



Università degli Studi di Cagliari
Dottorato di Ricerca in Economia e Gestione Aziendale
Ciclo XXVI

TITOLO TESI:

L'utilizzo dei grafici nei bilanci delle aziende europee durante la recente crisi finanziaria

Settore/i scientifico disciplinari di afferenza: SECS – P/07

Presentata da: Simone Aresu¹

Coordinatore Dottorato: Prof. Andrea Melis

Tutor/Relatore: Prof. Andrea Melis

Esame finale anno accademico 2012 – 2013

¹ *La presente tesi è stata prodotta durante la frequenza del corso di dottorato in Economia e Gestione Aziendale dell'Università degli Studi di Cagliari, a.a. 2012/2013 – XXVI ciclo, con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. SARDEGNA F.S.E. 2007-2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività 1.3.1 "Finanziamento di corsi di dottorato finalizzati alla formazione di capitale umano altamente specializzato, in particolare per i settori dell'ICT, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, dell'energia e dello sviluppo sostenibile, dell'agroalimentare e dei materiali tradizionali".*

Simone Aresu gratefully acknowledges Sardinia Regional Government for the financial support of his PhD scholarship (P.O.R. Sardegna F.S.E. Operational Programme of the Autonomous Region of Sardinia, European Social Fund 2007-2013 - Axis IV Human Resources, Objective 1.3, Line of Activity 1.3.1.).



REGIONE AUTONOMA DELLA SARDEGNA



**L'utilizzo dei grafici nei bilanci delle aziende europee
durante la recente crisi finanziaria**

Autore: *Simone Aresu*

Università degli Studi di Cagliari

Dottorato di Ricerca in Economia e Gestione Aziendale

Ciclo XXVI

Indice Sommario

Introduzione	11
Capitolo 1 – Il ruolo del bilancio e la crisi economico-finanziaria.....	16
1.1. Il ruolo del bilancio ed il principio “ <i>true and fair view</i> ”	16
1.2. Il bilancio come strumento di comportamento e le politiche di bilancio.....	20
1.3 L’ Impression Management	24
1.4. La crisi finanziaria del 2008-2009 e l’informazione di bilancio.....	30
Capitolo 2: Rassegna della letteratura sull’uso dei grafici nei bilanci ed ipotesi	34
2.1. Il ruolo dei grafici e la loro utilità nei bilanci	34
2.2. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – frequenza e contenuto dei grafici	38
2.3. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – Esperimenti sulle reazioni del lettore ai grafici	40
2.4. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci - Selettività	41
2.5. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – Distorsione	43
2.5.1. Concetto di distorsione e modalità di stima	43
2.5.2. Evidenze empiriche sulla distorsione.....	45
2.6. Ipotesi basate sulle pratiche di impression management.	46
2.7. Ipotesi basate sull’informazione incrementale.....	48
2.8. Ipotesi basate sulla teoria istituzionale.....	50
2.8.1. Status Quo ed Isomorfismo.....	50
2.8.2. Effetto istituzionale legato al Paese	52
2.9. Ipotesi basate sul ruolo degli analisti finanziari.....	56
Capitolo 3: Metodo: campionamento e definizione delle variabili e del modello	58
3.1. Campionamento	58
3.2. Modalità di raccolta dei dati.....	59
3.3 Variabile dipendente	63
3.3.1 Selettività	63
3.3.2 Distorsione	63
3.4 Principali variabili di interesse nell’analisi	64
3.4.1. Performance aziendale	64
3.4.2.Effetto istituzionale: Status Quo ed Isomorfismo	67
3.4.3.Effetto istituzionale legato al Paese	67
3.4.4. Effetto temporale.....	67
3.4.5. Numero degli analisti	68
3.5. Variabili di controllo.....	68
3.6. Modelli.....	71
Capitolo 4: Caratteristiche dei grafici e caratteristiche aziendali	73

4.1 Obiettivo del capitolo.....	73
4.2 L'utilizzo dei grafici nei quattro Paesi.....	73
4.3. L'utilizzo dei grafici negli anni e l'effetto della recente crisi.....	77
4.4 L'utilizzo dei grafici localizzati in posizione strategica.....	80
4.5. La distorsione dei grafici.....	88
4.6 Statistiche descrittive sulle caratteristiche aziendali.....	97
Capitolo 5. L'associazione tra l'uso dei grafici e le caratteristiche aziendali ed istituzionali.....	105
5.1 Obiettivo del capitolo.....	105
5.2. L'impression management attraverso i grafici: risultati dei test di associazione.....	105
5.3 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di associazione.....	112
5.4 Status quo, isomorfismo mimetico e differenze tra Paesi: risultati dei test di associazione.....	113
5.5 L'influenza degli analisti finanziari sull'uso dei grafici: risultati dei test di associazione.....	119
Capitolo 6: L'influenza delle variabili aziendali ed istituzionali sull'uso dei grafici: risultati dei test di regressione.....	122
6.1 L'uso dei grafici in un'ottica di impression management: risultati dei test di regressione.....	122
6.2 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di regressione.....	149
6.3 Status quo, isomorfismo mimetico e contesto istituzionale: risultati dei test di regressione.....	153
6.4 L'influenza degli analisti finanziari sull'uso dei grafici: risultati dei test di regressione.....	159
Capitolo 7: Le caratteristiche aziendali ed istituzionali che influenzano l'uso dei grafici: interpretazione dei risultati e confronto con gli studi precedenti.....	176
7.1. L'influenza delle caratteristiche aziendali:.....	176
7.1.1 Performance.....	176
7.1.2 - Analisti finanziari.....	180
7.2. L'influenza delle caratteristiche istituzionali.....	181
7.2.1 - Tendenza allo status quo.....	181
7.2.2 - Influenza del contesto istituzionale.....	184
Conclusioni.....	190
Bibliografia.....	194
Sitografia.....	204
Appendice.....	205
Appendice Capitolo 2.....	205
Appendice Capitolo 3.....	212
Appendice Capitolo 5.....	218
Appendice capitolo 6.....	222

Indice Figure

Capitolo 2: Rassegna della letteratura sull'uso dei grafici nei bilanci ed ipotesi	34
Figura 2.1.: Un esempio di selettività nell'uso dei grafici	41
Figura 2.2: Un esempio di grafico distorto e della modalità di misurazione della distorsione attraverso l'indice di discrepanza relativo (RGD).	44
Figura 2.3. Un esempio di status quo nell'uso dei grafici sul reddito pre-imposte	51
Capitolo 3: Metodo: campionamento e definizione delle variabili e del modello	58
Figura 3.1. Esempio di più indicatori in uno stesso grafico.....	62
Figura 3.2: Esempio di un unico indicatore in un grafico.....	63
Capitolo 4: Caratteristiche dei grafici e caratteristiche aziendali	73
Figura 4.1.: Un esempio di utilizzo differente dei grafici localizzati in posizione strategica.....	84
Capitolo 7: Le caratteristiche aziendali ed istituzionali che influenzano l'uso dei grafici: interpretazione dei risultati e confronto con gli studi precedenti.....	176
Figura 7.1. Un esempio di un grafico distorto, contenuto in un bilancio, e dello stesso grafico, riprodotto da chi scrive in modo non distorto.	179
Figura 7.2: Un esempio di status quo nell'utilizzo dei grafici nel periodo 2006-2009.....	183
Figura 7.3: Un esempio dell'influenza del contesto istituzionale sull'uso dei grafici.....	188

Indice tabelle

Capitolo 2: Rassegna della letteratura sull'uso dei grafici nei bilanci ed ipotesi	34
Tabella 2.1 – Benefici e rischi nell'uso dei grafici nei bilanci	37
Capitolo 3: Metodo: campionamento e definizione delle variabili e del modello	58
Tabella 3.1: Descrizione dei vari indicatori rappresentati graficamente	60
Tabella 3.2. Definizione della misura di performance aziendale e del grafico corrispondente	66
Tabella 3.3. Definizione delle variabili indipendenti e di controllo	71
Capitolo 4: Caratteristiche dei grafici e caratteristiche aziendali	73
Tabella 4.1 - Numero dei grafici volontari e % dei bilanci con almeno un grafico nei quattro Paesi	74
Tabella 4.2: Numero dei grafici volontari e % dei bilanci con almeno un grafico negli anni	78
Tabella 4.3: Numero dei grafici e % dei bilanci con almeno un grafico, con riferimento ai grafici localizzati in posizione strategica. Analisi per Paese.....	81
Tabella 4.4: Numero dei grafici e % dei bilanci con almeno un grafico, con riferimento ai grafici localizzati in posizione strategica. Analisi per Anno	86
Tabella 4.5: Valori medi e mediani dell' indice RGD negli anni (valori percentuali)	89
Tabella 4.6: Valori medi e mediani dell' indice RGD nei quattro Paesi (valori percentuali).....	91
Tabella 4.7: Numero di distorsioni favorevoli e sfavorevoli - Analisi negli anni	93
Tabella 4,8: Numero di distorsioni favorevoli e sfavorevoli - Analisi nei quattro Paesi.....	96
Tabella 4,9 Medie e mediane dei dati aziendali. Analisi negli anni	98
Tabella 4,10: Medie e mediane dati aziendali nei quattro Paesi	102
Tabella 4.11 - Altre variabili di controllo (valori in percentuale), Analisi nei quattro Paesi e negli anni.....	104
Capitolo 5. L'associazione tra l'uso dei grafici e le caratteristiche aziendali ed istituzionali	105
Tabella 5.1: Associazione tra l'uso di almeno un grafico ed il livello della performance (Ipotesi 1a ed 1b).....	106
Tabella 5.2: Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'incremento della performance.....	107
Tabella 5.3: Associazione tra la variazione dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari e la variazione della performance (ipotesi 1.c.)	108
Tabella 5.4 - Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole (Ipotesi 1d).....	108
Tabella 5.5 - Associazione tra il numero dei grafici localizzati in posizione strategica ed il livello della performance (ipotesi 1.e).....	109
Tabella 5.6 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico ed il livello della performance prima e durante la crisi (ipotesi 1f ed 1g).	110
Tabella 5.7 - Test Chi2 per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole, in misura crescente durante la crisi finanziaria (ipotesi 1h).....	111
Tabella 5.8: La proporzione di grafici sugli indicatori economico-finanziari prima e durante la crisi (ipotesi 1.i)	111
Tabella 5.9: Numero dei grafici totali negli anni (Ipotesi 2a).....	112
Tabella 5.10: Presenza di almeno un grafico negli anni (Ipotesi 2a).....	112

Tabella 5.11 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico nell'anno precedente (Ipotesi 3a).....	113
Tabella 5.12 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico da parte del leader dell'azienda nell'anno precedente (ipotesi 3b).....	114
Tabella 5.13. Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico nell'anno precedente, nel periodo pre-crisi e durante la crisi (ipotesi 3c)	115
Tabella 5.14. Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico da parte del leader dell'azienda nell'anno precedente, nel periodo pre-crisi e durante la crisi (ipotesi 3d)	116
Tabella 5.15: Numero dei grafici totali nel sistema "micro" e "macro" (Ipotesi 3e).....	117
Tabella 5.16: L'associazione tra l'uso di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari e la performance nei due sistemi "micro" e "macro" (ipotesi 3g, 3h, 3l e 3m).	118
Tabella 5.17 - Test Chi2 per verificare la prevalenza del numero di distorsioni favorevoli rispetto a quelle sfavorevoli, nei sistemi "micro" e "macro" (ipotesi 3i e 3n).....	119
Tabella 5.18: Associazione tra l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari ed il numero degli analisti finanziari (ipotesi 4a)	120
Tabella 5.19 - Test Chi2 per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole, nelle aziende seguite da “molti” e da “pochi” analisti finanziari (ipotesi 4d).....	120
Capitolo 6: L'influenza delle variabili aziendali ed istituzionali sull'uso dei grafici: risultati dei test di regressione	122
Tabella 6.1: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a ed 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul dividendo per azione.	125
Tabella 6.2: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a ed 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito netto.	126
Tabella 6.3: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b).Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.....	127
Tabella 6.4: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul trend di borsa.	128
Tabella 6.5: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sull'utile per azione.	129
Tabella 6.6: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sulle vendite.....	130
Tabella 6.7: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente (ipotesi 1d). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.	132
Tabella 6.8: L'influenza della performance sul numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica (Ipotesi 1e). Variabile dipendente: numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica.	133

Tabella 6.9: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul dividendo per azione.	135
Tabella 6.10: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito netto.	137
Tabella 6.11: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.	139
Tabella 6.12: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul trend di borsa.....	141
Tabella 6.13: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sull'utile per azione.....	143
Tabella 6.14: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sulle vendite.	145
Tabella 6.15: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente tenuto conto dell'effetto "crisi" (ipotesi 1h). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.	148
Tabella 6.16: L'uso dei grafici totali negli anni (ipotesi 2a). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici.	150
Tabella 6.17: L'uso dei grafici totali negli anni (ipotesi 2a). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico in bilancio.....	151
Tabella 6.18: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (ipotesi 2b). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.	152
Tabella 6.19: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (ipotesi 2b). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio.	153
Tabella 6.20: L'uso dei grafici totali nei sistemi micro e macro (ipotesi 3e). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici.....	155
Tabella 6.21: L'uso dei grafici totali nei sistemi micro e macro (ipotesi 3e). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico in bilancio.	156
Tabella 6.22: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nei sistemi micro e macro (ipotesi 3f). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.....	157
Tabella 6.23: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nei sistemi micro e macro (ipotesi 3f). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio.	158
Tabella 6.24: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul dividendo per azione.	161

Tabella 6.25: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito netto.....	163
Tabella 6.26: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.....	165
Tabella 6.27: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul trend di borsa.....	167
Tabella 6.28: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sull'utile per azione.....	169
Tabella 6.29: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sulle vendite.....	171
Tabella 6.30: Elenco delle ipotesi ed evidenza empirica nel presente lavoro.....	174
Capitolo 7: Le caratteristiche aziendali ed istituzionali che influenzano l'uso dei grafici: interpretazione dei risultati e confronto con gli studi precedenti.....	176
Tabella 7.1. Confronto tra i risultati del presente studio e gli studi esemplificativi sull'uso dei grafici nei bilanci delle società quotate.....	186
Appendice	205
Tabella App.2.1: Rassegna dei principali studi sull'uso dei grafici nel bilancio:.....	205
Tabella App.3.1: Riepilogo ipotesi e modelli	212
Tabella App.5.1: Associazione tra la decisione di inserire od eliminare i grafici da un anno ad un altro e l'incremento/decremento annuale della performance– Test Chi ²	218
Tabella App.5.2: Associazione tra la decisione di inserire od eliminare i grafici da un anno ad un altro e la variazione % annuale della performance - test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney.....	218
Tabella App.5.3: Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole – sub campione grafici con assi delle ascisse e delle ordinate che si intersecano nel punto 0	218
Tabella App.5.4: Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole – sub campione grafici contenenti all'interno i valori numerici.....	219
Tabella App.5.5: Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (Ipotesi 2b).....	219
Tabella App.5.6: Presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari negli anni (Ipotesi 2b).....	219
Tabella App.5.7: Presenza di almeno un grafico nel sistema "micro" e "macro" (Ipotesi 3e)	219
Tabella App.5.8: Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel sistema "micro" e "macro" (ipotesi 3f).	220
Tabella App.5.9: Presenza di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari nel sistema "micro" e "macro" (ipotesi 3f)	220
Tabella App.5.10: L'associazione tra l'uso di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari e la performance, nelle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (la mediana è 13 analisti)	221

Tabella App.6.1: L'influenza della variazione della performance sulla variazione nell'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari (ipotesi 1c). Variabile dipendente: variazione del numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.....	222
Tabella App.6.2: La proporzione dei grafici totali sugli indicatori economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1i)	223
Tabella App.6.3: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul dividendo per azione.	224
Tabella App.6.4: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito netto.	226
Tabella App.6.5: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.	228
Tabella App.6.6: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul trend di borsa.	230
Tabella App.6.7: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sull'utile per azione.	232
Tabella App.6.8: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sulle vendite.	234
Tabella App.6.9: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente nei sistemi "micro" e "macro" (Ipotesi 3i e 3n). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.	236

Introduzione

L'obiettivo del presente lavoro è quello di comprendere quali caratteristiche aziendali ed istituzionali influenzino l'uso dei grafici nei bilanci delle più grandi società quotate non finanziarie europee. In particolare, il lavoro si focalizza su un periodo, che va dal 2006 al 2009, con l'obiettivo di indagare se l'uso dei grafici nel periodo che precede la crisi finanziaria sia differente rispetto all'uso durante la crisi.

L'uso dei grafici nei bilanci, nonostante sia di norma volontario, è frequente². I grafici, infatti, offrono una serie di vantaggi quando utilizzati in un bilancio: permettono di comunicare e sintetizzare un trend; sono facilmente leggibili ed interpretabili anche da un lettore con competenze contabili non elevate; sono comprensibili anche ad un lettore internazionale, che non conosce la lingua di redazione del bilancio; hanno un'attrazione visiva maggiore delle tabelle e del testo³. La loro presenza, se non cela un intento opportunistico dei redattori del bilancio, può facilitare la chiarezza e la rappresentazione veritiera e corretta in bilancio⁴. Infatti, i grafici possono arricchire l'informativa di bilancio, facendo comprendere meglio la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda a un insieme di soggetti portatori d'interesse. Un primo obiettivo del presente lavoro è, pertanto, quello di verificare come l'uso dei grafici sia variato nel tempo, tenuto conto dei molteplici vantaggi che questi strumenti offrono in un'ottica di *true and fair view*.

