

**Stella Lippolis
Francesco Grimaldi**

**CORPORATE GOVERNANCE
E POLITICHE
DI EARNINGS MANAGEMENT**

**Aspetti teorici
ed evidenze empiriche**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Stella Lippolis
Francesco Grimaldi**

**CORPORATE GOVERNANCE
E POLITICHE
DI EARNINGS MANAGEMENT**

**Aspetti teorici
ed evidenze empiriche**

FrancoAngeli

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

*Alle piccole Vittoria e Flavia
Alle persone che sanno ascoltare*

INDICE

Introduzione , di <i>Stella Lippolis</i>	pag.	13
1. La corporate governance , di <i>Stella Lippolis</i>	»	19
1.1. La corporate governance: una visione d'insieme	»	19
1.2. Le teorie all'origine del dibattito sulla corporate governance	»	27
1.2.1. Il managerialismo classico	»	28
1.2.2. L'approccio della New Institutional Economics	»	29
1.2.3. La teoria dell'agenzia	»	31
1.2.4. La Stewardship theory e la Resource-dependence perspective	»	34
1.3. Le funzioni del Consiglio di Amministrazione	»	36
1.4. La Corporate Governance in Italia	»	39
1.4.1. Gli assetti proprietari	»	39
1.4.2. Le imprese familiari	»	43
1.4.3. Il Consiglio di Amministrazione: le evidenze empiriche e il Consiglio di Amministrazione in Italia	»	46
2. Informazione esterna d'impresa e corporate governance , di <i>Stella Lippolis</i>	»	56
2.1. L'informativa societaria esterna: considerazioni introduttive	»	56
2.2. Finalità del bilancio e conflitto di interessi	»	61
2.2.1. Conciliabilità degli interessi divergenti nel bilancio di esercizio: la dottrina italiana	»	62
2.2.2. La dottrina di matrice angloamericana	»	67
2.3. Corporate governance e informazione contabile	»	72

3. Dalle politiche di bilancio all'earnings management: lineeamenti teorici ed evidenze empiriche, di <i>Francesco Grimaldi</i>	pag. 76
3.1. Aspetti introduttivi	» 76
3.2. L'identificazione concettuale delle politiche di earnings management e delle motivazioni sottostanti	» 78
3.3. Le politiche di earnings management gestionali e valutative	» 81
3.3.1. Le politiche di accrual earnings management	» 83
3.4. Le politiche di earnings management: variabili di contesto, fattori incentivanti e metodiche di rilevazione	» 86
3.4.1. Le politiche di earnings management e le variabili di contesto	» 86
3.4.2. Le politiche di earnings management e i fattori incentivanti	» 88
3.4.3. Metodiche di rilevazione delle politiche di earnings management	» 91
3.5. Le politiche di bilancio nella dottrina economico-aziendale italiana	» 94
3.6. Le politiche di bilancio e l'earnings management: linee di divergenza, punti di contatto e prospettive future	» 101
4. Corporate governance e politiche di earnings management: review della letteratura di riferimento e ipotesi dell'indagine empirica, di <i>Stella Lippolis</i>	» 104
4.1. Corporate governance e politiche di earnings management nella letteratura internazionale	» 104
4.2. Corporate governance e politiche di earnings management in Italia: le evidenze empiriche	» 108
4.3. Corporate governance e politiche di earnings management: problematiche aperte	» 111
4.4. Le ipotesi di ricerca	» 112
5. L'analisi empirica, di <i>Francesco Grimaldi</i>	» 118
5.1. Aspetti introduttivi	» 118
5.2. Il processo di selezione del campione e di raccolta dei dati	» 119
5.2.1. Il processo di analisi dei dati	» 121
5.3. La definizione delle variabili del modello proposto	» 121
5.3.1. L'identificazione e la stima della politica di earnings management	» 122

5.3.2. L'identificazione delle variabili indipendenti e di controllo	pag.	124
5.4. Il modello di riferimento utilizzato nell'analisi	»	125
5.5. I risultati dell'indagine empirica	»	127
5.5.1. Le statistiche descrittive del campione	»	127
5.6. Lo studio della correlazione	»	130
5.7. La verifica delle ipotesi mediante il modello di regressione	»	131
6. Considerazioni conclusive e prospettive di ricerca, di Stella Lippolis	»	135
Bibliografia	»	139

RINGRAZIAMENTI

Al termine di questo lavoro vorremmo ringraziare le persone che hanno dato un importante contributo alla stesura dello stesso.

