferimento alla prima variabile indipendente si evidenzia un'elevata significatività statistica sia per il settore industriale che per quello finanziario per

ognuna delle regressioni considerate. Come emerge dalla tabella 9, infatti, è possibile rifiutare l'ipotesi nulla ($\beta_1 = 0$) poiché, la probabilità di commettere un errore di prima specie, è inferiore all'uno per mille.

Per quanto riguarda β_1 si osserva che, per entrambi i settori considerati, tale coefficiente manifesta nel periodo (2003 – 2008) un valore prossimo all'unità e sostanzialmente costante nel tempo. Infatti, per ognuno degli esercizi per i quali è stata determinata la regressione lineare, ad una variazione unitaria della prima variabile indipendente, la variabile dipendente manifesta una variazione quasi proporzionale a parità della seconda variabile indipendente.

Con riferimento al 2008, ad esempio, se il LogPNcg aumentasse di un punto il LogCap30/04 aumenterebbe in media di 0,898 per il settore industriale e di 0,846 per quello finanziario a parità del ROE.

Eliminando il logaritmo e, pertanto, elevando ad esponenziale la funzione, si può affermare che, se il PNcg aumentasse di un Euro allora la Capitalizzazione aumenterebbe in media di 2,4547 Euro ($e^{0,898}$) per il settore industriale e di 2,3303 Euro ($e^{0,846}$) per quello finanziario, a parità della seconda variabile indipendente. In merito alla variabile RNcg/PNcg per E1 e C1cg/PNcg per E2, la significatività statistica risulta elevata per il settore industriale, mentre per quello finanziario la tabella 10 mostra livelli di significatività differenti.

Tabella 10 – Coefficienti del ROE

Anno	Equazione	Variabile Indipendente	Settore industriale			Settore finanziario		
			β_2	t-ratio	Sig.	β_2	t-ratio	Sig.
2008	E1	RNcg/PNcg	2,129	6,981	0,000	1,273	1,743	0,095
2007	E1	RNcg/PNcg	2,402	7,149	0,000	2,204	2,403	0,025
2006	E1	RNcg/PNcg	2,633	7,15	0,000	6,479	3,32	0,003
2005	E1	RNcg/PNcg	0,74	4,25	0,000	5,468	3,265	0,004
2004ias	E1	RNcg/PNcg	3,103	7,923	0,000	5,383	3,34	0,003
2004	E1	RNcg/PNcg	1,952	4,394	0,000	5,372	3,208	0,004
2003	E1	RNcg/PNcg	2,349	6,004	0,000	6,561	3,164	0,005
2008	E2	CIcg/PNcg	2,064	6,747	0,000	0,705	1,032	0,313
2007	E2	CIcg/PNcg	2,271	6,444	0,000	1,766	1,977	0,061
2006	E2	CIcg/PNcg	2,394	6,425	0,000	4,527	2,508	0,02
2005	E2	CIcg/PNcg	0,748	4,376	0,000	2,77	2,773	0,011
2004ias	E2	CIcg/PNcg	2,986	7,604	0,000	2,961	1,985	0,06

In particolare, per quest'ultimo settore la significatività statistica correlata alla seconda variabile presenta un andamento altalenante sia nel caso in cui si utilizzi l'E1, sia nel caso si utilizzi l'E2. Tuttavia nel caso in cui si applichi l'E2 la significatività statistica in generale si riduce.

Con riferimento a β_2 si osserva inoltre che, nel corso del periodo di osservazione (2003-2008):

- per il settore finanziario, il coefficiente in oggetto mostra valori sempre minori per entrambe le equazioni utilizzate;
- per il settore industriale, invece, il coefficiente presenta valori crescenti.

Anche per la seconda variabile, per ognuno degli esercizi per i quali è stata determinata la regressione lineare, ad una variazione unitaria della seconda variabile indipendente, la variabile dipendente manifesta una variazione proporzionale al β_2 emerso dalla regressione, a parità della prima variabile indipendente.

Per quanto riguarda il 2008, ad esempio, se il RNcg/PNcg aumentasse di un punto il LogCap30/04 aumenterebbe in media di 2,129 per il settore industriale e di 1,273 per quello finanziario a parità del LogPNcg.