Al tempo stesso, invece di essere utilizzati dalle aziende per comunicare un trend economico-finanziario in maniera rapida e comprensibile, i grafici possono essere usati anche in maniera selettiva, con l'obiettivo di dare un'impressione favorevole al lettore del bilancio sui risultati aziendali conseguiti⁵. La selettività esprime, più precisamente, la tendenza delle aziende ad utilizzare i grafici in misura maggiore in presenza di performance positive e, viceversa, in misura minore in presenza di performance negative⁶. Inoltre, vi può essere la distorsione dei grafici, cioè una rappresentazione grafica non proporzionale, nelle dimensioni, rispetto alle grandezze che si stanno rappresentando⁷. Studi precedenti hanno evidenziato che la distorsione dei grafici nei bilanci miri a dare una rappresentazione favorevole di un trend, attraverso una sovrastima di un trend in aumento o attraverso la sottostima di un trend in diminuzione⁸. Tenuto conto dell'evidenza empirica

² Per una rassegna della letteratura sull'uso dei grafici nei bilanci, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, Journal of Accounting Literature, 27, 2008, pp. 71-110. Nonostante si tratti di strumenti volontari, gli organismi professionali hanno mostrato interesse verso le forme grafiche scelte per comunicare le informazioni attraverso il bilancio. Ad esempio, in Gran Bretagna, lo UK Accounting Standards Board (ASB) ha scritto un articolo con cinque raccomandazioni sull'utilizzo dei grafici nei bilanci. Si veda Accounting Standards Board, *Year-End Financial Reports: Improving Communication*, Discussion Paper, 2000, pp.28-29; V. A. Beattie, M.J. Jones, *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, Abacus, 38 (2), 2002, p. 178.

³ Sui vantaggi dei grafici nei bilanci come strumento di presentazione/comunicazione, si veda H. W. Ying, M. Milner, *Guidelines for graphical displays in financial reporting*, Accounting Education, 12(2), 2003, pp. 135-157; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 72; J.M. Penrose, *Annual report graphic use: a review of the literature*, Journal of Business Communication, 45 (2), 2008, pp. 158-180.

⁴ Il principio della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta è la clausola generale di redazione del bilancio, traduzione di "true and fair view". Il concetto di *true and fair view*, di origine britannica, è stato introdotto in ambito europeo con la IV direttiva CEE nel 1978. Si veda F. Superti Furga, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, 4° ed., Giuffrè, Milano, 2004.

⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, Contemporary Accounting Research, 17 (2), 2000a, p. 216-217.

⁶ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, op.cit.

⁷ Cfr. E. R. Tufte, *The visual display of quantitative information*, Cheshire, CT: Graphics Press, 1983, p. 56.

⁸ Sulla distorsione dei grafici con l'obiettivo di dare un'impressione favorevole, si veda, tra gli altri, V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, Accounting and Business Research, 22(88), 1992, pp 291-303; P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, Australian Accounting Review, 6 (2), 1996, p. 56-63; V. A. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, Abacus, 35 (1), 1999, p. 60; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 5 (4), 2009, pp. 442-462.

sulla selettività e sulla distorsione dei grafici, un altro obiettivo del presente lavoro è quello di verificare se l'uso dei grafici e la loro distorsione possano essere spiegate alla luce delle teorie di impression management, secondo cui le aziende utilizzano i grafici per fuorviare il lettore del bilancio e dare un'impressione che sia, ad esse, maggiormente favorevole⁹. Il presente lavoro indaga sull'impression management attraverso i grafici considerando quattro aspetti: l'uso di un grafico su uno specifico indicatore di performance (es: reddito pre-imposte); la localizzazione del grafico all'interno del documento bilancio; la sostituzione dei grafici di natura economico-finanziaria con quelli di natura non economico-finanziaria, il tipo di distorsione del grafico (favorevole o sfavorevole). Alla luce della crisi economico-finanziaria, ci potrebbe essere un maggiore uso dei grafici in linea con l'impression management, con l'obiettivo di nascondere al lettore il calo della performance. Si ipotizza, inoltre, la sostituzione dei grafici sugli indicatori economico-finanziari con altri indicatori non economico-finanziari, con l'obiettivo di mostrare al lettore l'orientamento verso gli stakeholder piuttosto che il trend della performance economico-finanziaria che, nel corso della crisi, potrebbe essere negativo.

Il presente lavoro si focalizza sulle maggiori società quotate non finanziarie, considerando quattro Paesi europei: Francia, Germania, Italia e Regno Unito. Le pratiche contabili in Europa, nonostante l'adozione dei principi contabili internazionali, continuano ad essere eterogenee poiché influenzate da fattori culturali e dai sistemi contabili nazionali¹⁰. Gli studi precedenti sui grafici si sono focalizzati, spesso, su unico Paese¹¹, mentre il presente lavoro permette di comprendere se ed in che modo le aziende operanti in contesti differenti utilizzino i grafici nei bilanci. L'analisi comparata, in altri termini, consente di verificare se vi siano delle differenze nell'uso dei grafici e nelle pratiche, come la selettività e la distorsione, finalizzate a dare un'impressione favorevole al lettore. Così, un altro obiettivo del presente lavoro è quello di analizzare l'effetto del contesto istituzionale sull'utilizzo dei grafici.

Un altro obiettivo è quello di comprendere se altre teorie, oltre a quelle di impression management, possano spiegare l'utilizzo dei grafici. Beattie e Jones suggeriscono di verificare teorie alternative a quelle di impression management per analizzare le possibili determinanti dell'uso dei grafici nei bilanci¹². Lo studio mira a comprendere se l'uso dei grafici sia non solo influenzato dall'opportunismo dei manager, ma anche da altri fattori poco discussi dalla dottrina, come, ad

⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit. Le teorie di impression management applicate ai grafici, a loro volta, si poggiano sulla teoria dell'agenzia. I manager sono considerati soggetti opportunisti, che sfruttano a proprio vantaggio l'asimmetria informativa esistente nella comunicazione volontaria in bilancio. Si veda, sul legame tra teorie di impression management e teoria dell'agenzia, D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, cit., p. 416.

¹⁰ Cfr. S. B. Salter, F. Niswander, *Cultural influence on the development of accounting systems internationally: a test of Gray's [1988] theory*, *Journal of International Business Studies*, 1995, pp. 391-392; C. Nobes, *IFRS practices and the persistence of accounting system classification*, *Abacus*, 47(3), 2011, pp. 280-281.

¹¹ Si vedano, tra gli altri, P.J. Steinbart, *The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance*, *Accounting Horizons*, 3 (5), 1989, pp. 60-70; V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., pp. 291-303; P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 56-63; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, *Abacus*, 35 (1), 1999, pp. 46-76; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226; G. Cassar, *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, *Accounting Research Journal*, 14(2), 2001, pp. 126-137; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., pp. 442-462. I pochi studi che effettuano una comparazione tra più Paesi sono i seguenti: V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 8 (1), 1997, pp. 33-68; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, *International Journal of Accounting*, 36, 2001, pp. 195-222.

¹² Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 95-96. Lo stesso impression management nei bilanci può essere analizzato sotto varie prospettive, come quella economica e quella sociologica. Si veda, in proposito, D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, cit., p. 419.

esempio, lo status quo e l'isomorfismo mimetico. Lo status quo esprime la tendenza delle aziende a ripetere i propri comportamenti nel tempo invece di porre in atto dei processi di cambiamento¹³. L'isomorfismo mimetico esprime dei processi di imitazione di altre aziende considerate di successo, per fronteggiare situazioni di incertezza¹⁴. I grafici, in un'ottica di status quo ed isomorfismo mimetico, potrebbero essere diventati delle pratiche di "routine" con cui le aziende appaiono in linea con il contesto esterno e con le prassi adottate dalle altre aziende¹⁵.

Infine, lo studio considera altre caratteristiche aziendali, come la dimensione, il numero degli analisti finanziari, la quotazione in più mercati finanziari, la presenza del consulente di comunicazione, come possibili determinanti dell'uso dei grafici, oltre la performance. Ad esempio, le pratiche di impression management potrebbero variare al crescere della domanda di informazioni, stimata attraverso il numero di analisti finanziari. Gli studi precedenti si sono, spesso, focalizzati sulla mera associazione tra l'uso dei grafici ed il trend della performance¹⁶. Ad avviso di chi scrive, però, una pratica di disclosure volontaria nei bilanci dovrebbe essere analizzata tenuto conto di molteplici variabili che possono influenzarne l'uso.

Un primo contributo del presente studio consiste nell'indagine sul grado di utilizzo dei grafici durante la crisi economico-finanziaria, un periodo nel quale le società quotate sono state oggetto di maggiore attenzione pubblica, alla luce del calo della loro performance. Studi precedenti hanno evidenziato come i redattori del bilancio modifichino la comunicazione in presenza di performance positive o negative¹⁷ ed il focus su due periodi, quello pre-crisi e quello della crisi, consente di verificare se vi sia stata o meno una variazione nell'uso dei grafici. La crisi economico-finanziaria, da un lato, potrebbe spingere i manager ad utilizzare i grafici per fuorviare le impressioni dei lettori del bilancio¹⁸, in linea con l'impression management, con l'obiettivo di nascondere i trend negativi o di fare emergere maggiormente quelli positivi. D'altro lato, la crisi economico-finanziaria potrebbe avere ridotto le pratiche di impression management poiché l'aumento della pressione esterna potrebbe scoraggiare pratiche poco "etiche" di comunicazione dei redattori dei bilanci, le quali possono incrementare, ad esempio, i costi reputazionali¹⁹.

In secondo luogo, lo studio permette di verificare se l'uso dei grafici nei bilanci, la loro localizzazione in posizione "strategica" e la loro distorsione siano finalizzati a dare un'impressione favorevole al lettore del bilancio, in linea con l'impression management, oppure se siano finalizzati a dare un'informazione incrementale al lettore²⁰, favorendo, in tal modo, il rispetto della clausola generale "*true and fair view*" del bilancio. Per comprendere questo, lo studio non si limita a

¹³ Cfr. W. Samuelson, R. Zeckhauser, *Status quo bias in decision making*, Journal of risk and uncertainty, 1(1), 1988, p. 8.

¹⁴ Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, American Sociological Review, 48, 1983, pp. 150-154.

¹⁵ Si veda anche lo studio di B. Ashforth, B. Gibbs, *The double-edged sword of organizational legitimation*, cit., pp. 180-181. Gli autori scrivono di "ceremonial conformity" (conformità cerimoniale), che esprime la tendenza delle organizzazioni ad adottare delle pratiche con cui apparire conformi alle aspettative ed ai cambiamenti esterni, lasciando, al tempo stesso, inalterate le caratteristiche dominanti dell'azienda.

¹⁶ Per una rassegna della letteratura, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁷ Si veda, sulla differente comunicazione in periodi di "buona" e "cattiva" performance, G. S. Miller, *Earnings performance and discretionary disclosure*, Journal of Accounting Research 40 (1), 2002, pp. 173-204; F. Li, *Annual report readability, current earnings, and earnings persistence*, Journal of Accounting and economics, 2008, 45 (2), pp. 221-247.

¹⁸ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, European Accounting Review, 21(3), 2012, pp. 644.

¹⁹ Cfr. Linsley P. M., Slack R. E., *Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank*, Journal of business ethics, 113 (2), 2013, p. 294. Si veda, sui costi reputazionali derivanti dall'assenza di una puntuale comunicazione, pur se riferita ad una performance negativa, il contributo di J. D. Skinner, *Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*, Journal of Accounting Research, 32 (1), 1994, p. 39.

²⁰ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, Journal of Accounting Literature, 26, 2007, pp. 119-120.

condurre dei test di associazione in linea con quanto svolto dagli studi precedenti²¹, ma indaga, attraverso dei test di regressione più completi, su molteplici variabili che, potenzialmente, possono influenzare l'uso dei grafici.

Un altro contributo del presente lavoro deriva dal fatto che esso permette di comprendere se vi sia un effetto del contesto nel quale le aziende operano sull'uso e sulla distorsione dei grafici. Seguendo l'impostazione di Nobes, si è provveduto a distinguere il comportamento delle aziende con sede in un contesto ad influenza angloamericana, chiamato "micro", da quello delle aziende con sede in un contesto non angloamericano, cosiddetto "macro"²². L'analisi sull'effetto istituzionale riguarda il contenuto dei grafici e l'uso selettivo e/o distorto degli stessi.

Un quarto contributo del lavoro è connesso ad un'indagine sull'uso dei grafici in linea con la teoria istituzionale, con riferimento ad aspetti, come lo status quo e l'isomorfismo mimetico, che possono influenzare la strategia grafica dei redattori del bilancio ma su cui manca evidenza empirica. Lo status quo riguarda la riproduzione di comportamenti posti in atto in passato²³ mentre l'isomorfismo mimetico ha a che fare con l'imitazione di altre aziende ritenute di successo nell'utilizzo di una data pratica con l'obiettivo di ottenere legittimazione²⁴. I redattori del bilancio potrebbero considerare il grafico come uno strumento simbolico²⁵, inserito in quanto "routine" all'interno del documento bilancio²⁶ ed inserito a prescindere dalla variazione positiva o negativa della performance aziendale. Infine, il lavoro contribuisce a comprendere meglio come taluni stakeholder possano influenzare l'utilizzo dei grafici. In particolare, si considera il ruolo di soggetti che agiscono dal lato dell'offerta di informazioni, come i consulenti di comunicazione, che aiutano il management nel curare il design del documento bilancio²⁷, ed il ruolo di soggetti che, invece, agiscono dal lato della domanda di informazioni, come gli analisti finanziari²⁸.

Il lavoro è strutturato come segue. Nel primo capitolo, si illustra il ruolo del bilancio come strumento di informazione neutrale ma anche come strumento di comportamento, atto al soddisfacimento degli interessi informativi di talune categorie di stakeholder. Si illustrano, inoltre, le teorie di impression management, con cui si spiegano i comportamenti dei redattori del bilancio finalizzati a modificare le impressioni dei lettori. Infine, si analizza la crisi economico-finanziaria e, in particolare, le conseguenze della crisi sulle pratiche contabili delle aziende.

Il secondo capitolo contiene la rassegna della letteratura sull'uso dei grafici e l'insieme delle ipotesi.

Nel terzo capitolo, si illustra il metodo utilizzato mentre il quarto capitolo descrive le caratteristiche ed il contenuto dei grafici e delle altre variabili d'interesse. Il quinto ed il sesto capitolo contengono i risultati. Essi derivano, rispettivamente, da dei test di associazione le cui caratteristiche permettono una comparazione del presente lavoro con gli studi precedenti (capitolo 5), e da dei test di regressione, che permettono di verificare l'influenza di diverse variabili aziendali ed istituzionali

²¹ Per una rassegna della letteratura, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110 dove ulteriori riferimenti.

²² Si veda, sulla classificazione dei sistemi contabili, C.W. Nobes, *A judgmental international classification of financial reporting practices*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1983, pp. 1-19; C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, *Abacus*, 34(2), 1998, pp. 166-167.

²³ Cfr. W. Samuelson, R. Zeckhauser, *Status quo bias in decision making*, cit, p. 8.

²⁴ Cfr. W. Aerts, D. Cormier, M. Magnan, *Intra-industry imitation in corporate environmental reporting: An international perspective*, *Journal of Accounting and public Policy*, 25(3), 2006, pp. 299-331; M. Contrafatto, *The institutionalization of social and environmental reporting: An Italian narrative*, *Accounting, Organizations and Society*, in corso di pubblicazione, 2014, p.4.

²⁵ Cfr. B. Ashforth, B. Gibbs, *The double-edged sword of organizational legitimation*, *Organization science*, 1(2), 1990, pp. 177-194.

²⁶ Sui processi attraverso cui una pratica di comunicazione diviene "routine", si veda M. Contrafatto, *The institutionalization of social and environmental reporting: An Italian narrative*, cit., pp.4-5, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, *Journal of Business Communication*, 45 (2), 2008, p. 184.

²⁸ Cfr. M. Lang, R. Lundholm, *Corporate disclosure policy and analyst behavior*, *Accounting review*, 1996, p. 468.

sull'uso dei grafici (capitolo 6). Il capitolo 7 fornisce un'interpretazione dei risultati ottenuti ed una comparazione con l'evidenza empirica precedente. Seguono le conclusioni e l'appendice

Capitolo 1 – Il ruolo del bilancio e la crisi economico-finanziaria

1. Il ruolo del bilancio ed il principio “*true and fair view*”
2. Il bilancio come strumento di comportamento e le politiche di bilancio
3. L’ Impression Management
4. La crisi finanziaria del 2008-2009 e l’informazione di bilancio

1.1. Il ruolo del bilancio ed il principio “*true and fair view*”

Il sistema informativo aziendale si compone di una serie di documenti, di natura contabile ed extra contabile²⁹. Il bilancio, all’interno del sistema informativo, è il documento contabile obbligatorio³⁰ di sintesi con cui si rileva il reddito d’esercizio ed il connesso capitale di funzionamento e viene considerato lo strumento istituzionale di comunicazione delle informazioni sulla dinamica aziendale³¹. Gli azionisti, ad esempio, si basano sui dati di bilancio nel momento in cui valutano se comprare, mantenere o vendere delle azioni e quando quantificano l’importo dell’utile distribuito come dividendo³².

L’attendibilità e la trasparenza dell’informazione di bilancio sono necessarie affinché il bilancio guidi il comportamento degli interessi convergenti nell’impresa³³. Provasoli scriveva, infatti, di bilancio come “canale di attendibilità e di trasparenza dell’informazione economica” cui spettava far emergere una serie di valori di sintesi utili a comprendere la dinamica economico-finanziaria d’impresa³⁴. In altri termini, l’attendibilità e la correttezza dei bilanci e delle relazioni allegate sono indispensabili affinché i rapporti tra coloro che esercitano il potere di governo dell’azienda e le diverse categorie di stakeholder avvengano nel pieno rispetto dei diritti e doveri³⁵.

Dato che le informazioni contenute nel bilancio sono frutto di stime del management aziendale, l’oggettività assoluta non caratterizza i valori di bilancio³⁶. La soggettività del bilancio è insita in una serie di aspetti: dalla classificazione dei dati storici alla valutazione di quelli prospettici, dalla definizione del periodo di riferimento alla scelta della forma di rappresentazione. Se si escludono pochi fatti amministrativi, come i movimenti dei valori monetari, la valutazione dei fenomeni aziendali è contraddistinta da stime ed astrazioni ed i valori di sintesi, come il reddito d’esercizio, sono frutto di queste stime ed astrazioni³⁷. La soggettività dovrebbe, però, essere “razionale”, ossia finalizzata a migliorare la qualità dell’informazione esterna, attraverso interpretazioni adeguate dei fenomeni economici oggetto di misurazione³⁸. Dato che le quantità rappresentate in bilancio (ad esempio: il reddito d’esercizio) sono spesso frutto di un’interpretazione del vero, non si può scrivere

²⁹ Si veda G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, 2005, p. 177.