Si ringrazia Luca Trivisano per l'aiuto nella raccolta e nella prima elaborazione dei dati.

Un particolare ringraziamento va a Fabio Manca per il suo prezioso contributo alla elaborazione statistica dei dati e a Dario Dell'Osa per il suo sempre puntuale supporto e incoraggiamento.

INTRODUZIONE

di *Stella Lippolis**

Il rapporto tra informazione di bilancio e strutture di governo delle imprese rappresenta un argomento di grande attualità e rilevanza. I contributi teorici proposti dalla letteratura, di prevalente matrice internazionale, hanno messo in evidenza il ruolo delle strutture di corporate governance quali meccanismi atti ad influenzare l'informazione esterna d'impresa, con particolare riferimento all'attuazione delle politiche di earnings management.

Nello specifico, le ricerche svolte hanno indagato la qualità e l'efficacia di quei presidi di corporate governance che consentono di identificare e limitare l'attività di earnings management ed hanno come riferimento soprattutto il contesto capitalistico anglosassone con le relative peculiarità in termini di mercati finanziari molto sviluppati, proprietà polverizzata ed elevato grado di contendibilità del controllo.

Gli esiti di tali studi, come si vedrà, non appaiono concordi nell'individuare la direzione della relazione che lega le strutture di governo alla qualità dell'informazione di bilancio. Detta relazione è stata affrontata prendendo in esame prevalentemente quali variabili di corporate governance, i caratteri di composizione e di struttura del Consiglio di Amministrazione.

Con particolare riferimento alla presenza di amministratori indipendenti le evidenze empiriche danno luogo ad esiti di natura differente. Si registrano, infatti, studi che mostrano come la presenza di consiglieri indipendenti abbia un significativo impatto in termini di riduzione dell'earnings management e delle frodi contabili; in linea con gli assunti della teoria dell'agenzia, dunque, il ruolo di monitoraggio da essi svolto a tutela degli investitori si rifletterebbe

* Benché la ricerca sia frutto del lavoro congiunto dei due autori, l'introduzione, i capitoli 1, 2, 4, 6 e i paragrafi 5.6 e 5.7 sono attribuibili a Stella Lippolis e i capitoli 3 e 5 sono attribuibili a Francesco Grimaldi.

sull'attendibilità dei risultati di bilancio. Le ricerche aventi ad oggetto i consigli di amministrazione di società caratterizzate dalla presenza di proprietà concentrata, al contrario, non mostrano risultati univoci con riferimento al legame tra indipendenza del consiglio e politiche di earnings management.

Altro ambito indagato dagli studi internazionali riguarda la correlazione tra *Ceo duality* – la coincidenza delle cariche di Ceo (*Chief executive officer*) e di Presidente del Consiglio di amministrazione – e manipolazione degli utili. Anche tale prospettiva di indagine ha condotto a risultati contrastanti evidenziando, in alcuni casi, la mancanza di legame tra i due aspetti, e in altri, invece, l'esistenza di tale legame, nel senso che le società nelle quali sono presenti pratiche di earnings management molto spesso presentano le due cariche concentrate nello stesso soggetto.

Anche con riferimento al rapporto tra numerosità del board e qualità dell'informazione di bilancio le ricerche riscontrano, in alcuni casi, indicazioni a favore di un basso numero di consiglieri per la maggior reattività nel prendere le decisioni, in altri, a favore di Consigli numerosi privilegiando gli effetti della diversificazione delle competenze.

Nel panorama della letteratura nazionale, invece, ancora ridotto risulta il numero delle ricerche che hanno affrontato tali argomenti, nonostante negli ultimi anni un insieme di elementi convergenti – i casi di default di aziende di primaria importanza in conseguenza di frodi contabili, l'apertura dei modelli di governance alle necessità di interlocutori esterni ecc. – abbiano reso sempre più evidente anche nel nostro Paese la rilevanza del rapporto tra strutture di governo delle imprese e informazione di bilancio.

Nel quadro delineato, il presente studio indaga – avvalendosi di evidenze empiriche – le problematiche attinenti alla natura e all'efficacia dei presidi di governance e alla relativa influenza sulle politiche di earnings management in un contesto imprenditoriale, quello italiano, in cui il modello di riferimento è quello dell'impresa ad elevata concentrazione proprietaria, spesso a carattere familiare, e in cui, nonostante risultino modificate le modalità e gli strumenti con cui viene esercitato il controllo, resta modesto il grado di contendibilità delle imprese quotate.