Eliminando il logaritmo e, pertanto, elevando ad esponenziale la funzione, si può invece affermare che, se la seconda variabile indipendente aumentasse di un punto allora la Capitalizzazione aumenterebbe di 8,4065 Euro ($e^{2,129}$) per il settore industriale e di 3,5716 Euro ($e^{1,273}$) per quello finanziario a parità di PNcg.

Anche con riferimento all'indagine settoriale, emerge una maggiore significatività statistica della prima variabile indipendente.

8 – Conclusioni

La ricerca ha apprezzato la VR del patrimonio netto e del ROE rispetto al valore di mercato in un campione di società quotate presso la Borsa Valori di Milano nel periodo 2003 – 2008. La valutazione della rilevanza è stata effettuata costruendo anzitutto una banca dati delle informazioni relative alle informazioni economico-finanziarie comprese nei bilanci consolidati del campione di gruppi analizzati (patrimonio netto e ROE riferiti ai valori di pertinenza della società capogruppo) e dei valori di mercato delle società (capitalizzazioni). Il modello di regressione utilizzato ha quindi permesso di determinare gli indici di correlazione che misurano il grado di associazione tra variabili indipendenti e dipendenti e i coefficienti delle singole variabili indipendenti.

Un primo risultato della ricerca è l'elevata VR tra la capitalizzazione delle società quotate italiane (variabile dipendente), il patrimonio netto e il ROE (variabili indipendenti) in tutto il periodo considerato: il coefficiente di correlazione, infatti, assume valori compresi tra lo 0,797 e lo 0,903. In altri termini, le due variabili considerate, nel periodo 2003 – 2008, spiegano tra l'80% e il 90% del valore di mercato delle società. Il risultato forse più sorprendente è che questa elevata associazione è rilevata anche nel periodo 2003 – 2004, ossia prima della transizione ai principi contabili internazionali. Dai risultati emergenti dalla ricerca, dunque, anche i bilanci consolidati redatti secondo un modello di bilancio fondato prevalentemente sul costo storico sarebbero stati utili per gli investitori nella determinazione del valore di mercato delle società analizzate.

Un secondo risultato della ricerca è che la transizione ai principi contabili internazionali ha determinato un ulteriore miglioramento della VR del patrimonio netto e del ROE nel giustificare la formazione dei valori di mercato delle società: specificamente nell'anno di transizione la VR di tali informazioni di bilancio è migliorata di circa il 6% considerando il reddito iscritto nel conto economico e di circa il 5% con l'utilizzo del comprehensive income. In altri termini la già elevata associazione tra variabili di mercato e di bilancio rilevata nel periodo ante IAS è stata confermata e rafforzata dal passaggio ai principi contabili internazionali. Tuttavia, nell'ambito delle differenti configurazioni di reddito, il comprehensive income è risultato meno VR rispetto al reddito tradizionale: l'allargamento del reddito ai cosiddetti "Other Comprehensive Income – OCI", infatti, ha determinato un'associazione elevata ma leggermente inferiore rispetto a quella del reddito tradizionale.

Un terzo risultato della ricerca riguarda l'evoluzione della VR nel tempo. Il periodo considerato può essere scomposto nel periodo ante IAS (2003 – 2004), in quello IAS di crescita economica (2005 – 2007) e in quello IAS d'inizio della crisi finanziaria. Premesso che la correlazione si conferma elevata per tutto il periodo considerato, il confronto tra i primi due periodi dimostra che il miglioramento della VR non è limitato all'anno di transizione ma si estende a tutto il triennio successivo (2005 – 2007), anche se nel 2005 si stabilizza e risulta leggermente inferiore rispetto al periodo ante IAS. Nel 2008 la VR, invece, torna ai livelli determinati per il periodo ante IAS. Il sospetto è che la crisi mondiale dei mercati finanziari con le conseguenti riduzioni significative dei prezzi delle azioni quotate e delle connesse capitalizzazioni abbia da un lato aumentato la volatilità delle performance d'impresa e dall'altro influenzato negativamente l'attendibilità delle quotazioni. In tal senso troverebbe conferma l'ipotesi di un impatto negativo sulla VR in presenza di mercati finanziari inefficienti e la minore efficacia delle informazioni di bilancio per gli investitori quando si manifestano fattori di distorsione nella formazione dei prezzi e delle capitalizzazioni.