³⁰ All’interno del sistema informativo aziendale, è possibile distinguere tra documenti obbligatori e volontari. Nel caso del bilancio, la sua predisposizione è obbligatoria per legge. Si veda G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio d’esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, 2° ed., Giuffrè, Milano, 2006, pp. 307 ss.

³¹ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d’esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, 1966, p. 33.; V. Coda, *Certificazione dei bilanci, ruolo dell’impresa e consulenza professionale*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 28 (5-6), 1977, p. 919.

³² Sul punto, si veda G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio d’esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, cit., p. 12.

³³ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d’esercizio nelle imprese*, cit., p. 53.

³⁴ Cfr. A. Provasoli, *Il bilancio d’esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, 1974, pp. 156 ss.

³⁵ Cfr. V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 28 (2), 1967, pp. 192-193. Quando si scrive di stakeholder, si fa riferimento ad un soggetto portatore di interessi con riferimento all’attività economica d’impresa. Si veda R.E. Freeman, *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge University Press, 2010.

³⁶ Cfr. P. Onida, *Natura e limiti della politica di bilancio*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 25(6), 1974, p. 937.

³⁷ Si veda G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 263 ss.

³⁸ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d’esercizio nelle imprese*, cit., pp. 101-106; P. Onida, *Natura e limiti della politica di bilancio*, cit., p. 920.

di un'alterazione del vero, ma di un'alterazione di valori stimati e congetturati³⁹. L'interpretazione del "vero" riguarda anche i grafici nei bilanci, visto che essi rappresentano delle grandezze la cui natura è, spesso, stimata o astratta. Dezzani precisa che sarebbe più corretto, con riferimento alle quantità astratte o congetturate, scrivere di "manipolazione o elaborazione di bilancio". Inoltre, secondo quest'Autore, bisognerebbe riferirsi ad un'opinione dei revisori sulle informazioni di bilancio, piuttosto che a vere e proprie certificazioni⁴⁰.

La soggettività, di cui si scrive nel capoverso precedente, è dovuta anche al fatto che il bilancio sia il risultato degli obiettivi del redattore ma anche di quelli dei destinatari dell'informazione. Come afferma il Cattaneo, "non vi è una realtà aziendale, autonoma dall'uomo, che il bilancio possa indagare"⁴¹. Di non minore importanza è, infine, il fatto che i bilanci siano frutto di una "finzione" dato che la gestione aziendale viene isolata ed interrotta dopo un certo arco temporale, l'esercizio, per determinare i valori di sintesi mentre, nella realtà, la gestione si manifesta senza alcuna interruzione⁴².

Nel corso degli anni i bilanci, oltre a costituire un prezioso strumento di informazione economico-finanziaria, sono diventati anche dei documenti volti a pubblicizzare all'esterno l'immagine aziendale con informazioni di carattere non economico-finanziario, grafici, immagini, lettere di presentazione⁴³. La funzione del bilancio, più in generale, si è ampliata fino ad assumere valore "pubblico" poiché influenza le scelte di un insieme variegato di soggetti, dagli investitori ai dipendenti, dai fornitori alla comunità locale⁴⁴. Data questa sua funzione, è auspicabile che l'informazione di bilancio sia regolamentata, affinché i lettori del bilancio abbiano pari accesso alle informazioni, anche per operare al meglio nel mercato dei capitali⁴⁵. Nonostante la regolamentazione dei principi contabili, però, la funzione neutrale del bilancio non è sempre assicurata ed il bilancio continua a manifestarsi come il risultato del conflitto di interessi dei soggetti che ne influenzano la redazione⁴⁶. Il rischio è che il redattore del bilancio faccia prevalere gli interessi di una categoria specifica di utenti, riducendo la funzione generale e neutrale del bilancio⁴⁷.

Il bilancio può essere d'esercizio o consolidato: è d'esercizio quando riguarda una sola impresa mentre è consolidato quando riguarda un gruppo di imprese. Nel presente studio, si fa per lo più riferimento ai bilanci consolidati, dato che l'attenzione è focalizzata sulle maggiori società quotate

³⁹ Tra i pochi dati incontrovertibilmente "veri", ci sono, ad esempio, i movimenti di cassa. Cfr. P. Onida, *Economia d'azienda*, UTET, Torino, 1971, p. 557.

⁴⁰ Cfr. F. Dezzani, *Considerazioni intorno alla funzione ed ai limiti della "certificazione" in materia di bilancio*, Rivista dei dottori commercialisti, 1, 1967, p. 20.

⁴¹ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 39.

⁴² Cfr. P. Onida, *Natura e limiti della politica di bilancio*, cit., p. 920.

⁴³ Cfr. Cfr. T. Lee, *The changing form of the corporate annual report*, Accounting Historians Journal, 21(1), 1994, pp. 215-232; A. G. Hopwood, *Introduction.*, Accounting, Organizations and Society, 21(1), 1996, pp. 55-56; V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, Journal of Business Communication, 45 (2), 2008, pp. 181 e ss. Alcuni autori affermano che il linguaggio del bilancio rifletta sempre più quello della televisione, "caleidoscopico, ricco di stile e divertente". Cfr. O. F. Graves, D. L. Flesher, R. E. Jordan, *Pictures and the Bottom Line: The Television Epistemology of U.S Annual Reports*, Accounting, Organizations and Society, 21(1), 1996, p. 59.

⁴⁴ Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASB, 1989, paragrafo 9. Lo IASB è l'organismo deputato a redigere i principi contabili internazionali.

⁴⁵ Ci sono anche delle motivazioni connesse all'equità sociale a favore della regolamentazione contabile. Sulla funzione pubblica del bilancio, si veda A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, Giuffrè, Milano, 2008, p.79 ove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁴⁶ L'Amaduzzi si soffermava sull'esistenza di un conflitto di interessi dei soggetti che orientano la redazione del bilancio d'esercizio. Cfr. A. Amaduzzi, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Rivista Italiana di Ragioneria, XL, Luglio-Agosto-Settembre, 1947, pp. 141-145, riportato in A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.5

⁴⁷ Gli stessi organismi deputati a regolamentare l'informazione contabile, in taluni casi, danno priorità a talune categorie di soggetti. Ad esempio, tra gli stakeholder (soggetti portatori di un interesse verso l'informazione), un peso importante nel framework IASB è riconosciuto agli investitori operanti nel mercato dei capitali ed ai creditori mentre la posizione degli altri soggetti è trattata solo residualmente. Si veda International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit., paragrafo 10.

europee, che operano, di norma, attraverso una società capogruppo e delle società controllate. Le società europee quotate nei mercati regolamentati, a partire dal 2005, hanno l'obbligo di redigere il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali (International Financial Reporting Standards), emanati, come scritto, dall'International Accounting Standards Board (IASB). Il Framework IASB, che contiene i postulati fondamentali su cui si basano gli specifici standard contabili, afferma che il fine del bilancio è quello di fornire informazioni sulla situazione finanziaria, economica e sulle variazioni della struttura patrimoniale di un'azienda⁴⁸. Nel Framework si afferma, inoltre, che le informazioni contabili devono far emergere la "capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa nonché i tempi e la certezza di generare tali flussi"⁴⁹.

Il principio fondamentale nella redazione dei bilanci, redatti sulla base dei principi contabili internazionali, è il concetto di *true and fair view*, ossia il bilancio deve fornire un quadro veritiero e corretto sull'andamento economico e finanziario e sulla situazione patrimoniale dell'azienda e questo anche a costo di non applicare, formalmente, quanto disciplinato da uno specifico standard contabile⁵⁰. Ciò che conta, infatti, è che l'informazione esterna soddisfi lo "spirito" degli standard contabili, al di là della mera forma, e questo a tutela delle attese conoscitive di tutti gli stakeholder aziendali⁵¹. Ecco perché il principio *true and fair view* ha un'accezione più ampia del concetto contenuto nei principi contabili Statunitensi FASB di *representational faithfulness*, definibile come una corrispondenza tra il fenomeno aziendale da rappresentare e le modalità di rappresentazione del medesimo nei singoli standard contabili⁵². Il concetto di *true and fair view*, di origine britannica, introdotto in ambito europeo con la IV direttiva CEE nel 1978, è, pertanto, al vertice di una gerarchia, rispetto ai singoli standard contabili⁵³. Esso viene utilizzato per individuare quale tra i principi contabili sia più adatto per rilevare un certo fenomeno aziendale, per interpretare il testo di un dato principio contabile e per valutare un dato fenomeno aziendale in assenza di uno specifico standard che lo regoli⁵⁴. Inoltre, la *true and fair view* richiede al redattore di arricchire i prospetti contabili obbligatori con delle informazioni aggiuntive, ogni volta che quelle obbligatorie non siano sufficienti⁵⁵. Tra le informazioni aggiuntive, rientrano anche i grafici a supporto dei prospetti contabili, oggetto del presente lavoro.

Il principio *true and fair view* è stato tradotto in Italia con il termine "rappresentazione chiara, veritiera e corretta"⁵⁶. L'art. 2423 del codice civile, frutto dell'attuazione delle direttive comunitarie n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, cita testualmente: "Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società ed il risultato economico dell'esercizio"⁵⁷. Secondo Superti Furga, i tre requisiti della chiarezza, della veridicità e della correttezza possono essere ricondotti al concetto più generale di intelligibilità, che si riferisce alla capacità dell'informazione esterna di far comprendere la situazione economico, finanziaria e patrimoniale dell'impresa ad un insieme di soggetti portatori

⁴⁸ Ibidem, paragrafo 12.

⁴⁹ Ibidem, paragrafo 15.

⁵⁰ Standard contabili e principi contabili vengono usati, nel presente lavoro, come sinonimi. Alexander afferma che il rispetto alla lettera degli standard contabili è una condizione necessaria ma non sufficiente affinché si possa parlare di rappresentazione fedele perché la rappresentazione fedele è un concetto più ampio della mera applicazione di uno standard contabile. Cfr. D. Alexander, S. Archer, *On economic reality, representational faithfulness and the 'true and fair override'*, Accounting and Business Research, 33 (1), 2003, p.15.

⁵¹ Cfr. D. Alexander, S. Archer, *On economic reality, representational faithfulness and the 'true and fair override'*, cit., p.3-4; A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.84-85.

⁵² Financial Accounting Standards Board, *Concepts Statement No. 8. Conceptual Framework for Financial Reporting - Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful financial Information*, FASB, Norwalk, CT, September, 2010, paragrafi QC12-QC16.

⁵³ Cfr. D. Alexander, *A European True and Fair View?*, European Accounting Review, 2(1), 1993, pp. 59-80.

⁵⁴ Cfr. C. Nobes, *Is True and Fair of Overriding Importance? A comment on Alexander's Benchmark*, Accounting and Business Research, 24 (93), 1993, p. 307 ss.

⁵⁵ Si veda A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.86.

⁵⁶ Cfr. G. Ferrero, *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1991, p. 2-5; Codice Civile, art. 2423.

⁵⁷ Cfr. Codice Civile, art. 2423.

d'interesse⁵⁸. Anche il Ferrero ha interpretato i tre principi della chiarezza, della veridicità e della correttezza⁵⁹. In un testo del 1991, egli sostiene che un bilancio redatto con chiarezza sia un bilancio facilmente comprensibile da tutti gli stakeholder e non solo dagli addetti ai lavori. Connessa con la chiarezza, secondo il Ferrero, è anche l'analiticità delle valutazioni e l'agevole comparabilità dei bilanci⁶⁰. La veridicità non implica verità oggettiva, ma attendibilità e precisione delle stime⁶¹. Infine, la correttezza comporterebbe che, nell'applicazione dei margini di discrezionalità, si seguano le regole di una sana, onesta e consapevole amministrazione, in un'ottica di prudenza⁶². Dunque la clausola generale, norma giuridica nell'art. 2423 c.c., è stata interpretata tenendo conto della realtà aziendale che è complessa e variegata⁶³.

Come il concetto di *true and fair view*, anche la finalità della "rappresentazione chiara, veritiera e corretta" ha il carattere di "norma programmatica generale irrinunciabile". Infatti, nel caso in cui l'applicazione dei postulati di redazione del bilancio o di singole regole di valutazione contrasti con questa finalità generale, occorre derogare dalla norma particolare⁶⁴. Inoltre, "se le informazioni richieste non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire delle informazioni complementari"⁶⁵.

In Italia, seguendo le indicazioni del solo codice civile, il principio della rappresentazione chiara, veritiera e corretta si applicherebbe esclusivamente ai prospetti dello stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Tuttavia, sul piano sostanziale, con riferimento alle società di capitali, esso riguarda anche la relazione sulla gestione, la relazione del collegio dei sindaci o del revisore contabile o della società di revisione, oltre al verbale dell'assemblea dei soci che ha approvato il bilancio e votato sulla destinazione dell'utile⁶⁶. Un discorso medesimo riguarda le società (italiane ed Europee) che redigono il bilancio seguendo i principi contabili internazionali, come quelle su cui si focalizza il presente lavoro.

Il bilancio, più in generale, dovrebbe essere letto ed analizzato nella sua interezza, insieme con i documenti allegati contenenti foto, grafici ed una mole di informazioni non obbligatorie⁶⁷. Anche queste informazioni, per rispettare il principio *true and fair view*, dovrebbero essere chiare, attendibili e corrette. Ad esempio, qualora un bilancio presenti dei grafici in un esercizio, ma non

⁵⁸ Sul punto si veda F. Superti Furga, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, cit., p. 6.

⁵⁹ Cfr. G. Ferrero, *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, op. cit.

⁶⁰ Anche Coda parlava di chiarezza del bilancio, affermando che essa imponga il ricorso a schemi ed allegati sintetici e costruiti nel rispetto di esigenze di analisi dei bilanci. Cfr. V. Coda, *L'informazione degli azionisti in una prospettiva ideale*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 21 (4), 1970, p. 687.

⁶¹ Veridicità implica anche che "gli utili conseguiti e le perdite sofferte, in quanto valori risultato, non possono essere né veri né falsi, anche se, come valori opinabili, possono essere determinati o in condizione di precisione e, quindi, di verità ovvero, al contrario, in condizioni implicanti alterazioni oggettive foriere di falso". Tratto da G. Ferrero, *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, cit., p. 23.

⁶² Cfr. G. Ferrero, *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, cit., p. 11. Prima ancora dell'attuazione della direttiva CEE, la dottrina si soffermava sulla necessità che un bilancio fosse corretto ed attendibile. Ad esempio, Coda affermava che il bilancio fosse attendibile quando redatto in conformità ad un corretto insieme di principi e tecniche contabili mentre corretto, quando basato su un'appropriata teoria dei bilanci d'esercizio e di rivalutazione. Si veda V. Coda, *L'informazione degli azionisti in una prospettiva ideale*, Rivista dei Dottori Commercialisti, cit., p. 684-685.

⁶³ Cfr. F. Superti Furga, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, cit., p. 344.

⁶⁴ Sul punto si veda F. Superti Furga, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, cit., p. 9.

⁶⁵ Il punto è tratto dal terzo capoverso dell'art. 2423 del codice civile.

⁶⁶ Cfr. G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio d'esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, cit., pp. 65-66. Se, invece, si considera il bilancio consolidato, il principio contabile numero 17 stabilisce che, oltre alla relazione sulla gestione, il bilancio comprende anche il rendiconto finanziario, il prospetto di raccordo tra patrimonio netto e risultato d'esercizio della controllante e patrimonio netto e risultato netto consolidato, il prospetto dei movimenti nel patrimonio netto consolidato ed il rendiconto del patrimonio destinato, ove applicabile. Cfr. Organismo Italiano di Contabilità (OIC), principio contabile n. 17, punto 8, p. 35.

⁶⁷ Cfr. A. G. Hopwood, *Introduction.*, cit., pp. 55-56. Già Coda sottolineava l'importanza di relazioni allegata al bilancio, contenenti indicazioni di sintesi sulle prospettive economiche e finanziarie della gestione. Cfr. V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, cit., p. 202.

nell'esercizio seguente, i due esercizi saranno contraddistinti da bilanci che, con riferimento ai grafici, non sono facilmente comparabili e chiari. Ancora, se dei grafici sono distorti⁶⁸, l'informazione di bilancio può divenire poco attendibile perché non riflette la reale variazione numerica di alcune variabili economiche, finanziarie o patrimoniali. In sintesi, grafici, tabelle ed altre lettere di presentazione dovrebbero costituire dei supporti al principio *true and fair view* e non degli elementi di ostacolo rispetto a quest'ultimo.

Il principio *true and fair view* guida i postulati e le caratteristiche qualitative dell'informazione emanate dallo IASB. I due postulati base sono la competenza economica e la continuità di funzionamento dell'azienda nel tempo. Le caratteristiche qualitative dell'informazione, su un piano sottostante rispetto ai postulati base, sono invece la comprensibilità, la significatività, l'attendibilità e la comparabilità⁶⁹. La prima caratteristica, comprensibilità, si riferisce alla necessità che l'informazione di bilancio sia facilmente compresa dai soggetti utilizzatori, in possesso di un'adeguata conoscenza tecnica, professionale e relativa all'attività economica dell'impresa. La significatività dell'informazione è legata alla sua rilevanza e comporta che l'informazione fornisca un effettivo supporto al processo decisionale del lettore del bilancio, nel valutare gli eventi passati, presenti o futuri. La terza caratteristica qualitativa è quella dell'attendibilità, che esprime l'attitudine dell'informazione a rappresentare in maniera fedele e senza errori la realtà aziendale. L'informazione, secondo lo IASB, è attendibile quando sono rispettati i principi della rappresentazione fedele, della neutralità, della prevalenza della sostanza sulla forma, della completezza e della prudenza. Significatività ed attendibilità di un'informazione non sono facilmente ottenibili insieme. Infatti, affinché un'informazione sia significativa, deve essere data in maniera tempestiva, ma la tempestività può nuocere all'attendibilità della stessa ed, in particolar modo, alla sua completezza. Un'ultima caratteristica qualitativa è la comparabilità, cioè l'idoneità dell'informazione contabile a permettere al lettore confronti nel tempo (ossia fra esercizi consecutivi della stessa azienda) e nello spazio (cioè tra bilanci di diverse aziende)⁷⁰. La comparabilità, come tutte le altre caratteristiche qualitative, dovrebbe emergere non solo nei prospetti contabili, ma anche nei documenti che corredano il bilancio, come la relazione sulla gestione⁷¹. Se, ad esempio, i grafici nella relazione sulla gestione sono correttamente rappresentati, ma il loro numero ed il loro contenuto varia di anno in anno, l'informazione grafica è attendibile, ma poco comparabile.