In particolare, il lavoro, utilizzando quale campione di analisi le società quotate nel nostro Paese nel periodo 2010-2012, indaga la relazione tra livelli di earnings management e caratteri del Consiglio che ne determinano il grado di indipendenza, ossia la presenza di consiglieri indipendenti e l'assenza della cosiddetta “dualità del Ceo”.

Con riferimento a ciascuna delle articolazioni evidenziate sono state formulate ipotesi interpretative, facendo riferimento particolare alle società quotate a controllo familiare che hanno un peso rilevante nel nostro Paese.

Proprio la particolare rilevanza di tali imprese, infatti, e la mancanza di risultati univoci nelle ricerche empiriche nazionali e internazionali sull'argomento, hanno motivato l'esigenza di approfondire il legame tra strutture di governo e qualità dell'informativa di bilancio nelle imprese familiari.

A tal proposito, la letteratura ha evidenziato come, nell'ambito delle imprese familiari, i problemi di agenzia legati alla separazione tra proprietà e controllo siano meno rilevanti rispetto alle imprese non familiari. Secondo questa impostazione le familiari godono, infatti, del vantaggio derivante dall'allineamento naturale tra gli interessi del management e quelli degli azionisti, che condividono l'obiettivo comune di creare valore al fine di garantire la sopravvivenza della società nel lungo periodo (*alignment effect*). In tale prospettiva, il controllo esercitato dalla famiglia sul management potrebbe favorire la qualità dell'informativa societaria. Inoltre, le famiglie avrebbero un forte incentivo a garantire la qualità dell'informativa societaria perché interessate a preservare il nome e la reputazione della famiglia. Studi recenti hanno, tuttavia, evidenziato come le imprese familiari possano essere caratterizzate da problemi di agenzia di tenore differente, ossia quelli che sorgono tra azionisti di controllo ed azionisti di minoranza. Ciò sarebbe principalmente dovuto all'*entrenchment effect*, ossia all'incentivo che, in caso di struttura proprietaria concentrata, fa sì che l'azionista di controllo tenda a radicarsi nella sua posizione, limitando la condivisione di informazioni e di remunerazioni con gli azionisti di minoranza. Detta prerogativa andrebbe ad incidere sull'informativa esterna e, in particolare, sulle modalità attraverso le quali i comportamenti contabili di tali imprese influenzano la "*earnings quality*".

Alla luce di tali considerazioni (e della mancanza di univoci risultati nelle ricerche empiriche precedenti), si comprende come l'indagine relativa alle modalità attraverso le quali la combinazione dei suddetti problemi di agenzia influenzi il livello di earnings management, rimanga una questione da valutare empiricamente.

Pur nella consapevolezza delle limitazioni, la presente ricerca, dunque, si è proposta, quale obiettivo principale, quello di analizzare la relazione tra caratteri del Consiglio ed efficacia del monitoraggio sulle attività di manipolazione contabile nell'ambito delle società quotate e, quale obiettivo secondario, di indagare la relazione tra la qualità di impresa familiare quotata ed il ricorso a pratiche di *earnings management*.

Nello specifico, è stato analizzato il "sotto-campione" delle società quotate a controllo familiare, al fine di valutare – tramite correlazione – il legame tra i caratteri del Consiglio che ne determinano il grado di indipendenza, e la qualità di impresa familiare, con l'obiettivo di verificare se i meccanismi di

monitoraggio dell'attività del management risultino meno efficaci in tale tipo di impresa.

In merito alle potenziali implicazioni, lo studio si propone di fornire un duplice contributo. Innanzitutto, la ricerca si prefigge di stimolare ulteriormente il dibattito relativo ai caratteri di struttura e di composizione del Consiglio di amministrazione maggiormente efficaci, con particolare attenzione alle imprese quotate a controllo familiare. Nello specifico, le conclusioni potrebbero indurre a riconsiderare la validità di determinate strutture di corporate governance qualora siano applicate alle imprese familiari.

In seconda istanza, lo studio può fornire indicazioni preziose agli utilizzatori dei bilanci, in quanto evidenziano che la struttura proprietaria e le caratteristiche di corporate governance vanno tenute in debita considerazione nel momento in cui si utilizzano le informazioni di bilancio.