Un quarto risultato della ricerca riguarda la VR nelle società del settore finanziario. Mentre infatti le società di altri settori presentano risultati molto simili a quelli riferiti all'intero campione, la VR nelle società finanziarie, almeno in parte, si differenzia. Ad esempio, nell'anno della transizione, la VR post-transizione agli IAS migliora se si utilizza il reddito tradizionale mentre peggiora con l'impiego del Comprehensive Income. Nel settore finanziario, dunque, la VR si riduce nell'anno della transizione proprio con l'impiego della configurazione di reddito che prometteva, invece, di produrre i maggiori progressi in termini di utilità dei bilanci a favore degli investitori. L'evoluzione della VR nel tempo, a sua volta, con-

ferma risultati settoriali in linea con quelli complessivi nel caso delle società industriali mentre rileva talune peculiarità per le banche e assicurazioni. In particolare i risultati per il settore finanziario trovano piena aderenza rispetto alla proposta di suddivisione temporale del periodo considerato: il biennio ante IAS presenta indici di correlazione elevati ma inferiori rispetto a quelli del periodo IAS con sviluppo economico nel quale, ad un trend crescente fino al 2006 segue, dal 2007, una riduzione della VR che, nel 2008 raggiunge il valore più basso tra quelli rilevati da questa ricerca. Nelle banche e assicurazioni, dunque, l'effetto crisi finanziaria incide in modo più significativo sulla riduzione di VR rispetto agli altri settori, probabilmente anche a causa della minore affidabilità dei prezzi di borsa.

Un quinto risultato della ricerca riguarda la VR del reddito tradizionale rispetto al comprehensive income, già accennata nell'ambito del secondo e quarto risultato di ricerca. La VR del comprehensive income può essere comparata con il periodo ante IAS (2003 – 2004) ovvero con il reddito tradizionale iscritto nel conto economico ma determinato con gli IAS (2005 – 2008). Nel primo caso si rileva un progresso della VR non confermato nel secondo caso. Infatti, al progresso della VR associata al passaggio ai principi contabili internazionali non segue un'analoga tendenza relativa al passaggio dal reddito tradizionale al comprehensive income. In altri termini non sembra che gli investitori abbiano apprezzato il contributo informativo offerto dagli OCI per le loro decisioni di investimento, almeno nei primi quattro anni di applicazione dei nuovi standard contabili. Una possibile causa di questo risultato contrario alle aspettative può essere dovuto alle modalità di rappresentazione degli OCI nei bilanci IAS: fino al 2008, infatti, tali valori sono stati illustrati solamente nel prospetto delle variazioni di patrimonio netto, creando, forse, qualche incertezza o difficoltà di lettura tra i destinatari. Dai bilanci 2009, invece, gli stessi valori sono rilevati direttamente nel conto economico e sarà possibile apprezzare l'effetto di tale innovazione.

Un sesto risultato della ricerca, infine, riguarda la sensibilità dei valori di mercato rispetto al patrimonio netto e al ROE, da interpretare in modo strettamente connesso alla loro significatività statistica. I valori di mercato delle società si rivelano più sensibili al ROE rispetto al patrimonio netto ma la significatività statistica del ROE risulta inferiore rispetto a quella del Patrimonio netto. Le informazioni sui risultati e sugli indici di redditività delle imprese, dunque, producono variazioni più rilevanti delle capitalizzazioni rispetto a quelle generate dalle informazioni sul patrimonio netto anche se le informazioni sull'affidabilità dei risultati offrono segnali opposti: sono più affidabili i risultati relativi al patrimonio netto rispetto a quelli del ROE. Tale fenomeno è particolarmente rilevante nelle banche e assicurazioni del campione, in cui, per alcuni

anni, si arriva a mettere in discussione l'affidabilità statistica della sensibilità del valore di mercato rispetto al ROE.