1.2. Il bilancio come strumento di comportamento e le politiche di bilancio

Le informazioni di bilancio vengono comunicate dai cosiddetti "soggetti interni", tipicamente riconducibili al soggetto economico ed all'alta direzione, ad un insieme di destinatari, chiamati stakeholder⁷². Gli stakeholder sono coinvolti sia nel processo di creazione che in quello di distribuzione di valore ed il bilancio è solo uno degli strumenti atto a soddisfare le loro esigenze conoscitive⁷³. Con riferimento alla creazione del bilancio, negli ultimi anni, è emerso il coinvolgimento di consulenti di comunicazione e di più soggetti che si occupano di pubbliche

⁶⁸ Quando si scrive di distorsione di un grafico, ci si riferisce alla discrepanza tra le dimensioni rappresentate graficamente ed i dati effettivi. Si veda, sul tema della distorsione, quanto scritto nel secondo capitolo.

⁶⁹ Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit., paragrafi 22 e seguenti.

⁷⁰ Anche Coda sottolineava l'importanza del confronto tra il bilancio ed altri di precedenti esercizi. Cfr. V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, cit., p. 202.

⁷¹ Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit., paragrafi 39-43.

⁷² Cfr. G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio d'esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, cit. p. 15; M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 41.

Onida definisce il soggetto economico come "la persona od il gruppo di persone che di fatto ha od esercita il supremo potere in azienda, subordinatamente solo ai vincoli di ordine giuridico e morale ai quali deve o dovrebbe sottoporsi". Sul punto, si veda P. Onida, *Economia d'azienda*, cit., p. 21.

⁷³ Si veda V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, cit., p. 201.

relazioni, dato che, come scritto, i bilanci sono diventati un mezzo utile per promuovere l'immagine dell'azienda ed i risultati da essa ottenuti⁷⁴. In particolare, il team che si occupa di "investor relations" è coinvolto nella creazione dei bilanci e nelle relazioni con gli investitori esterni⁷⁵. Tra i soggetti esterni e quelli interni esiste un'asimmetria informativa a beneficio di questi ultimi, che dispongono di maggiori informazioni dei primi sull'andamento della gestione aziendale, ed il ruolo del bilancio è proprio quello di ridurre questa disparità informativa⁷⁶.

Sia i soggetti interni sia quelli esterni, come tutti i soggetti umani, hanno razionalità limitata⁷⁷, il che comporta che l'informazione di bilancio non sia comunicata e letta nel modo "ottimo" ma in maniera selettiva e con lo scopo di creare una rappresentazione della realtà piuttosto che di esaminarla nella sua interezza⁷⁸. Catturi scrive di distorsioni ed interferenze nel processo di elaborazione, trasmissione e lettura dell'informazione contabile, dovute proprio alla razionalità limitata dei soggetti umani⁷⁹. Alla razionalità limitata può associarsi l'opportunismo, che si riferisce ad un insieme di comportamenti volti a conseguire dei fini per massimizzare i propri interessi con astuzia. L'opportunismo porta ad un'informazione redatta in modo distorto con l'utilizzo, da parte del redattore, dell'asimmetria informativa esistente a proprio favore⁸⁰. Esso, in altri termini, causa il venir meno di una funzione di tipo "generale" del bilancio, che invece andrebbe a beneficio di tutti gli stakeholder esterni in maniera neutrale. Mentre la razionalità limitata è connessa ai limiti cognitivi e conoscitivi dei redattori del bilancio, l'opportunismo è legato alla volontà di questi ultimi a fornire un'informazione neutrale. Ad esempio, la distorsione di un grafico nel bilancio potrebbe essere dovuta sia alla razionalità limitata (scarsa capacità di chi elabora il grafico) sia all'opportunismo (volontà di rappresentare in maniera distorta talune variazioni). L'opportunismo del redattore del bilancio è, inoltre, legato al cosiddetto problema di *moral hazard*, spiegabile in questi termini: vi è un mancato rispetto del principio della rappresentazione chiara, veritiera e corretta ma questo mancato rispetto non è facilmente osservabile dai soggetti destinatari delle informazioni di bilancio⁸¹. In presenza di razionalità limitata ed opportunismo, è opportuno che operi un adeguato sistema di controlli a tutela della clausola generale *true and fair view*⁸².

La dottrina accademica e la prassi professionale (come, ad esempio, i principi contabili emanati dall'International Accounting Standards Board) hanno individuato delle categorie specifiche di stakeholder, i cui rapporti (contrattuali e non) con l'azienda si basano in tutto o in parte sulle informazioni di bilancio. Le principali categorie di stakeholder sono gli azionisti/investitori, i dipendenti, i clienti, i fornitori, i creditori, la Pubblica Amministrazione ed il cosiddetto "Pubblico" (operatori economici, analisti finanziari, studiosi di economia aziendale, comunità locale etc.)⁸³. I loro interessi sono, da un lato, convergenti visto che, nella loro totalità, mirano al mantenimento della vita dell'impresa in condizioni di equilibrio ma, dall'altro, divergenti perché legati a specifici

⁷⁴ Cfr. T. Lee, *The changing form of the corporate annual report*, cit., pp. 215-232.

⁷⁵ Cfr. C. Marston, *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, Accounting and business research, 38(1), 2008, pp. 21-48.

⁷⁶ Cfr. A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.154 e seguenti, ove ulteriori riferimenti.

⁷⁷ Il termine razionalità limitata indica che la scelta razionale tiene conto dei limiti cognitivi e conoscitivi. Per approfondimenti, si veda H.A. Simon, *Models of bounded rationality*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1982.

⁷⁸ Sul punto si veda G. Zanda, *Brevi Note sugli attuali contenuti della cultura aziendale*, Sidrea, *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Roma, 2006, p. 67.

⁷⁹ Si veda G. Catturi, *Distorsioni, interferenze e rumori di fondo nella gestione del segnale informativo contabile*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 3-4, 2001, pp. 109-129.

⁸⁰ Sul concetto di opportunismo, si veda il contributo di O. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York, 1975, p. 47.

⁸¹ Sul problema di *moral hazard*, si veda P. Milgrom, J. Roberts, *Economics, Organizations and Management*, Prentice-Hall, 1992, pp. 297 ss. Vi sono vari metodi per limitare i problemi di *moral hazard*. Uno è costituito da una esplicita attività di monitoraggio, che può ridurre il gap informativo esistente tra amministratori ed azionisti. Un secondo metodo consiste nel ricorso ai contratti di incentivazione, che fanno sì che gli amministratori agiscano nell'interesse degli azionisti e con l'obiettivo di creare valore economico nel medio-lungo periodo. Si veda, a conferma, il lavoro di Milgrom e Roberts, sopra citato.

⁸² Si veda A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.26 e p. 170.

⁸³ Cfr. R.E. Freeman, *Strategic management: A stakeholder approach*, cit., p. 55; International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit..

bisogni e desideri conoscitivi⁸⁴. Questi ultimi, come scritto, possono essere in conflitto tra loro e le informazioni contenute in bilancio non vengono lette allo stesso modo, ma, piuttosto, selezionate in base ai propri interessi⁸⁵.

La divergenza di interessi tra gli stakeholder aziendali può essere evidenziata da alcuni esempi. Gli azionisti, ad esempio, sono interessati a valutare, attraverso il bilancio, la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito, il rischio collegato a tale investimento e l'operato degli amministratori. Il loro grado di interesse è legato, inoltre, alla percentuale di capitale detenuto, al livello di partecipazione alla gestione d'impresa ed alla categoria di cui essi fanno parte (es: investitore istituzionale od azionista individuale)⁸⁶. I creditori, dal canto loro, detengono un interesse a valutare il rischio di credito e la solvibilità dell'azienda⁸⁷. Anche questa categoria di stakeholder non nutre interessi omogenei: un conto sono le banche che hanno un maggiore potere di contrattazione e possono richiedere informazioni aggiuntive al bilancio, altro gli obbligazionisti le cui informazioni a disposizione sono unicamente quelle rese pubbliche dall'impresa. Ancora, i fornitori hanno, per lo più, interesse a verificare la solidità dell'impresa-cliente nel breve termine, a meno che l'azienda non costituisca un cliente di lungo termine, mentre lo Stato, comprese le sue segmentazioni a livello regionale e locale, necessita di informazioni circa il reddito imponibile e circa l'occupazione e lo sviluppo del territorio che l'impresa mira a perseguire⁸⁸. Ci sono, inoltre, i dipendenti che mirano, attraverso il bilancio, a comprendere la stabilità e l'attitudine allo sviluppo d'impresa affinché il loro rapporto contrattuale non peggiori⁸⁹. Infine, la comunità locale può essere interessata, ad esempio, al numero dei dipendenti impiegati ed ai profili socio-ambientali connessi all'attività d'impresa⁹⁰. Questi sono solo alcuni degli esempi inerenti le attese conoscitive dei vari stakeholder e che si riflettono sulle scelte di comunicazione poste in atto dai redattori del bilancio, non solo nei prospetti contabili ma anche nei documenti che corredano il bilancio d'esercizio. In realtà, un soggetto esterno non necessariamente fa parte di un'unica categoria ma può assumere diversi ruoli, ad esempio nel momento in cui assuma la funzione sia di dipendente che di azionista dell'azienda. Inoltre, sebbene tutte le categorie di stakeholder abbiano degli interessi riconosciuti in merito all'informazione di bilancio, solo dei soggetti con delle conoscenze contabili sono in grado di analizzare in modo adeguato l'informazione stessa⁹¹.

Il fatto che esistano differenti obiettivi degli stakeholder non implica che il bilancio abbia differenti fini, perché l'unico obiettivo consiste nel fornire una conoscenza di base sulle condizioni di equilibrio dinamico nell'impresa⁹². Il bilancio ha anche un unico contenuto, influenzato da chi ha gli interessi prevalenti nell'impresa, cioè dal soggetto economico che lo redige⁹³. Visto che vige il

⁸⁴ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 49.

⁸⁵ Cfr. A. Amaduzzi, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, cit., p. 142, riportato in A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit.

⁸⁶ Sulle variegate attese conoscitive degli azionisti, si veda V. Coda, *L'informazione degli azionisti in una prospettiva ideale*, cit., p. 683; A. Provasoli, *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, cit., p. 170; S. A. Bartlett, R. A. Chandler, *The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On*, *British Accounting Review*, 29 (3), 1997, p. 247.

⁸⁷ Cfr. G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio d'esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, cit., p. 18.

⁸⁸ Cfr. V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, cit., p. 201.

⁸⁹ Questa conoscenza di base si riferisce, secondo Provasoli, alla previsione degli effetti monetari e finanziari della gestione nonché alla capacità di reddito dell'impresa. Cfr. A. Provasoli, *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, cit., p. 174 e ss.

⁹⁰ Si vedano M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 122-132; A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p.20 e ss.

⁹¹ Il Framework IASB, ad esempio, afferma che l'informazione di bilancio dovrebbe essere comprensibile agli utenti con conoscenze sufficienti a comprendere l'attività economica e contabile dell'azienda. Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit., paragrafo 25.

⁹² Cfr. A. Provasoli, *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, cit., p. 196.

⁹³ Sul concetto di unicità, si veda M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 54 e 61. Egli afferma che l'unicità del bilancio dipenda dall'unico fine imposto al bilancio e dall'unico contenuto, dagli interessi prevalenti nell'impresa, in un dato momento. Anche il Ferrero parla di unicità del bilancio pur in presenza di una pluralità di obiettivi. Si veda G. Ferrero, *La formazione del bilancio d'esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e unicità delle connesse valutazioni*,

principio della unicità del bilancio d'esercizio, è necessario, attraverso un unico bilancio, fare in modo che le informazioni siano trasmesse in maniera neutrale, a vantaggio di tutti gli stakeholder e non solo di talune categorie.

Dezzani scrive che "la neutralità delle informazioni desumibili dal bilancio di periodo deve essere intesa come la caratteristica che le stesse informazioni debbano possedere per non favorire una particolare classe di soggetti a scapito di altri gruppi"⁹⁴. La neutralità e la chiarezza verrebbero garantite, secondo Dezzani, da un insieme di prospetti contabili la cui struttura è rigidamente disciplinata, da criteri di valutazione di generale accettazione e da un'applicazione costante nel tempo dei principi di classificazione e valutazione⁹⁵. Il Ferrero scriveva che occorresse trovare delle soluzioni di compromesso, al fine di "trasformare una pluralità di obiettivi diversi in un unico contesto di base"⁹⁶. Il principio di neutralità dovrebbe emergere non solo nei prospetti contabili ma anche negli altri documenti che corredano il bilancio e dovrebbe fare in modo che tanto i lettori più esperti quanto quelli meno esperti beneficino dell'informazione fornita in bilancio.

La presenza, come scritto, di interessi divergenti tra gli stakeholder influenza il processo di formazione del bilancio⁹⁷. Quest'ultimo, oltre ad essere un prezioso strumento di informazione, viene inteso anche come uno strumento di comportamento, dato che il redattore del bilancio cerca di facilitare il raggiungimento degli obiettivi dei vari stakeholder aziendali i quali, dal canto loro, cercano di perseguire i propri interessi specifici anche quando ciò vada a scapito di una generale qualità dell'informazione esterna⁹⁸. Il Cattaneo affermava che il bilancio, come strumento di comportamento, fosse da un lato un mezzo, per il soggetto economico, per facilitare lo svolgimento della gestione in condizioni di equilibrio e, dall'altro, un mezzo impiegato per favorire le aspettative e le reazioni di soggetti esterni all'azienda. È necessario che il legislatore disciplini gli spazi di discrezionalità da attribuire al soggetto economico, tenuto conto del fatto che il bilancio non sia solo strumento di informazione ma anche sede di equilibrio e di conflitto di interessi⁹⁹.

Dal lato dell'offerta, i manager-redattori hanno degli incentivi a dare una rappresentazione neutrale delle variabili aziendali, al fine di migliorare la trasparenza informativa a beneficio di tutti gli stakeholder aziendali. Allo stesso tempo, essi detengono degli incentivi a ridurre la trasparenza informativa oppure a dare una rappresentazione fuorviante, al fine di perseguire i propri interessi o quelli di specifici soggetti esterni¹⁰⁰. Così, per propri obiettivi specifici o per soddisfare il soggetto economico, i redattori del bilancio utilizzano la discrezionalità loro concessa in maniera strumentale e con l'obiettivo di "gestire" le informazioni da fornire¹⁰¹. Il tutto dà luogo a degli abusi compiuti a danno degli stakeholder, abusi frenabili ma non sempre eliminabili attraverso un'attenta revisione delle informazioni contabili¹⁰².

Gli abusi emergono, come scritto, nel caso in cui il redattore ricorra alla discrezionalità strumentale. Accanto a quest'ultima, avente un'accezione negativa, esistono anche la discrezionalità ideale e quella ideologica. Si scrive di discrezionalità ideale quando il redattore del bilancio riesce a fornire

in «Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese», Studi in onore di Pietro Onida, Giuffrè, Milano, 1981, pag. 6.

⁹⁴ Cfr. F. Dezzani, *La "neutralità" del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, cit., pp. 155 e seguenti.

⁹⁵ Ibidem.

⁹⁶ Si veda G. Ferrero, *La formazione del bilancio d'esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e unicità delle connesse valutazioni*, cit., pag. 11.

⁹⁷ Cfr. F. Dezzani, *La "neutralità" del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, cit., p. 151.

⁹⁸ Si veda M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, op. cit., pp. 46ss.; R.L. Watts, *Corporate Financial Statements: A product of the Market and Political Process*, Australian Journal of Management, 2, 1977, p. 72.

⁹⁹ Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, op. cit., p. 47 e p. 57.

¹⁰⁰ Cfr. L. Revsine, *The Selective Misrepresentation Hypothesis*, Accounting Horizons, 5(4), 1991, p. 17; A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p. 192 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁰¹ Cfr. F. Dezzani, *La "neutralità" del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, cit., p. 151.

¹⁰² Cfr. V. Coda, *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, cit., p. 204.

la migliore rappresentazione possibile dei fenomeni aziendali, attraverso un utilizzo ottimale dei margini di soggettività¹⁰³. Si scrive, invece, di discrezionalità ideologica quando il redattore, pur in buona fede e con l'intento di fornire una comunicazione attendibile, non riesce ad elaborare delle stime-valutazioni sempre verosimili e corrette. La discrezionalità ideologica è una conseguenza della razionalità limitata dei redattori del bilancio, i quali forniscono un'approssimazione della realtà aziendale¹⁰⁴. Nel caso della discrezionalità strumentale, invece, vi è un intento del redattore a perseguire propri interessi, anche quando ciò comporti una riduzione della qualità dell'informazione esterna.