Nell'intraprendere il percorso di analisi si è ritenuto necessario, in primo luogo, analizzare il concetto di corporate governance e le teorie all'origine del dibattito sulla corporate governance. L'incertezza terminologica che accompagna la sua definizione, infatti, segnala i differenti interessi ed ambiti di ricerca coinvolti, così come le diverse prospettive epistemologiche utilizzate. Successivamente, considerato che le regole di governo societario influiscono, in particolare, sulla composizione ed il funzionamento del consiglio di amministrazione, si è posto l'accento sul ruolo ampio del Consiglio di Amministrazione, ruolo che include la funzione di controllo, la funzione strategica e la funzione legata alla gestione delle relazioni con l'ambiente esterno.

Nello specifico, la ricerca, mentre prende atto di evidenze aggiornate sull'argomento, analizza tali funzioni dell'organo amministrativo richiamate dalla letteratura sull'argomento, opportunamente declinate, tenendo conto del contesto sociale ed economico di riferimento. A tal proposito, ampio spazio è stato dedicato all'analisi delle problematiche di governo societario nel nostro Paese con particolare enfasi posta sull'indagine relativa alle imprese familiari, di cui sono state illustrate le principali definizioni operative e il *framework* teorico di riferimento.

Successivamente, al fine di indagare la qualità della relazione che lega sistemi di informazione esterna d'impresa e corporate governance, il secondo capitolo si occupa di delineare in via preliminare il percorso scientifico della dottrina italiana e di matrice angloamericana, con riferimento alle problematiche relative all'informazione contabile, privilegiando la prospettiva di osservazione che ne considera gli attori e i potenziali conflitti d'interesse, nonché le variabili di contesto.

Nel terzo capitolo si propone una sistematizzazione del concetto di earnings management, con particolare riguardo al ruolo esercitato dalle variabili

di contesto e dai fattori incentivanti l'implementazione di politiche di manipolazione dei redditi.

Nell'ambito del quarto capitolo, dopo un'ampia analisi della letteratura internazionale e nazionale, vengono riportate le ipotesi dell'indagine empirica condotta. Tale indagine viene, poi, sviluppata nel quinto capitolo, nell'ambito del quale viene esplicitato il Modello di analisi con i risultati dell'indagine empirica. Il sesto capitolo espone le conclusioni del lavoro di ricerca segnalando le possibili estensioni dello stesso.

1. LA CORPORATE GOVERNANCE

di *Stella Lippolis*

1.1. La corporate governance: una visione d'insieme

La corporate governance, complesso di regole e di meccanismi attraverso i quali le aziende sono dirette e controllate, è un concetto “istituzionalizzato” in ambito accademico negli anni Ottanta e legittimato nei codici come il Cadbury Report del 1992. Da subito il concetto medesimo ha evidenziato una forte potenzialità innovativa in termini di interrelazioni fra efficienza della gestione, ottimizzazione della performance e livello di *accountability* intesa come grado e ampiezza della responsabilità attribuita ai decisori aziendali¹.

Alle linee guida proposte dal Cadbury Report seguirono altre regole, focalizzate principalmente sul controllo interno, attraverso le quali si sosteneva che gli interessi degli azionisti potessero essere meglio salvaguardati fornendo ai manager dei parametri di controllo entro cui svolgere attività di impresa al fine di assumere anche livelli di rischio sostenibili². Si è venuta così

¹ In tal senso Forestieri G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in Airoldi G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance, analisi e prospettive del caso italiano*, Milano, Etas libri, 1998, p. 3. L'autore sostiene che, per un verso, il problema della *corporate governance* rappresenta una leva fondamentale per ottimizzare le performance, peraltro, dal modello di *corporate governance* dipende il livello di *accountability* delle aziende, ossia l'ampiezza della responsabilità attribuita ai decisori aziendali e l'efficacia del controllo a cui sono soggetti. Performance e *accountability* rappresentano i fattori più importanti nel determinare l'attrattività delle imprese per gli investitori.

² Il Combined Code (ora denominato UK Corporate Governance Code, la cui ultima versione risale al 2014) adottato nel 2000, rappresenta una sintesi dei risultati conseguiti dai comitati che si erano occupati di corporate governance in precedenza – Cadbury, Greenbury ed Hampel. In esso è prevista, per gli amministratori delle società quotate presso il London Stock Exchange, la responsabilità relativa all'introduzione di un sistema di controllo interno efficace, che consenta l'identificazione dei rischi, e relativa alla comunicazione delle sue revisioni agli azionisti.