Nei limiti accennati nell'introduzione, la VR del patrimonio netto e del ROE rispetto al valore di mercato delle imprese, già elevata nei bilanci consolidati redatti secondo i principi contabili nazionali, migliora ulteriormente con gli IAS/IFRS. Tuttavia, il comprehensive income, almeno nei primi quattro anni di applicazione dei nuovi standard contabili, disattende le attese di progresso della VR per gli investitori, forse a causa delle difficoltà di lettura degli OCI nel prospetto delle variazioni del patrimonio netto. Le banche e le assicurazioni, invece, presentano una VR quasi sempre inferiore rispetto a quella riferita al campione nel suo insieme, in modo particolare all'inizio della crisi finanziaria (2008) e per il comprehensive income.

References

- Armstrong C.S., Barth M.E., Jagolinzer A.D. e Ried E.J. (2008), Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe, *Accounting Review*, forthcoming.
- Avallone F. (2008), *L'impatto dell'informativa contabile di tipo volontario sui mercati finanziari*, Giapichelli, Torino.
- Azzalini A. (1992), *Inferenza statistica*, Springer-Verlag, Berlino.
- Ball R. e Brown P. (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, [159-178].
- Barth M.E. (2000), Valuation-based Accounting Research: Implications for Financial Reporting and Opportunities for Future Research, *Accounting and Finance*, 40, [7-31].
- Barth M.E., Landsman W.R. e Lang M.H. (2008), International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, N. 3, June.
- Barth M.E. e Clinch G. (1998), Revalued, Tangible, and Intangible Assets; Associations with Share Prices and Non-Market Based Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, 36, Supplement, [199-233].
- Barth M.E., Beaver W.H. e Landsman W.R. (2001), The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View, *Journal of Accounting and Economics*, 31, [77-104].
- Barth M.E., Beaver W.H. e Wolfson M. (1990), Components of Earnings and the Structure of Bank Share Prices, *Financial Analysts Journal*, N. 46, [53-60].
- Bartov E., Goldberg S.R. e Kim M. (2005), Comparative value relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: a German sock market perspective, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 20, N. 2, [95-119].
- Beaver W.H. (1968), The information content of annual earnings announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6.
- Beaver W.H. (1998), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall.
- Beaver W.H. (2002), Perspectives on Recent Capital Markets Research, *The Accounting Review*, Vol. 77, N. 2, April, [453-474].
- Beaver W.H. e Demski J. (1979), The Nature of Income Measurement, *Accounting Review*, N. 55, [38-46].
- Beaver W.H., Kennelly, J.W. e Voss W.M. (1968), Predictive Ability as a Criterion for the Evaluation of Accounting Data, *Accounting Review*, [675-683].
- Beaver W. e Morse D. (1978), What determines Price-Earnings Ratios?, *Financial Analysts Journal*, July/August, [65-76].
- Bernard V. (1993), *Accounting-based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios and Implications for Financial Statements Analysis*, Working Paper Michigan Business School, University of Michigan.
- Bernard V. (1989), *Capital Markets Research in Accounting during the 1980s: A Critical Review*, Paper for the University of Illinois Accountancy Ph.D. Program, Golden Jubilee Symposium.
- Bertoni M. e De Rosa B. (2005), Comprehensive income, fair value and conservatism: a conceptual framework for reporting financial performance, *Proceedings of the 5th International Conference on European integrations, competition and cooperation* (Lorran, Croatia, April, 22-23).
- Box E.P. e Cox D.R. (1964), An analysis of transformations, *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, Vol. 26, N. 2, [211-252].
- Brown S., Kin L. e Lys T. (1999), Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 2, N. 28, [83-115].
- Carnevale C., Mazzuca M. e Venturini S. (2010), La value relevance del bilancio sociale: il caso delle banche europee, *Economia Aziendale Online*, N. 2, www.ea2000.it.
- Catuogno S. (2003), *Configurazioni di reddito a valori correnti e modelli di capital maintenance. Un confronto internazionale tra dottrina e prassi*, Cedam, Padova.
- Christensen H.B., Lee E. e Walker M. (2008), *Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption?*, Working Paper Manchester Business School, UK, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1013054
- Collins D.W., Maydew E.L. e Weiss I.S. (1997), Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years, *Journal of Accounting & Economics*, N. 24.