L'opportunismo del redattore del bilancio, qualora associato alla violazione del dettato normativo, porta alla frode contabile mentre lo stesso opportunismo, "gestito" per dare una rappresentazione non neutrale ma nel rispetto delle norme di legge e della lettera dei principi contabili, dà luogo alla "contabilità creativa"¹⁰⁵. La contabilità creativa, di cui si scrive anche con il termine "politiche di bilancio", consiste in un insieme di tecniche ed azioni volte ad alterare, nella sostanza ma non nella forma, i prospetti contabili con l'obiettivo di dare una rappresentazione che avvantaggi taluni interessi specifici, a danno dei bisogni informativi degli utenti del bilancio¹⁰⁶. Il redattore, per fare ciò, come già evidenziato, approfitta delle lacune esistenti negli standard contabili e della discrezionalità residuale concessagli. Vi è dunque, nella contabilità creativa così intesa, l'elemento del dolo e per questo essa si distingue dal mero errore contabile, causato da inadeguate capacità professionali o scarso impegno¹⁰⁷. Qualora le politiche di bilancio si attuino manipolando la presentazione di dati, attraverso testi, grafici e foto, si scrive di impression management¹⁰⁸. L'impression management emerge, per lo più, in quelle informazioni inserite volontariamente in bilancio, che arricchiscono e corredano i prospetti contabili con descrizioni dell'attività aziendale, foto e grafici. Il presente lavoro, che si focalizza sui grafici, mira anche ad evidenziare se, durante la recente crisi finanziaria, l'uso dei grafici possa essere spiegato proprio da pratiche di impression management.

1.3 L' Impression Management

Le pratiche relative all'impression management derivano dalla psicologia ed assumono che i soggetti umani mirino a dare un'impressione favorevole di se stessi agli altri attraverso la presentazione di informazioni¹⁰⁹. Di per sé, tale comportamento è insito nella natura umana dato che i soggetti tendono a rappresentare se stessi nel miglior modo possibile. Il problema sorge nel momento in cui tale comportamento è doloso, finalizzato a dare un'immagine fuorviante, a danno di alcune categorie ed a vantaggio di altre. In un bilancio, questo comportamento può portare ad un distacco dal principio *true and fair view*¹¹⁰.

¹⁰³ Il termine discrezionalità ideale può essere usato come sinonimo di "contabilità creativa" di tipo positivo. Cfr. A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p. 178.

¹⁰⁴ Sul punto, si veda A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., p. 44-46, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁰⁵ Sulla differenza tra frode contabile e contabilità creativa, si veda: P.M. Dechow, D. J. Skinner, *Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*, Accounting Horizons, 2000, 14 (2), pp. 239. La definizione qui data di contabilità creativa è quella di contabilità creativa in un'accezione negativa, ma essa può anche essere definita, come scritto, secondo un'accezione positiva, se si pensa alle politiche di bilancio finalizzate a fornire una migliore qualità dell'informazione esterna. Sulle differenze tra contabilità creativa negativa e positiva, cfr. A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, cit., pp. 178-179.

¹⁰⁶ Cfr. P.M. Healy, J. M. Wahlen, *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*, Accounting Horizons, 13 (4), 1999, p. 368.

¹⁰⁷ Cfr. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti – Consiglio Nazionale dei Ragionieri, *Principio di revisione n. 240 – La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio*, 2006, p.2.

¹⁰⁸ Cfr. V. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, Abacus, 35 (1), 1999, p. 49.

¹⁰⁹ Cfr. R. Hooghiemstra, *Corporate communication and impression management - New perspectives why companies engage in social reporting*, Journal of Business Ethics, 27(1/2), 2000, p. 60.

¹¹⁰ Cfr. M. A. Clatworthy, M.J. Jones, *Differential reporting patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, 19 (4), 2006, p. 494.

L' impression management può essere interpretato in un'ottica di teoria dell'agenzia, dato che si riferisce al comportamento opportunistico degli agenti (manager aziendali) volto al soddisfacimento dei propri interessi piuttosto che al soddisfacimento degli interessi del principale (l'azionista)¹¹¹. Inoltre, l'impression management potrebbe dare luogo a dei costi di agenzia, come il costo di un attento monitoraggio del redattore del bilancio (agente) da parte degli azionisti (principali). L'impression management posto in atto dagli agenti-redattori del bilancio è coerente con il fatto che essi siano soggetti interessati a massimizzare la loro utilità ed i loro compensi¹¹². Per fare questo, utilizzano delle tecniche di presentazione con cui nascondere i risultati negativi ed enfatizzare quelli positivi. I redattori del bilancio approfittano, più precisamente, del fatto che gli investitori, non essendo pienamente razionali, non riconoscano, almeno nel breve termine, le distorsioni presenti nel bilancio nel momento in cui pongono in essere le loro scelte d'investimento. Quest'ultima affermazione non è, invece, accettata da coloro che sostengono l'ipotesi del mercato efficiente, in cui operano soggetti razionali ed in grado di riconoscere e punire una violazione od ostacolo al principio *true and fair view*¹¹³. Inoltre, un bilancio non veritiero e corretto porterebbe, in presenza di un mercato efficiente, ad un aumento del costo del capitale e ad una riduzione del prezzo di borsa¹¹⁴.

Pratiche di impression management possono essere lette anche alla luce della teoria degli stakeholder, dato che mirano ad influenzare le diverse attese conoscitive dei soggetti aziendali. Ad esempio, un'impresa la cui attività è altamente inquinante potrebbe inserire grafici sulla sostenibilità ambientale per enfatizzare il suo impegno al rispetto dell'ambiente, a favore dei lavoratori e della comunità locale. Ancora, una società maggiormente orientata al mercato potrebbe enfatizzare i suoi risultati sul mercato borsistico mentre una più attenta a ricercare delle fonti di finanziamento nel breve termine, potrebbe enfatizzare la propria solida struttura patrimoniale. Più in generale, l'impression management influenzerebbe talune categorie di stakeholder con cui l'impresa vuole recuperare un rapporto o, semplicemente, cui vuole influenzarne le scelte decisionali¹¹⁵.

Ancora, l'impression management può essere analizzato alla luce di una tendenza dei manager e delle organizzazioni ad autocelebrare la propria posizione, con l'idea sottostante di avere un controllo costante delle proprie azioni e dell'ambiente circostante. Si scrive, a tal proposito, di esaltazione o "hubris"¹¹⁶.

L'impression management può, inoltre, essere interpretato alla luce della volontà dei soggetti umani di apparire come razionali, attraverso l'apparente rispetto delle norme e delle logiche dell'ambiente circostante, onde evitare reazioni inattese e negative degli stakeholder¹¹⁷. In altri termini, i redattori

¹¹¹ Si veda B. García Osma, E. Guillamón-Saorín, *Corporate governance and impression management in annual results press releases*, Accounting, Organizations and Society, 36 (4-5), 2011, p. 202. La teoria dell'agenzia tratta del rapporto tra un soggetto, chiamato principale, ed un altro soggetto che agisce per conto del principale, chiamato agente. Nel momento in cui vi sono degli interessi contrastanti tra agente e principale ed una diversa propensione al rischio, sorgono dei costi, chiamati costi d'agenzia. In una realtà aziendale di grandi dimensioni, il soggetto principale è l'azionista mentre l'agente è il management aziendale. Sulle caratteristiche e le ripercussioni della teoria dell'agenzia, si vedano i lavori di M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of financial economics, 3(4), 1976, pp. 305-360; K. M. Eisenhardt, *Agency theory: An assessment and review*, Academy of management review, 1989, pp. 57-74.

¹¹² Cfr. W.G. Lewellen, T. Park, B.T. Ro, *Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions*, Journal of Accounting and Economics, 21 (2), 1996, p. 228; J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, Abacus, 39(1), 2003, pp. 95-123.

¹¹³ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, Journal of Accounting Literature, 26, 2007, p. 120.

¹¹⁴ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, Accounting and business research, 41.5, 2011, pp. 415-437.

¹¹⁵ Si veda R. Hooghiemstra, *Corporate communication and impression management - New perspectives why companies engage in social reporting*, cit., pp. 55-68.

¹¹⁶ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, cit., p. 417.

¹¹⁷ Hines R. D., *The sociopolitical paradigm in financial accounting research*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2.1, 1989.

del bilancio potrebbero porre in atto delle pratiche di impression management, anticipando le conseguenze negative di taluni eventi, con l'obiettivo di legittimarsi all'esterno e di attenuare le conseguenze di giudizi pubblici negativi¹¹⁸. In questo modo, i redattori potrebbero riunificare le norme ed i valori dell'azienda con quelli dell'ambiente circostante e ripristinare legittimazione¹¹⁹. Dunque, pratiche di impression management possono essere giustificate da varie teorie e prospettive e la focalizzazione sul rapporto tra manager ed investitori fornisce un quadro non completo della realtà¹²⁰.

La dottrina che studia pratiche di impression management si è focalizzata, con riferimento ai bilanci, sull'utilizzo di grafici, immagini e della parte narrativa con il fine di sviare gli utenti in merito all'effettivo andamento dell'impresa¹²¹. Invece di arricchire l'informazione di bilancio, ci potrebbe essere un uso di grafici, foto e descrizioni che modifica la percezione del lettore e ne influenza le scelte di investimento¹²². L'obiettivo può essere raggiunto attraverso svariate tecniche: selezionando e/o ripetendo determinate informazioni, comparando i risultati aziendali a quelli dei concorrenti con l'obiettivo di sovrastimare i primi e sottostimare i secondi, utilizzando un certo tipo di linguaggio, enfatizzando attraverso foto e grafici determinati risultati¹²³. Un'altra tendenza dei manager, attraverso il bilancio ed, in particolare, la parte descrittiva dello stesso, è quella di attribuire i risultati aziendali soddisfacenti ai propri meriti mentre quelli poco soddisfacenti a fattori esterni che esulano dal loro controllo¹²⁴. Tra questi fattori esterni, ad esempio, ci sono il calo della domanda nel mercato di riferimento e l'instabilità politica in Paesi dove l'azienda opera. Il bilancio può giungere ad essere, secondo Carol, un mezzo per "mitizzare" l'immagine della società superando i meri aspetti economico-finanziari della gestione¹²⁵.

La dottrina è ricca di evidenze empiriche sulle pratiche volte a manipolare la presentazione di informazioni¹²⁶. Essa si distingue in due filoni: da un lato gli studi che trattano delle pratiche poste in atto dal redattore del bilancio, dall'altro lato, meno diffusi, i lavori che si focalizzano sulle reazioni del lettore ed, in particolar modo, degli investitori¹²⁷.

¹¹⁸ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, cit., p. 421.

¹¹⁹ Cfr. B. Ashforth, B. Gibbs, *The double-edged sword of organizational legitimation*, cit., pp. 177-194.

¹²⁰ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, cit., p. 433.

¹²¹ Una rassegna della letteratura sull'impression management è offerta da: D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., pp. 116-194; N. Brennan, E. Guillamon-Saorin, A. Pierce, *Methodological Insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22 (5), 2009, p. 796.; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, *Journal of Accounting Literature*, 27, 2008, pp. 71-110.

¹²² Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 117.

¹²³ Cfr. B. García Osma, E. Guillamón-Saorín, *Corporate governance and impression management in annual results press releases*, cit., p. 189; D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 128.

¹²⁴ Si veda N. Brennan, E. Guillamon-Saorin, A. Pierce, *Methodological Insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note*, cit., p. 796.

¹²⁵ Cfr. D. Carol, *Mythmaking in annual reports*, *Journal of Business and Technical Communication*, 15 (2), 2001, pp. 195-222.

¹²⁶ Una rassegna della letteratura sull'impression management è offerta da D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., pp. 116-194; N. Brennan, E. Guillamon-Saorin, A. Pierce, *Methodological Insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note*, cit., p. 796; Beattie, V. and Jones M.J., *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, *Journal of Accounting Literature*, 27, 2008, pp. 71-110.

¹²⁷ Si veda, a conferma della maggiore diffusione degli studi che si focalizzano sul punto di vista del redattore del bilancio, quanto scritto da: D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 123.

Tra gli studi che trattano delle pratiche poste in atto dal redattore del bilancio, ad esempio, Lang e Lundholm si concentrano sul livello di “ottimismo” nel linguaggio contabile ed evidenziano come, in prossimità di un’offerta di capitale posta in atto agli investitori-azionisti, il linguaggio “ottimista” aumenti e si riduca quello “pessimista”¹²⁸. Ancora, Bowen ed altri autori evidenziano come l’enfasi nei comunicati quadrimestrali sul reddito sia maggiore quando si descrivono delle performance più elevate¹²⁹. Clatworthy e Jones, analizzando la relazione del Presidente del consiglio di amministrazione (chairman letter) evidenziano, invece, che i manager tendano ad attribuire a se stessi i risultati aziendali quando questi ultimi migliorano¹³⁰. Alcuni autori hanno evidenziato, inoltre, come la comunicazione di informazioni socio-ambientali avvenga enfatizzando gli aspetti positivi e trascurando quelli negativi¹³¹. Hooghiemstra, ad esempio, mostra, attraverso il caso Shell, come la comunicazione in un bilancio sociale sia finalizzata a modificare l’immagine e l’identità aziendale e l’impressione del lettore¹³². Anche le immagini sono utilizzabili come mezzo per creare consenso all’esterno sull’andamento della società¹³³.

Tra gli studi che si focalizzano sulle reazioni degli investitori a pratiche di impression management, lo studio di Davis ed altri autori evidenzia che al crescere del linguaggio “ottimista” nei comunicati trimestrali sul reddito vi sia una risposta positiva del mercato¹³⁴. Lo studio di Krische mostra che gli investitori siano influenzati dalla ripetizione, nei comunicati trimestrali sul reddito, di informazioni su eventi transitori del periodo precedente¹³⁵. Gli investitori, in quanto soggetti con razionalità limitata, possono essere tratti in inganno dal modo in cui le informazioni vengono loro presentate e, dunque, pratiche di impression management possono influenzarne le scelte¹³⁶.

Inoltre, la tendenza dei redattori del bilancio, emersa nei pochi studi sul tema, sembra essere quella di associare a tecniche di impression management pratiche di contabilità creativa nei prospetti contabili, così da rafforzare l’immagine positiva data all’esterno ed, in particolare, agli investitori¹³⁷. In altri termini, earnings management ed impression management sembrano strategie complementari, piuttosto che sostitute. Tale tendenza emerge nonostante la contabilità creativa e l’impression management siano, di norma, attuate per sviare categorie di lettori diverse: la prima per lettori tecnicamente esperti mentre la seconda per i meno esperti¹³⁸. Il fatto che vi sia un legame

¹²⁸ Cfr. M. Lang, R. Lundholm, *Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?*, Contemporary Accounting Research, 17(4), 2000, 623-662.

¹²⁹ Cfr. R. M. Bowen, A. K. Davis, D. A. Matsumoto, *Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: determinants, SEC intervention and market reactions*, The Accounting Review, 80(4), 2005, p. 1013.

¹³⁰ Cfr. M. A. Clatworthy, M.J. Jones, *Differential reporting patterns of textual characteristics and company performance in the chairman’s statement*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, 19 (4), 2006, pp. 493-511.

¹³¹ Si veda, ad esempio, C. Deegan, B. Gordon, *A Study of Environmental Disclosure Practices of Australian Companies*, Accounting and Business Research, 26 (3), 1996, p. 198; D. Neu, Warsame H., Pedwell K., *Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports*, Accounting, Organisations, and Society, 23(3), 1998, pp. 265-282; R. Hooghiemstra, *Corporate communication and impression management - New perspectives. Why companies engage in social reporting*, cit., pp. 55-68.

¹³² R. Hooghiemstra, *Corporate communication and impression management - New perspectives. Why companies engage in social reporting*, cit., pp. 55-68.

¹³³ Si veda, ad esempio, O. F. Graves, D. L. Flesher, R. E. Jordan, *Pictures and the Bottom Line: The Television Epistemology of U.S Annual Reports*, Accounting, Organizations and Society, 21 (1), 1996, p. 84.

¹³⁴ Cfr. A. K. Davis, J. M. Piger, L. M. Sedor, *Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language*, Contemporary Accounting Research, 29 (3), 2012, pp. 845-868;

¹³⁵ Cfr. S. D. Krische, *Investors’ evaluations of strategic prior-period benchmark disclosures in earnings announcements*, The Accounting Review, 80(1), 2005, pp. 243-268.

¹³⁶ Si veda, in proposito, D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 158.

¹³⁷ Cfr. W. Aerts, P. Cheng, *Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting*, Journal of Accounting and Public Policy, 30, 2011, pp. 431-459; E. Guillamon-Saorin, B. Garcia Osma, *Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management*, Working paper: Universidad Carlos III de Madrid & Universidad Autonoma, 2010; J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, cit., pp. 95-123.

¹³⁸ Cfr. J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, cit., p. 102; E. Guillamon-Saorin, B. Garcia Osma, *Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management*, cit., p. 14.

tra earnings ed impression management rafforzerebbe l'idea che la discrezionalità residuale del redattore del bilancio sia utilizzata in maniera opportunistica e non con l'obiettivo di favorire una rappresentazione chiara, veritiera e corretta¹³⁹.

Come emerge dagli esempi precedenti, gli studi che si basano sull'impression management si focalizzano, per lo più, sull'informazione volontaria. Recenti ricerche hanno evidenziato un incremento di informazioni riportate volontariamente dall'impresa¹⁴⁰. Queste possono, da un lato, migliorare la qualità dell'informazione esterna arricchendola di dettagli e sintesi e riducendo, in tal modo, l'asimmetria informativa tra i soggetti interni ed esterni. Dall'altro lato, però, come scritto, esse sono un canale per sviare il lettore da una visione chiara e veritiera della realtà aziendale¹⁴¹.

Le opportunità di influenzare le percezioni dei lettori sono maggiori nella parte del bilancio non soggetta a regolamentazione specifica, dove è più difficile per chi legge valutare la qualità dell'informazione. Ad esempio, non è regolamentata la parte del bilancio che coincide con la relazione sulla gestione e che sta occupando un maggior spazio all'interno del documento che contiene i prospetti contabili¹⁴². La relazione sulla gestione è importante per evidenziare i principali fattori che hanno inciso sull'andamento aziendale. Essa contiene, di norma, una lettera dell'amministratore delegato e del presidente del consiglio di amministrazione, una sintesi dei risultati economico-finanziari ed operativi oltre a tabelle, foto e grafici¹⁴³. In aggiunta, il lettore tende a considerare la relazione sulla gestione credibile e veritiera, a causa della sua localizzazione a corredo dei prospetti contabili, che sono certificati da società di revisione esterne¹⁴⁴.

Con riferimento ai grafici, i sostenitori dell'impression management giustificano l'utilizzo dei grafici nei bilanci con la volontà dei redattori del bilancio di fornire una rappresentazione favorevole della performance aziendale per migliorare la propria immagine e quella dell'azienda agli occhi degli stakeholder, in maniera opportunistica¹⁴⁵. In altri termini, essi sostengono che i grafici servano ai redattori del bilancio a legittimarsi ed a mantenere il controllo della società¹⁴⁶. Secondo un'altra prospettiva, opposta alle teorie di impression management, l'uso dei grafici verrebbe giustificato per comunicare in maniera più efficace e sintetica, a tutela degli stakeholder. Quest'altra prospettiva assume che i manager non siano opportunisti, ma anche che i lettori dei grafici siano razionali e non vengano tratti in inganno dal tipo di presentazione, a differenza di quanto assunto dalle teorie di impression management¹⁴⁷.

L'utilizzo dei grafici basato su comportamenti di impression management rientra, dunque, in una strategia più ampia di rappresentare l'azienda nel miglior modo possibile, anche a costo di non fornire una rappresentazione veritiera oppure di fornire una rappresentazione solo parziale e, quindi, non corretta. I manager approfittano del fatto che i lettori siano spesso poco attenti e/o competenti e, invece di concentrarsi sui valori assoluti delle performance economico-finanziarie, siano attratti da immagini e grafici, che sintetizzano i risultati aziendali. Essendo, inoltre, volontario l'inserimento di

¹³⁹ Cfr. J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, cit., p. 102.

¹⁴⁰ Si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 184.

¹⁴¹ Sul punto, si veda B. García Osma, E. Guillamón-Saorín, *Corporate governance and impression management in annual results press releases*, cit., p. 201.

¹⁴² Cfr. M. A. Clatworthy, M.J. Jones, *Differential reporting patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement*, cit., p. 495 ove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁴³ Cfr. V. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 186.

¹⁴⁴ Si veda D. Neu, H. Warsame, K. Pedwell, *Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports*, cit., p. 269.

¹⁴⁵ Cfr. V. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 46-47; V. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 83.

¹⁴⁶ Cfr. V. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 47. Curtis afferma, inoltre, che i grafici, migliorando la disclosure aziendale, facilitino il conseguimento di premi dati alle società per la loro comunicazione finanziaria. J.K. Curtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, cit., p. 270.

¹⁴⁷ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 84.

un grafico all'interno di una sezione del bilancio, il perseguimento di questa strategia è più semplice, dato che il redattore ha la possibilità di inserire, eliminare o spostare il grafico di anno in anno¹⁴⁸. Revsine scrive di "rappresentazione economico-finanziaria selettiva" ed afferma che i manager abbiano degli incentivi nel dare una rappresentazione fuorviante ed "impressionare" gli stakeholder, sfruttando la discrezionalità a loro disposizione per ottenere dei benefici¹⁴⁹. Nonostante Revsine facesse riferimento alla contabilità creativa nei prospetti contabili, il medesimo concetto può essere applicato in materia di comunicazione volontaria e, pertanto, di utilizzo dei grafici. I concetti espressi da Revsine derivano, secondo lo stesso autore, dalle riflessioni formulate dai teorici della positive accounting theory e della teoria dell'agenzia, secondo i quali le scelte contabili dei manager sono influenzate dai loro incentivi¹⁵⁰. Più precisamente, come scritto, la teoria dell'agenzia spiega l'impression management come rappresentazione fuorviante con cui i manager soddisfano i propri interessi ricorrendo, in maniera opportunistica, a delle tecniche di presentazione contabile¹⁵¹.

L'impression management, in tema di grafici, si attua in tre modi¹⁵²:

- a) il management può decidere se includere o meno un grafico oppure se modificare la sua collocazione nel bilancio. Si scrive, in proposito, di selettività. Essa riflette, più in generale, la tendenza ad inserire i grafici in presenza di circostanze favorevoli e, viceversa, a ridurli a seguito di un peggioramento delle performance. La selettività lede il principio della correttezza dell'informazione contabile, parte della clausola *true and fair view*, in quanto l'informazione grafica non sarebbe completa e comparabile.
- b) la rappresentazione fuorviante può essere attuata riproducendo in modo distorto i "veri" dati, cioè attraverso una distorsione nelle dimensioni dei grafici rispetto ai dati che si stanno rappresentando, con l'obiettivo di dare un'impressione favorevole. La distorsione di un grafico lede il principio della veridicità dell'informazione, a causa della discrepanza tra il grafico ed il dato effettivo ed esatto.
- c) l'immagine fuorviante può essere realizzata attraverso tecniche di design del grafico, ad esempio inserendo dei colori solo per evidenziare delle situazioni favorevoli oppure includendo dei grafici tridimensionali¹⁵³. Gibbins ed altri autori scrivono, con riferimento a questa terza modalità di impression management, di arricchimento della presentazione ("*presentation enhancement*")¹⁵⁴. Talune tecniche di presentazione, in altri termini, invece di favorire la correttezza e completezza dell'informazione, potrebbero dare luogo ad un'interpretazione dei dati fuorviante. Pertanto, tali tecniche di presentazione sono potenzialmente lesive del principio della correttezza contenuto nella clausola *true and fair view*.

Le tre modalità di impression management, di norma, sottintendono l'opportunismo ed il dolo¹⁵⁵.

¹⁴⁸ Cfr. L. Revsine, *The Selective Misrepresentation Hypothesis*, cit., p. 16-17.

¹⁴⁹ Ibidem, p. 17.

¹⁵⁰ Sulla positive accounting theory, si veda R. L. Watts, Zimmerman J. L., *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*, *The Accounting Review*, 65 (1), 1990, p. 133; sulla teoria dell'agenzia, si veda, ad esempio, E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 1983, p. 304. Sulle relazioni tra impression management e teoria dell'agenzia, si rimanda a V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 91.

¹⁵¹ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 124.

¹⁵² Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 73.

¹⁵³ Sul punto si veda V.A. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 47-48.

¹⁵⁴ Cfr. M. Gibbins, A. Richardson, J. Waterhouse, *The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies and processes*, *Journal of Accounting Research*, 28 (1), 1990, pp. 121-143.

¹⁵⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 74.

1.4. La crisi finanziaria del 2008-2009 e l'informazione di bilancio

La crisi finanziaria del 2008/2009, iniziata negli Stati Uniti, è nota alla cronaca come la peggiore crisi dopo quella del 1929¹⁵⁶. La crisi non ha solo portato al collasso di alcune istituzioni finanziarie, ma ha assunto una dimensione globale coinvolgendo vari Paesi e settori industriali¹⁵⁷. Le cause fondamentali si trovano in un incessante ricorso al credito e nella bolla che ha riguardato il mercato immobiliare¹⁵⁸. Altri fattori che hanno favorito la crisi sono stati la presenza di titoli tossici nei bilanci delle banche e delle altre società finanziarie, l'eccessiva interconnessione dei sistemi finanziari dei Paesi industrializzati, l'aumento costante dei prezzi degli immobili, la tendenza dei Paesi a lasciare che il mercato finanziario si autogovernasse (si scrive anche di de-regulation)¹⁵⁹. L'inizio della crisi viene fatto coincidere con le difficoltà, negli Stati Uniti, di intermediari che avevano investito in prodotti finanziari strutturati collegati ai mutui subprime¹⁶⁰. La crisi si è poi diffusa rapidamente nei mercati finanziari e, dopo il fallimento di Lehman Brothers, avvenuto nel settembre 2008, si è estesa al di fuori degli Stati Uniti¹⁶¹. In Europa, le società finanziarie e non, a partire dai primi mesi del 2008, hanno risentito di un calo delle performance provocato da un calo dei consumi e dalla stretta sul credito. Rispetto ai primi mesi del 2007, a novembre del 2008 la capitalizzazione di borsa delle società europee registrava un crollo del 60% e del 40%, con riferimento, rispettivamente, alle società finanziarie e non finanziarie¹⁶². Le ragioni che hanno contribuito alla diffusione della crisi finanziaria dagli Stati Uniti all'Europa sono classificabili nelle seguenti: l'aumento dei prezzi delle materie prime, come il petrolio, che ha portato ad una crescita dei costi per le aziende anche in Europa, l'apprezzamento dell'Euro sul dollaro, che ha indebolito le esportazioni delle aziende europee, l'aumento dei tassi d'interesse bancari, a sua volta legato alle decisioni prese dalla Banca Centrale Europea, l'acquisto da parte delle banche europee di titoli tossici provenienti dalle banche USA¹⁶³. La risposta delle autorità dell'Unione Europea alla crisi finanziaria è stata quella di incrementare la liquidità a disposizione delle banche, affinché queste ultime la destinassero alle imprese e garantissero i risparmiatori. Il sistema di informazione esterna d'impresa ha evidenziato le conseguenze della crisi nei bilanci delle imprese ma non ha adeguatamente anticipato la crisi ed, anzi, secondo alcuni autori, ha contribuito a dei comportamenti "miopi" delle società attraverso valutazioni contabili basate esclusivamente sull'applicazione del fair value¹⁶⁴. La logica del fair value, che pareva esente da limiti, si è mostrata meno efficace del previsto¹⁶⁵. Infatti, riportare le attività e le passività ai valori

¹⁵⁶ Si veda, sul punto, The Wall Street Journal, *Worst crisis since '30s, with no end yet in sight*, September 18, 2008.

¹⁵⁷ Cfr. D.H. Erkens, M. Hung, P. Matos, *Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide*, Journal of Corporate Finance, 18 (2), 2012, p. 392.

¹⁵⁸ Si veda, a conferma di ciò, V. V. Acharya, T. Philippon, M. Richardson, N. Roubini, *The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies*, Courier Westford, 2009.

¹⁵⁹ Sulle cause della crisi finanziaria, cfr. A. Watt, *The economic and financial crisis in Europe: addressing the causes and the repercussions*, European Economic and Employment Policy Brief, No. 3 – 2008, pp. 6-9; S. Claessens, G. Dell'Ariccia, D. Igan, L. Laeven, *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*, International Monetary Fund, 10-44, 2010, pp. 4-11.

¹⁶⁰ Quando si parla di mutui subprime, ci si riferisce a mutui ipotecari concessi a clienti con basso merito di credito.

¹⁶¹ Sul punto si veda il discorso del governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco. Cfr. I. Visco, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, lezione inaugurale del Master di II Livello in Economia Pubblica, Roma, Marzo 2009, p. 2.

¹⁶² Cfr. Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), *Economic Outlook*, 84, Nov. 2008.

¹⁶³ Si veda A. Watt, *The economic and financial crisis in Europe: addressing the causes and the repercussions*, cit., pp. 6-9.

¹⁶⁴ Cfr. C. Laux, C. Leuz, *The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate*, Accounting, Organizations and Society, 34 (6–7), 2009, pp. 826-834. Quando si parla di fair value, si fa riferimento al "valore equo" o "valore di mercato". La definizione di fair value contenuta nello IAS 32 è la seguente: «il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti». Si veda International Accounting Standards Board, *IAS 32 – Financial Instruments: Presentation*, London, 1 January 2013.

¹⁶⁵ Cfr. C. Laux, C. Leuz, *The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate*, cit., pp. 826-834; J. E. Stiglitz, *The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences*, Initiative for Policy Dialogue

di mercato ha comportato, durante la crisi finanziaria, in presenza di mercati finanziari non liquidi e turbolenti, la rilevazione di ingenti perdite e la riduzione del patrimonio di bilancio, accentuando il distacco tra i dati di bilancio ed il reale valore delle società¹⁶⁶. Le banche hanno cercato di ricapitalizzarsi, ma, non riuscendoci, hanno dovuto svendere gli strumenti finanziari in loro possesso, il che ha comportato un'ulteriore depressione degli scambi ed un allarmismo generalizzato. Tenuto conto di queste problematiche connesse al fair value, un emendamento dello IASB al principio contabile n. 39, datato 13 ottobre 2008, ha permesso la riclassificazione di parte degli strumenti finanziari al costo storico¹⁶⁷. Questo, da un lato, ha comportato la riduzione di alcune ingenti perdite che sarebbero state iscritte in bilancio ma, dall'altro lato, ha potenzialmente favorito pratiche di contabilità creativa in alcune poste contabili, dato che ha dato ai redattori del bilancio una maggiore flessibilità nell'utilizzo del principio del fair value¹⁶⁸.

Nonostante le considerazioni fin qui scritte sulle problematiche connesse con il fair value, un recente studio di Barth e Landsman ha, però, escluso che l'applicazione del fair value abbia avuto un impatto rilevante durante la crisi finanziaria. Piuttosto, sostengono i due autori, è mancata la trasparenza nella contabilizzazione dei derivati e delle cartolarizzazioni e questo non ha favorito gli investitori nel comprendere le poste dello stato patrimoniale delle banche¹⁶⁹. Anche un'indagine condotta dalla Securities and Exchange Commission (SEC) ha evidenziato che il fair value non abbia contribuito in misura rilevante a creare od accentuare la crisi finanziaria negli Stati Uniti¹⁷⁰.

Pochi studi hanno ancora indagato su come sia cambiata l'informazione di bilancio prima e durante la recente crisi finanziaria¹⁷¹. Il tema è potenzialmente interessante dato che durante la recente crisi le società di grandi dimensioni sono state oggetto di pubblico scrutinio, alla luce del drastico calo delle performance¹⁷². Tale scrutinio potrebbe avere spinto le aziende, da un lato, a nascondere i propri risultati negativi e, dall'altro, a comunicarli con l'obiettivo di attenuare le conseguenze negative delle reazioni di taluni stakeholder¹⁷³. Un recente studio di Keusch ed altri autori¹⁷⁴, ad esempio, ha evidenziato come pratiche di impression management nel contenuto delle lettere agli azionisti siano incrementate durante la crisi. Ancora, un articolo di Bertomeu e Magee suggerisce

Working Paper Series, April 2009, p. 28. Steve Forbes, president di Forbes Media, si è spinto ad affermare che la contabilizzazione basata sul valore di mercato fosse la principale responsabile del crollo del sistema finanziario avvenuto nel 2008, più del debito eccessivo, dei derivati e dei mutui subprime. Si veda, in proposito, R. C. Pozen, *Is It Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis?*, Harvard Business Review, Novembre 2009.

¹⁶⁶ Cfr. M. Magnan, *Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor?*, Accounting perspectives, 8(3), 2009, p.192.

¹⁶⁷ Sulle conseguenze dell'applicazione del fair value, si veda Organismo Italiano di Contabilità (OIC), *Il fair value e la crisi dei mercati finanziari*, Audizione Commissione Finanze e Tesoro della Camera, Roma, 21 ottobre 2008, pp. 2-3.

¹⁶⁸ Si veda, in proposito, C. Laux, C. Leuz, *The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate*, cit., p. 827.

¹⁶⁹ Si veda, in proposito, M. E. Barth and W.R. Landsman, *How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?*, European Accounting Review, 19 (3), 2010, pp. 399-423.

¹⁷⁰ Cfr. Securities and Exchange Commission (SEC), *Report and recommendations pursuant to section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on mark-to-market accounting*, Office of the Chief Accountant, Division of Corporation Finance, Washington, DC, 2008, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>, p. 3.

¹⁷¹ Tra gli studi che indagano sulle relazioni tra la recente crisi finanziaria e la disclosure relativa al sistema d'informazione esterna d'impresa, si veda P. Mia, A. Al-Mamun, *Corporate Social Disclosure during the Global Financial Crisis*, International Journal of Economics and Finance, 3 (6), 2011, pp. 174-187; M. E. Barth, W.R. Landsman, *How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?*, cit., pp. 399-423; T. Kravet, V. Muslu, *Textual risk disclosures and investors' risk perceptions*, Review of Accounting Studies, 18(4), 2013, pp. 1088-1122; M. K. Muheki, K. Lueg, R. Lueg, C. Schmaltz, *How business reporting changed during the financial crisis: a comparative case study of two large US banks*, Problems and Perspectives in Management, 12(1), 2014, pp. 191-208;

¹⁷² Cfr. Linsley P. M., Slack R. E., *Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank*, Journal of business ethics, 2013, p. 294.

¹⁷³ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, S. J. McLeay, *Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 24(3), 2011, pp. 315-344.

¹⁷⁴ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., pp. 644.

che la qualità dell'informazione di bilancio dovrebbe migliorare subito dopo il crollo del mercato del credito, manifestazione principale della recente crisi finanziaria, se i finanziatori e gli investitori richiedono una maggiore qualità dell'informazione di bilancio per comprendere in maniera tempestiva come reagire alla crisi¹⁷⁵.

Ampia dottrina ha, però, trattato di come il contenuto e la forma dell'informazione esterna d'impresa vari al variare delle performance. Ad esempio, Lang e Ludholm hanno evidenziato che i rating degli analisti finanziari sulla trasparenza informativa migliorino al crescere della performance aziendale¹⁷⁶. Miller, invece, mostra che la disclosure aumenti in periodi di incremento del reddito per poi rientrare ai livelli iniziali a seguito di un decremento del reddito. Nel momento in cui il reddito tende a ridursi, inoltre, le imprese si focalizzano maggiormente sui risultati positivi di breve periodo ed evitano di discutere delle tendenze future¹⁷⁷. Un altro studio di Kasznik e Lev mostra che le società siano poco trasparenti nei 60 giorni che precedono i comunicati stampa sui redditi trimestrali, in presenza di redditi previsti differenti rispetto a quelli prevedibili da parte di un investitore¹⁷⁸. Infine, una ricerca di Li mostra che il lessico nei bilanci di società con profitti più bassi sia meno chiaro e che, viceversa, il lessico nei bilanci di società i cui profitti sono maggiormente costanti e duraturi sia più chiaro¹⁷⁹. Non tutti gli studi, però, fanno emergere una relazione positiva tra qualità dell'informazione esterna e performance aziendali. Ad esempio, Skinner evidenzia che le società comunichino in anticipo, maggiormente, dei risultati non prevedibili negativi piuttosto che positivi con l'obiettivo di ridurre i costi di azioni portate avanti dagli azionisti¹⁸⁰.