- Cordazzo M. (2008), *The value-relevance of disclosure on intangible assets*, working paper, Free University of Bozen, forthcoming.
- Courteau L. (2008), *Valore d'impresa e valori di bilancio. Modelli di valutazione per gli investitori azionari*, Franco Angeli, Milano.
- Devalle A. (2008), The impact of the gains and losses recognised directly in equity on the company profitability, *Economia Aziendale Online*, N. 5, www.ea2000.it.
- Devalle A. (2010), *Misurazione della performance nel bilancio IFRS. Comprehensive income, dibattito internazionale e value relevance*, Pearson Prentice Hall, Milano.
- Devalle A., Onali E. e Magarini R. (2010), Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe, *Journal of International Financial Management Accounting*, Vol. 21, N. 2.
- Dontoh A., Radhakrishnan S. e Ronen, J. (2004), The Declining Value-relevance of Accounting Information and Non-information-based Trading: An Empirical Analysis, *Contemporary Accounting Research*, N. 21, [795-812].
- Dumontier P. e Labelle R. (1998), Accounting earnings and firm valuation: the French case, *European Accounting Review*, N. 7.
- Dumontier P. e Raffournier B. (2002), Accounting and capital markets: a survey of the European evidence, *The European Accounting Review*, [119-151].
- Easton P., Eddy P.H. e Harris T.S. (1993), An investigation of revaluation of long lived assets, *Journal of Accounting Research*, Vol. 3, N. 1.
- Feltham G.A. e Ohlson J.A. (1995), Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, N. 2, Spring, [689-732].
- Feltham G.A. e Ohlson J.A. (1996), Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, N. 2, Autumn, [209-234].
- Francis J. e Schipper K. (1999), Have Financial Statements Lost Their Relevance?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, [319-352].
- Harris T., Lang M. e Möller H. (1994), The value-relevance of German accounting measures: an empirical analysis, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32.
- Hirst D.E. e Hopkins P.E. (1998), Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Supplement.
- Holthausen R.W. e Watts R.L. (2001), The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting, *Journal of Accounting and Economics*, 31, [3-75].
- Horton J. e Serafeim I. (2007), *Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?*, Working Paper, London School of Economics and Harvard Business School, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1264101.
- King T.E., Ortengren A.K. e Reed B.J. (1999), An Analysis of the Impact of Alternative Financial Statement Presentations of Comprehensive Income, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 3, N. 4, Summer.
- Jermakowicz E.K., Prather-Kinsey J. e Wulf, I. (2007), The Value Relevance of Accounting Income Reported by DAX-30 German Companies, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18 (3), [151-191].
- Kim M. e Kross, W. (2006), The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing - Not Decreasing, *CFA Digest*, 36(2), [51-52].
- Kothari S.P. e Zimmerman J.L. (1995), Price and return models, *Journal of Accounting & Economics*, 20(2), [155-192].
- Kothari S.P. (2001), Capital Markets Research in Accounting, *Journal of Accounting and Economics*, 31, [105-231].
- International Accounting Standards Board (IASB), 1989, *Framework for the preparation and presentation of financial statement*, www.iasb.org.
- International Accounting Standards Board (IASB), 2007, *Performance Reporting*, www.iasb.org.
- Landsman W.R. e Magliolo J. (1988), Cross-Sectional Capital Market Research and Model Specification, *Accounting Review*, 63(4), [586].
- Lee C.M. (1999), Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research, *Accounting Horizons*, Vol. 13, N. 4, [413-425].
- Lee Y., Petroni K. e Shen M. (2007), Cherry Picking, Financial Reporting Quality and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers, *Contemporary Accounting Research*, forthcoming.
- Lev B. e Ohlson J.A. (1982), Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension, *Journal of Accounting Research*, 20, [249-322].
- Lev B. e Thiagarajan S.R. (1993), Fundamental Information Analysis, *Journal of Accounting Research*, 31(2), [190-215].
- Lev B. (1989), On the Usefulness of Earnings and Earnings Reactions: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, 27, Supplement, [153-192].
- Lev B. e Zarowin P. (1999), The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them, *Journal of Accounting Research*, 37(2), [353-385].
- Marchetti G.M. e Zani S. (1989), *Lezioni sulla inferenza statistica*, Grafiche Step Editrice.
- Modigliani F. e Miller M. (1958), The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, [261-297].