Per quanto concerne l'uso dei grafici durante un dato arco temporale, vari studi hanno documentato l'esistenza di una relazione positiva tra l'andamento di una data variabile (es: vendite) ed il numero dei grafici aventi ad oggetto proprio quella variabile¹⁸¹. Uno studio del 2010 di Dilla e Janvrin¹⁸² evidenzia, però, che la relazione tra l'andamento di una variabile aziendale e la presenza dei grafici sia più complessa perché legata anche al fatto che le aziende con più alta redditività tendano a nascondere i propri utili per evitare regolamentazione e controlli pubblici¹⁸³. Da questo studio emerge, inoltre, una tendenza delle società, in taluni casi, a non modificare il numero dei grafici nonostante un aumento rilevante delle performance economico-finanziarie e questo per mantenere lo status quo. Un'altra ricerca di Bannister e Newman ha, infine, evidenziato come le imprese con risultati inferiori rispetto a quelli di settore, tendano a fornire minori dettagli e minore chiarezza nel grafico in cui comparano il valore totale azionario creato con quello di settore¹⁸⁴.

¹⁷⁵ Cfr. J. Bertomeu, R. P. Magee, *From low-quality reporting to financial crises: Politics of disclosure regulation along the economic cycle*, *Journal of Accounting and Economics*, 52(2), 2011, pp. 209-227.

¹⁷⁶ Cfr. M. Lang, R. Lundholm, *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures*, *Journal of accounting research*, 31(2), 1993, p. 269.

¹⁷⁷ Cfr. G. S. Miller, *Earnings performance and discretionary disclosure*, cit., pp. 173-204.

¹⁷⁸ Cfr. R. Kasznik, L. Baruch, *To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise*, *Accounting Review*, 1995, pp. 113-134.

¹⁷⁹ Si veda, sul punto, F. Li, *Annual report readability, current earnings, and earnings persistence*, cit., pp. 221-247.

¹⁸⁰ Cfr. J. D. Skinner, *Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*, cit., pp. 38-60.

¹⁸¹ Si tratta dei lavori di P.J. Steinbart, *The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance*, cit., pp. 60-70; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 33-68; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226; W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, *Accounting Horizons*, 2010, 24 (2), pp. 257-278.

¹⁸² Cfr. W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, *ibidem*.

¹⁸³ Più precisamente, l'obiettivo delle aziende è quello di ridurre i costi "politici", legati alla visibilità che l'azienda possiede in virtù del particolare settore in cui essa opera. I costi politici comportano un'attenzione elevata della società civile e del fisco sugli elevati utili aziendali ed un'elevata regolamentazione. Sui costi politici, si veda il lavoro di R. L. Watts, J. L. Zimmerman, *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, *The Accounting Review*, 53 (1), 1978, pp. 112-134.

¹⁸⁴ Cfr. J.W. Bannister, H.A. Newman, *Disclosure biases in proxy performance graphs: The influence of performance and compensation committee composition*, *Review of Accounting and Finance*, 5 (1), 2006, p. 32.

Vi sono, pertanto, vari studi che evidenziano delle influenze della performance aziendale sulla quantità e sulla qualità dell'informazione di bilancio. In un periodo di instabilità delle performance aziendali, come quello che va dal 2006 al 2009, l'obiettivo del presente lavoro consiste nel comprendere come sia variato l'utilizzo dei grafici nei bilanci delle maggiori società non finanziarie quotate europee.

Capitolo 2: Rassegna della letteratura sull'uso dei grafici nei bilanci ed ipotesi

1. Il ruolo dei grafici e la loro utilità nei bilanci
2. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – frequenza e contenuto dei grafici
3. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – Esperimenti sulle reazioni del lettore ai grafici nei bilanci
4. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci - Selettività
5. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci - Distorsione
 - 5.1 Concetto di distorsione e modalità di stima
 - 5.2 Evidenze empiriche sulla distorsione
6. Ipotesi basate sulle pratiche di impression management
7. Ipotesi basate sull'informazione incrementale
8. Ipotesi basate sulla teoria istituzionale
 - 8.1 Status Quo ed Isomorfismo
 - 8.2 Effetto istituzionale legato al Paese
9. Ipotesi basate sul ruolo degli analisti finanziari

2.1. Il ruolo dei grafici e la loro utilità nei bilanci

Il grafico è uno dei mezzi, assieme a mappe, diagrammi e tabelle, per rappresentare, sulla base di determinate convenzioni, dei dati¹⁸⁵. Ai grafici possono essere attribuite due funzioni: una funzione di analisi ed una comunicativa, come nel caso dei grafici inseriti nei bilanci¹⁸⁶.

I più comuni tipi di grafico sono l'istogramma, il grafico a torta, a linee, a barre¹⁸⁷. Ci sono, inoltre, quelli frutto di una combinazione tra linee e barre o tra linee ed istogrammi, i grafici ad area ed a dispersione. I grafici a linee vengono utilizzati, per lo più, per evidenziare delle tendenze-andamenti all'interno di un certo arco temporale (es: andamento del prezzo di borsa in cinque anni). I grafici a barre e gli istogrammi, invece, sono i più diffusi per il confronto di valori assoluti (es: valore assoluto delle vendite nel 2007, 2008, 2009)¹⁸⁸. Il grafico a torta è, infine, diffuso per comunicare percentuali/proporzioni riferite ad un periodo determinato ed è adatto per rappresentare le frequenze relative a variabili qualitative.

Di norma, il grafico è costituito da quattro componenti: lo sfondo, gli assi cartesiani, i valori numerici ed il modello grafico che, nell'esempio di un' istogramma, è una colonna. Con riferimento agli assi cartesiani, è auspicabile che le ascisse e le ordinate si intersechino in corrispondenza del punto zero e non di un valore positivo o negativo perché ciò potrebbe trarre in inganno un lettore che si focalizzasse solo sul grafico nella sua interezza piuttosto che sui valori numerici. Altri elementi essenziali sono il titolo, possibilmente sopra il grafico, le scale di misura che permettono al lettore il confronto dei valori ed i valori numerici associati all'asse delle ascisse ed a quello delle ordinate¹⁸⁹.

¹⁸⁵ Cfr. S.M. Kosslyn, *Understanding charts and graphs*, Applied Cognitive Psychology, 3 (3), 1989, pp. 185-226.

¹⁸⁶ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., p. 292; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 79.

¹⁸⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, p.79.

¹⁸⁸ Sul tema, si veda C. L. Fulkerson, M. K. Pitman, C. Frownfelter-Lohrke, *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, CPA Journal, 69(6), 1999, p. 30.

¹⁸⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 80, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

Il grafico viene letto con due processi mentali: percettivo e cognitivo. La percezione ricopre un ruolo importante perché il grafico viene visualizzato dal lettore dapprima prestando attenzione alle forme geometriche e, solo in seguito, ai dati contenuti. Inoltre, il focus iniziale è sul trend in aumento od in diminuzione piuttosto che su un'analisi dei dati vera e propria¹⁹⁰. Nell'interpretare un grafico, ci si focalizza anche sugli angoli e sulla pendenza delle linee/istogrammi. Ad esempio, la pendenza ideale di una linea per far comprendere al lettore una variazione di tipo proporzionale, in base ad alcuni studi, è considerata pari a 45° anche se il dibattito resta aperto¹⁹¹.

Da più di duecento anni, sono state suggerite delle tecniche e dei parametri per ottimizzare la chiarezza del grafico¹⁹². Nel 1983, Tufte ha offerto una serie di suggerimenti e tecniche su come migliorare l'efficacia di un grafico e su come creare uno standard valido di elaborazione, tenuto conto dei dati sottostanti¹⁹³. A partire dal 1999, inoltre, sono emersi dei suggerimenti sull'adozione dei grafici destinati proprio ai redattori del bilancio. Questi suggerimenti si focalizzano sul titolo del grafico, sui colori, sulle scale di misura, sui trend e sul contenuto dei dati¹⁹⁴.

L'obiettivo dei grafici nei bilanci è comunicare delle informazioni in modo rapido ed immediato, tenuto conto del fatto che il lettore abbia a disposizione un tempo limitato e si focalizzi solo su certe informazioni¹⁹⁵. I redattori del bilancio hanno, con i grafici, la possibilità di rendere immediato un dato e di evidenziare un trend in maniera più efficace ed attraente di quanto possa essere fatto attraverso il testo od una tabella¹⁹⁶. Ciò può favorire una chiara, veritiera e corretta rappresentazione dell'andamento economico finanziario e della situazione patrimoniale dell'azienda.

Entrando nello specifico, i grafici nei bilanci apportano diversi benefici. In primis, per il modo con cui sono costruiti, attraggono il lettore e semplificano la memorizzazione dei dati¹⁹⁷. In secondo luogo, i grafici sono più efficaci dei numeri nell'evidenziare informazioni economico-finanziarie, segnalando trend e percentuali anche ai lettori meno esperti¹⁹⁸. Un esperimento di DeSanctis e Jarvenpaa ha evidenziato, con riferimento a questo aspetto, che i grafici siano più efficaci dei numeri e del testo nel far capire al lettore il contenuto dei prospetti contabili¹⁹⁹. I grafici, in altri termini, facilitano la comprensibilità dell'informazione contenuta nel bilancio. Infine, i grafici sintetizzano la performance aziendale, evidenziando alcuni indicatori critici economico-finanziari come il fatturato, l'utile, il dividendo per azione ecc.²⁰⁰ Un altro vantaggio, come già osservato, è che il loro utilizzo non è regolamentato e, pertanto, i redattori possono sfruttare la discrezionalità

¹⁹⁰ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 36-37.

¹⁹¹ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, *Abacus*, 38 (2), 2002, pp. 182-184 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁹² Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Graphs in annual reports: Benefits and pitfalls*, *Management Accounting*, 71(6), 1993, pp. 38-39.

¹⁹³ Cfr. E. R. Tufte, *The visual display of quantitative information*, Cheshire, CT: Graphics Press, 1983, pp. 13-14.

¹⁹⁴ Cfr. C.L. Fulkerson, M.K. Pitman, C. Frownfelter-Lohrke, *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, cit., p. 29.

¹⁹⁵ Cfr. S.A. Bartlett, R. A. Chandler, *The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On*, cit, p. 245.

¹⁹⁶ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, cit, pp. 178-179; C.L. Fulkerson, M.K. Pitman, C. Frownfelter-Lohrke, *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, cit., p. 28.

¹⁹⁷ Cfr. G.M. Leivian, *How to communicate financial data more efficiently*, *Management Accounting (U.S.)*, July 1980, pp. 31- 34; J. R. Johnson, R. R. Rice, R. A. Roemmich, *Pictures that Lie: The Abuse of Graphs in Annual Reports*, *Management Accounting (US)*, October 1980, p. 50; C. L. Fulkerson, M. K. Pitman, C. Frownfelter-Lohrke, *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, cit., p. 28.

¹⁹⁸ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Graphs in annual reports: Benefits and Pitfalls*, cit., pp. 38-39.

¹⁹⁹ Cfr. G. DeSanctis, S. L. Jarvenpaa, *Graphical presentation of accounting data for financial forecasting: An experimental investigation*, *Accounting, Organizations and Society*, 14 (5-6), 1989, p. 522.

Un altro esperimento evidenzia, invece, come il grafico sia preferibile ad una tabella nella lettura di un dato contabile solo quando catturi l'attenzione visiva del lettore. Si veda L. R. Davis, *Report format and the decision maker's task: An experimental investigation*, *Accounting, Organizations and Society*, 14 (5), 1989, pp. 495-508.

²⁰⁰ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p.196; G. Chevalier, J. P. Roy, *Guidance on graphics: CA*, *CA Magazine*, 126 (11), 1993, p. 44.

nell'inserire le informazioni a beneficio del lettore²⁰¹. Ancora, in un contesto internazionale, i grafici mantengono la loro utilità perché non sono particolarmente soggetti alle differenze linguistiche tra Paesi e sono facilmente leggibili da un lettore non madrelingua²⁰². Non meno importante, infine, il fatto che i grafici richiamino maggiormente l'intelligenza spaziale/visiva rispetto a quella linguistica e questo facilita la "lettura" dei dati in modo immediato²⁰³. Naturalmente, il grafico dovrebbe essere inserito solo quando il beneficio supera il costo connesso all'elaborazione dell'informazione²⁰⁴.

In generale, l'utilizzo dei grafici è in linea con una visione del bilancio come strumento per rafforzare l'immagine aziendale, attraverso un insieme di informazioni economico-finanziarie e non, obbligatorie e volontarie. L'importante è che il cuore del contenuto del bilancio sia rappresentato dai prospetti contabili e che le immagini, i grafici si limitino a corredare questi prospetti²⁰⁵. La presenza dei grafici è diffusa, specialmente, nella parte descrittiva che precede i prospetti contabili e che coincide con la relazione sulla gestione (chiamata annual review quando si redige un bilancio in lingua inglese). Uno studio del 2000 ha evidenziato come questa parte del bilancio contenga informazioni rilevanti per gli investitori e per gli analisti finanziari²⁰⁶. Inoltre, a supporto dell'importanza della relazione sulla gestione, c'è il fatto che essa sia spesso localizzata, all'interno del documento chiamato "bilancio", subito prima dei prospetti contabili, certificati annualmente da società di revisione esterne²⁰⁷.

Oltre ai benefici, ci sono anche dei rischi legati all'adozione dei grafici. Un primo rischio è che i redattori dei bilanci non abbiano le competenze tali da ottimizzare il design del grafico nonché le conoscenze degli standard da rispettare nell'elaborazione dello stesso²⁰⁸. Spesso, ad esempio, i grafici sono stati inseriti seguendo più l'intuito che gli standard e le tecniche esistenti per la loro elaborazione²⁰⁹. Così, la funzione comunicativa dei grafici si riduce²¹⁰. Un altro rischio è dovuto ad un'eccessiva diffusione dei grafici, che potrebbe sviare il lettore dal comprendere al meglio i dati di sintesi contenuti nei prospetti contabili certificati dai revisori²¹¹. Ancora, c'è il rischio di elaborare dei grafici su informazioni poco rilevanti ed utili²¹². Tra i principali errori, potenzialmente dolosi, nel disegnare o presentare un grafico, si segnalano anche l'uso di scale numeriche poco comparabili, l'assenza dei valori numerici associati alla singola colonna/barra od altro grafico, l'assenza di leggende esplicative, la scarsa leggibilità dei numeri, l'inversione di un trend, inserendo da sinistra verso destra un orizzonte che va dall'ultimo al primo anno e non viceversa²¹³. Ad

²⁰¹ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 74.

²⁰² Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 197.

²⁰³ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 72 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁰⁴ Cfr. J.K. Courtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, *Journal of Business Communication*, 34 (3), 1997, p. 273.

²⁰⁵ Si veda S. McKinstry, *Designing the annual reports of Burton plc from 1930 to 1994*, cit., p. 110.

²⁰⁶ Cfr. M. Smith, R. J. Taffler, *The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13 (5), 2000, pp.624 – 647. Lo studio ha evidenziato che il contenuto della lettera del presidente del consiglio di amministrazione (Chairman), lettera con cui spesso si apre la relazione sulla gestione, sia notevolmente correlata con il successivo fallimento della società. Il contenuto della lettera, pertanto, sarebbe potenzialmente rilevante come fonte di informazioni prospettiche e non solo storiche sull'andamento aziendale.

²⁰⁷ Si veda, a conferma di ciò, V. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 215.

²⁰⁸ Cfr. J.K. Courtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, cit., pp. 270-272.

²⁰⁹ Cfr. Chevalier, J. P. Roy, *Guidance on graphics: CA*, cit., p. 44.

²¹⁰ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, cit., p. 179.

²¹¹ Cfr. S. McKinstry, *Designing the annual reports of Burton plc from 1930 to 1994*, *Accounting, Organizations and Society*, 21(1), 1996, p. 110.

²¹² Cfr. J.K. Courtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, cit., p. 274.

²¹³ Cfr. G. Chevalier, J.P. Roy, *Guidance on graphics: CA*, cit, p. 45; C.L. Fulkerson, M.K. Pitman, C. Frownfelter-Lohrke, *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, cit., p. 31-32; C. E. Werts,

esempio, da alcuni studi precedenti è emerso l'uso frequente di una serie di tecniche atte a distogliere l'attenzione del lettore oppure a modificarne la percezione, come l'uso di pendenze diverse rispetto a quelle ottimali, di grafici poco leggibili, l'assenza di griglie, l'esistenza di più scale di misura o l'uso di scale poco comparabili²¹⁴.

La tabella seguente sintetizza i benefici ed i rischi connessi all'utilizzo dei grafici nei bilanci.

Tabella 2.1 – Benefici e rischi nell'uso dei grafici nei bilanci

Benefici uso dei grafici nei bilanci	Rischi ed errori uso dei grafici nei bilanci
Accattivanti nella forma	Abuso di grafici rispetto al bisogno di informazioni
Comunicano informazioni in maniera rapida e sintetica	Piena discrezionalità nella loro elaborazione
Ideali per evidenziare trend di variabili economico-finanziarie	Scale numeriche poco comparabili e chiare
Piena discrezionalità nella loro elaborazione	Assenza di valori numerici, di legende esplicative e di titoli
Non richiedono conoscenze linguistiche specifiche	Colori, forme o distorsioni che rendono il grafico poco chiaro e corretto

Fonte: Nostra rielaborazione dei concetti contenuti nell'articolo di :V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110.

In assenza di opportunismo, si ha semplicemente un'informazione rappresentata in maniera poco chiara e veritiera. Il vero problema si ha quando il grafico svolge la funzione di selezionare e/o nascondere talune informazioni con l'obiettivo di dare una rappresentazione distorta della realtà aziendale. In altri termini, i grafici nei bilanci possono non solo distogliere l'attenzione del lettore da altre informazioni chiave, ma anche dare un'immagine non corretta e veritiera dell'azienda e delle principali variabili economico-finanziarie. In questo modo, i grafici sono potenzialmente utili al redattore del bilancio ma dannosi per il lettore²¹⁵.