- Nobes C. e Platikanova P. (2006), *Was the introduction of IFRS in Europe value-relevant?*, Working Paper.
- Ohlson J.A. (1991), The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball-Brown Analysis, *Contemporary Accounting Research*, Fall, [1-19].
- Ohlson J.A. (1995), Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, N. 2, [661-687].
- Ohlson J.A. (1999), On Transitory Earnings, *Review of Accounting Studies*, 4, [145-162].
- Ohlson J.A. e Skroff P.K. (1992), Changes versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Returns: Some Theoretical Considerations, *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, N. 2, [210-226].
- Ohlson J.A. e Penman S.H., (1992), Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Fall, [553-573].
- Paananen M. e Lin H. (2008), *The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS Over Time: The Case of Germany*, Working paper, University of Hertfordshire, UK, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1066604.
- Pavan A. e Paglietti P. (2011), La value relevance dell'informativa di bilancio: dai principi contabili italiani agli standard contabili internazionali, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Rirea, Roma, Gennaio-Febrero.
- Paglietti P. (2009), The value relevance of accounting information in Italy following IFRS adoption, *IR Top*, VI, n. 4, October/December.
- Pisani M. (2007), *La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio. Il comprehensive income statement*, FrancoAngeli, Milano.
- Plenborg T. (1998), A comparison of the information content of US and Danish earnings, *European Accounting Review*, 7, (1).
- Prencipe A. (2006), *Earning quality, Analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale*, Pearson Education, Milano.
- Quagli A. e Avvallone F. (2010), Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry, *European Accounting Review*, Vol. 19, N. 3, [461-493].
- Rizzi A. (1992), *Inferenza statistica*, Utet, Torino.
- Schiebel A. (2007), Empirical Value Relevance of German Gaap and IFRS, *Journal of Economics and Business Administration*, Vol. 1, N. 2, [141-170].
- Schipper K. (2005), The introduction of accounting standards in Europe: Implications for international convergence, *European Accounting Review*, Vol. 14, N. 1, [101-126].
- Skinner D.J. (1999), How Well Does Net Income Measure Firm Performance? A Discussion of Two Studies, *Journal of Accounting and Economics*, 26, [105-111].
- Soderstrom N.S. e Sun K.J. (2007), IFRS Adoption and Accounting Quality: a review, *European Accounting Review*, Vol. 16, N. 4, [675-702].
- Thinggaard F., Wagenhofer A., Eva L., Gebhardt G. Hoogendoorn M., Marton J., Di Pietra R., Mora A. e Peasnell K. (2006), Performance Reporting - The IASB's Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1, *Accounting in Europe*, Vol. 3, [35-63].
- Van Cauwenberge P. e De Beelde I. (2007), On the IASB Comprehensive Income Project: An Analysis of the Case for Dual Income Display, *Abacus*, Vol. 43, N. 1, [1-26].
- Van Cauwenberge P. e De Beelde I. (2007), A critical note on empirical comprehensive income research, working paper, 'Economics research papers' (RePEc), www/feb.urgent.be/en/Res/wp/index.
- Vafeas N., Trigeorgis L. e Georgiou X. (1998), The usefulness of earnings in explaining stock returns in an emergine market: the case of Cyprus, *European Accounting Review*, 7 (1).
- Verbeek M. (2006), *Econometria*, Zanichelli, Bologna.
- Watts R. e Zimmerman J. (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *The Accounting Review*, 53.
- Watts R. e Zimmerman J. (1990), Positive Accounting Theory. A Ten Year Perspective, *The Accounting Review*, Vol.65, N. 1, [131-156].
- Zani S. (1997), *Analisi dei dati statistici I*, Giuffrè, Milano.
- Zani S. (2000), *Analisi dei dati statistici II*, Giuffrè, Milano.