Più in generale, i grafici possono essere uno dei tanti mezzi che i manager possiedono, nell'ambito della comunicazione finanziaria, per creare una migliore immagine dell'azienda, sfruttando i margini di discrezionalità a disposizione²¹⁶. Si scrive, come già illustrato nel primo capitolo, di impression management attraverso i grafici.

Before-and-after magic: Creating effective graphs for data presentation, Graphics reveal data. Information Outlook, 8(3), 2004, p. 21-22.

²¹⁴ Cfr. J. R. Johnson, R. R. Rice, R. A. Roemmich, *Pictures that Lie: The Abuse of Graphs in Annual Reports*, cit., p. 52; J.K. Curtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, cit., p. 282; Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 55-57; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., pp. 64-65.

²¹⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 76.

²¹⁶ I seguenti studi richiamano il concetto di selettività fuorviante nella comunicazione finanziaria ma non trattano dell'utilizzo dei grafici: W.G. Lewellen, T. Park, B.T. Ro, *Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions*, Journal of Accounting and Economics, 21 (2), 1996, p. 250; A.M. Preston, C. Wright, J.J. Young, *Imag[in]ing annual reports*, Accounting, Organizations and Society, 21 (1), 1996, p. 134. Con riferimento all'impression management attraverso i grafici, si veda il seguente lavoro: V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110.

2.2. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – frequenza e contenuto dei grafici²¹⁷

Negli ultimi decenni i bilanci si sono arricchiti, come scritto, di presentazioni dell'attività aziendale attraverso descrizioni, tabelle, immagini e grafici²¹⁸. La diffusione di questi strumenti di comunicazione è avvenuta nonostante non vi sia alcun obbligo di inserimento da parte dei redattori del bilancio e nonostante le società corrano il rischio di danneggiare il proprio vantaggio competitivo nel mercato, trasferendo informazioni sensibili ed utili ai concorrenti²¹⁹.

Ampia dottrina ha evidenziato una frequente presenza di grafici nei bilanci. La maggior parte delle ricerche si concentra sulla realtà statunitense ed europea, con alcune eccezioni²²⁰.

Steinbart, con dati sulle società statunitensi del 1986, ha evidenziato che il 79% di esse utilizzi almeno un grafico nel bilancio²²¹. I successivi studi²²² sull'uso dei grafici nei bilanci, fino al 2001, hanno confermato una tendenza di circa l'80% delle società ad inserire almeno un grafico e di circa il 60% ad inserire almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari²²³. Un'altra ricerca, con dati del 2003-2004 sul Regno Unito, ha evidenziato come il 99% delle società britanniche inserisca almeno un grafico nel bilancio e che, rispetto agli anni precedenti, ci sia stato un incremento dei grafici²²⁴. Infine, uno studio del 2009 su 52 società italiane quotate ha mostrato che l'85% di esse usi almeno un grafico²²⁵.

²¹⁷ Nella tabella App.2.1, inserita in appendice, sono contenuti i principali studi sull'uso dei grafici.

²¹⁸ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, Journal of Accounting Literature, Vol. 27, 2008, p. 71.

²¹⁹ Questo rischio è una manifestazione dei "costi della proprietà", che sorgono quando le società comunicano determinate informazioni, utilizzate dai concorrenti per costruire la propria strategia e prevalere sul mercato. Si veda, sul tema, R. E. Verrecchia, *Discretionary Disclosure*, Journal of Accounting and Economics, 1983, cit., pp. 179-194. Gray affermava che un'attitudine alla segretezza contabile, coerente con una scarsa propensione al rischio, derivasse dalla volontà di non diffondere informazioni ai concorrenti e di evitare i conflitti. Cfr. S.J. Gray, *Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally*, Abacus, 24 (1), 1988, p. 11.

²²⁰ Si veda, ad esempio, con riferimento a degli studi sulle società asiatiche ed australiane, J.K. Courtis, *Corporate annual report graphical communication in Hong Kong: Effective or misleading?*, cit., pp. 269-284; P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 56-63.

²²¹ Cfr. P.J. Steinbart, *The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance*, cit., p. 60.

²²² A seguito dello studio di Steinbart, gli studi esemplificativi sui grafici nei bilanci sono i seguenti: V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., pp. 291-303; Canadian Institute of Chartered Accountants, *Using Ratios and Graphics in Financial Reporting*, CICA, 1993; P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 56-63; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., p. 43; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 46-75; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 206; G. Cassar, *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, Accounting Research Journal, 14(2), 2001, pp. 135-136; C. Frownfelter-Lohrke, C. L. Fulkerson, *The incidence and quality of graphics in annual reports: An international comparison*, Journal of Business Communication, 38(3), 2001, pp. 337-358.

²²³ Per considerare un indicatore come critico si tiene conto, in un primo studio, della sua frequenza nei grafici dei bilanci. In base a questo, i quattro indicatori critici economico-finanziari scelti furono: fatturato, reddito, utile per azione e dividendo per azione. Lo studio in questione è il seguente: V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., pp. 291-303. I successivi studi hanno continuato ad utilizzare questi indicatori e solo due studi successivi hanno aggiunto, come ulteriori indicatori critici economico-finanziari, il rendimento del capitale investito (ROCE) ed il cash flow. Questi due studi sono quelli di V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., pp. 195-222.

²²⁴ Si veda, in proposito, V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 203. Nonostante questa tendenza generale di crescita nell'uso dei grafici, si sono registrati anche dei cali nell'utilizzo dei grafici. Ad esempio, uno studio di Beattie e Jones del 2000 ha evidenziato, in Gran Bretagna, un calo nelle frequenze di utilizzo dei grafici dall'80% del 1988 al 69% del 1992 connesso con

In Hong Kong, invece, è emerso che le società quotate utilizzino i grafici in misura minore (circa il 40%)²²⁶. Altri studi, infine, hanno fatto emergere un uso dei grafici anche da parte delle società no-profit e delle organizzazioni benefiche in percentuale prossima al 75%²²⁷. Ci sono, poi, degli studi condotti sull'utilizzo dei grafici in documenti differenti rispetto al bilancio. Ad esempio, Mather ed altri colleghi hanno trovato che il 28% dei prospetti informativi relativi all'offerta pubblica iniziale di vendita delle azioni contengano grafici²²⁸. Cho, Michelin e Patten hanno analizzato, invece, 77 bilanci di sostenibilità delle maggiori società quotate negli USA mostrando che l'88% utilizzi dei grafici mentre Jones ha studiato 63 bilanci di sostenibilità di società Britanniche, l'85% delle quali inserisce almeno un grafico²²⁹.

Con riferimento al contenuto del grafico, gran parte degli studi si sono concentrati sulla rappresentazione degli indicatori critici economico-finanziari²³⁰. Per considerare un indicatore come critico, si è considerata la sua frequenza nei grafici all'interno di un determinato campione di società. Più nello specifico, vari studi di Beattie e Jones sui grafici hanno considerato come indicatori critici economico-finanziari quelli più frequenti o quelli presenti in almeno il 25% delle società del campione²³¹. In uno studio del 1992 sul Regno Unito, i due autori hanno rilevato che i grafici economico-finanziari più utilizzati fossero quelli sulle vendite, sul reddito, sul dividendo per azione e sull'utile per azione²³². Sempre Beattie e Jones, confrontando l'uso dei grafici in sei Paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Australia, Olanda e Francia), hanno evidenziato delle differenze negli indicatori critici rappresentati. Più precisamente, la variabile "vendite" è frequente in tutti i Paesi, la variabile "reddito" in tutti ad eccezione della Germania, la variabile "cash flow" è un indicatore critico in Olanda ed in Francia ed, infine, il rendimento sul capitale investito (ROCE) è critico negli Stati Uniti²³³.

Vi sono, dunque, delle differenze tra i Paesi e questa è una delle ragioni per cui, in questo studio, si compara l'uso dei grafici in più Paesi europei. In Italia, ad esempio, è emersa una diffusione dei grafici sul trend del prezzo di borsa, a testimonianza di una propensione ad incrementare la trasparenza a vantaggio del mercato anche nel nostro Paese²³⁴. I grafici nei prospetti informativi relativi all'offerta pubblica iniziale di vendita delle azioni si riferiscono, invece, in primis, a variabili associate al settore di riferimento per l'impresa ed alla quota di mercato²³⁵.

Accanto ad indicatori economico-finanziari, i grafici hanno ad oggetto variabili non economico-finanziarie inerenti, ad esempio, i dipendenti, la produzione, le statistiche macroeconomiche, la responsabilità sociale. La frequenza dei grafici non economico-finanziari è testimoniata da alcuni

l'andamento delle performance aziendali. Si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226.

²²⁵ Cfr. G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 449.

²²⁶ Cfr. J.K. Courtis, *Corporate annual report graphical communication in Hong Kong: Effective or misleading?*, cit., p. 275.

²²⁷ Con riferimento all'Australia, si veda P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 59 mentre, con dati sulla Gran Bretagna, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *An empirical study of graphical format choices in charity annual reports*, *Financial Accountability and Management*, 10(3), 1994, p. 226.

²²⁸ Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 13 (1), 2000, p. 75.

²²⁹ Cfr. C.H. Cho, G. Michelin, D.M. Patten, *Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs*, *Accounting and the Public Interest*, 2012, 12 (1), p. 26; M.J. Jones, *The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting*, *Accounting Forum*, 35 (2), 2011, p. 80.

²³⁰ Per una rassegna della letteratura sugli studi con focus su tali indicatori si vedano V. A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp.71-110; J.M. Penrose, *Annual report graphic use: a review of the literature*, *Journal of Business Communication*, 45 (2), 2008, pp. 158-180.

²³¹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 85.

²³² Si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, op. cit., p. 295.

²³³ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 195-222.

²³⁴ Si veda G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 451.

²³⁵ Si veda P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, cit., p. 74.

lavori. Ad esempio, uno studio di Beattie e Jones su sei Paesi, datato 2001, ha evidenziato che il 39% dei grafici nei bilanci siano su indicatori non economico-finanziari mentre, in un altro studio con dati del 2004, gli stessi due autori hanno riportato, in Regno Unito, un'incidenza di grafici non economico finanziari pari al 22,5% sul totale²³⁶. In Italia, Ianniello con dati del 2005 riporta un'incidenza del 37,4% di questi tipi di grafici²³⁷. Anche nei bilanci di sostenibilità emergerebbe un'alta diffusione di grafici socio-ambientali, coerentemente con gli argomenti trattati in questi documenti. Una ricerca di Jones del 2011 ha evidenziato, infatti, che in Regno Unito l'82% dei grafici nei bilanci di sostenibilità abbiano ad oggetto aspetti socio-ambientali ed a risultati analoghi giungono Cho, Patten e Michelon, considerando sei Paesi: Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania, Italia e Spagna²³⁸.

2.3. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – Esperimenti sulle reazioni del lettore ai grafici

Le ricerche sull'uso dei grafici in bilancio hanno trattato di come i redattori inseriscano i grafici in generale ed al variare delle performance aziendali, ma poche di queste hanno verificato se il lettore di bilancio sia influenzato dall'uso dei grafici.

Tra i pochi studi che si focalizzano sulle reazioni del lettore, c'è stata la ricerca di Taylor e Andersen, del 1986. L'obiettivo degli autori è stato quello di comprendere se dei dipendenti di una banca, nell'interpretare un grafico, fossero o meno influenzati da tecniche di design/presentazione dello steso, come la presenza di assi cartesiani che non si intersecano nel punto zero, l'uso di molteplici scale di misura, l'ordine temporale seguito nel rappresentare le informazioni. Taylor e Andersen hanno evidenziato che le percezioni del lettore fossero differenti in base alle tecniche utilizzate ma non hanno fornito alcun test statistico a supporto di questa loro evidenza empirica²³⁹.

Un altro esperimento è stato condotto da Beattie e Jones nel 2002. L'obiettivo era comprendere le reazioni dei lettori dei grafici (nel loro studio, si trattava di studenti iscritti al secondo anno di Economia) al variare della pendenza del grafico, tenuto conto che la pendenza "ottimale" per massimizzare la capacità di un lettore di comprendere una variazione in aumento dei dati sia di 45 gradi²⁴⁰. In questo studio, i due autori mostrano che le percezioni dei lettori sulla performance siano influenzate dalla pendenza del grafico e che i grafici di 240 società britanniche quotate abbiano una pendenza spesso differente rispetto a quella ottimale²⁴¹.

Sempre nel 2002, Beattie e Jones hanno condotto un esperimento per comprendere quale livello minimo di distorsione dei grafici influenzi i lettori²⁴². Dall'esperimento, è emerso che i lettori siano tratti in inganno, in maniera rilevante, solo da una distorsione del grafico superiore al 10% e che i lettori meno esperti in materia economico-finanziaria siano più facilmente "ingannati" da grafici distorti²⁴³.

²³⁶ Si vedano V. A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 208-209 e V. A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 39; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 452.

²³⁷ Cfr. G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 452.

²³⁸ Si veda M.J. Jones, *The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting*, ibidem; C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 3 (1), 2012, pp.74 – 88.

²³⁹ Cfr. B.G. Taylor, L.K. Anderson, *Misleading graphs: guidelines for the accountant*, cit., pp. 126-135.

²⁴⁰ Sulla pendenza "ottimale di un grafico, si veda il contributo di W. S. Cleveland, R. McGill, *Graphical Perception: The Visual Decoding of Quantitative Information on Graphical Displays of Data*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 150 (3), 1987.

²⁴¹ Lo studio di Beattie e Jones è il seguente: V. A. Beattie, M.J. Jones, *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, cit., pp.177-199.

²⁴² Anche in questo esperimento, i lettori sono rappresentati da studenti iscritti al secondo anno di Economia

²⁴³ Lo studio in questione è il seguente: V.A. Beattie, M.J. Jones, *Measurement distortion of graphs in corporate reports: An experimental study*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 2002, pp. 546-564.

Nel 2009, infine, una ricerca di Muño e Trombetta ha evidenziato che la distorsione dei grafici possa ridurre il costo-opportunità previsto del capitale, misurato tenuto conto delle previsioni degli analisti, mentre non influisca sul costo opportunità finale del capitale, misurato sulla base del tasso di rendimento azionario. Questa diversa influenza dei grafici distorti sul costo opportunità del capitale implicherebbe, secondo i due autori, che la distorsione dei grafici influenzi i soggetti umani nel breve termine ma che, nel tempo, questa influenza venga meno dato che il mercato è in grado di apportare dei meccanismi di correzione e di comprendere i “veri” dati riportati nel bilancio²⁴⁴.

2.4. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci - Selettività

L’evidenza empirica ha evidenziato come le aziende siano solite essere selettive nell’uso dei grafici in quanto tendono ad inserire i grafici ed a scegliere le variabili da rappresentare graficamente con l’obiettivo di dare un’immagine favorevole della loro performance. La selettività nell’uso dei grafici sembrerebbe, inoltre, aumentare al crescere di politiche di bilancio “favorevoli” per la società²⁴⁵.

La figura successiva contiene un esempio di selettività. L’azienda ha usato i grafici, nella pagina “highlights” con una sintesi dei principali risultati, nel 2007-2008 mentre li ha eliminati, nella stessa sezione del bilancio, nel 2008-2009.

Figura 2.1.: Un esempio di selettività nell’uso dei grafici

Bilancio (annual report) 2007-2008



Bilancio (annual report) 2008-2009



Dalla figura 2.1 emerge, considerando la stessa parte del bilancio (pagina con la sintesi dei principali risultati), il venir meno dei grafici dal 2008 al 2009. La struttura grafica del bilancio si presenta, pertanto, poco comparabile nel tempo.

Fonte: Yell Group Plc. Annual report 2007-2008, pagina 1; Annual report 2008-2009, pagina 1.

Sull’uso selettivo dei grafici, ad esempio, Steinbart, in una ricerca del 1989, ha evidenziato che il 74% delle società statunitensi inserisca grafici su vendite, redditi e dividendi nell’anno in cui il reddito netto è aumentato mentre solo il 53% di esse lo faccia nell’anno in cui il reddito netto si è ridotto²⁴⁶. Anche un altro studio di Beattie e Jones del 1992, già citato, ha fatto emergere, in Regno

²⁴⁴ Si vedano F. Muño, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., pp. 83-102.

²⁴⁵ Cfr. J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, cit., p. 120.

²⁴⁶ Si veda P. J. Steinbart, *The Auditor’s Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance*, cit., p. 63.

Unito, un'associazione positiva tra la presenza dei grafici e le performance aziendali²⁴⁷. Più precisamente, tra le società presenti nel campione il cui utile per azione è cresciuto rispetto all'anno precedente, il 73% ha incluso almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari²⁴⁸ mentre, tra le società il cui utile per azione è diminuito rispetto all'anno precedente, solo il 41% lo ha fatto. La ricerca si è concentrata, inoltre, sull'associazione tra la presenza di un grafico su un certo indicatore critico economico-finanziario ed il trend annuale di questo indicatore ed è emersa un'associazione positiva, con l'eccezione della variabile "vendite"²⁴⁹.

Un'altra ricerca condotta dai medesimi due autori nel 2000 ha mostrato una tendenza delle società ad utilizzare un maggior numero di grafici su indicatori critici economico-finanziari al crescere della performance a livello aggregato e viceversa²⁵⁰. L'associazione tra livello aggregato dell'indicatore e numero dei grafici su quell'indicatore ha riguardato, però, solo due dei quattro indicatori critici economico-finanziari: il reddito pre-imposte e l'utile per azione, mentre non ha riguardato le vendite ed il dividendo per azione. Gli stessi autori hanno evidenziato, inoltre, un'associazione positiva tra la decisione di inserire od eliminare un grafico su un indicatore critico economico-finanziario da un anno ad un altro ed il trend in aumento od in diminuzione della performance complessiva²⁵¹.

Cassar si è focalizzato, invece, sui grafici sulla performance di borsa delle aziende australiane evidenziando una relazione positiva tra la presenza dei grafici sul prezzo di borsa e la performance azionaria ed anche una comparazione tra la performance borsistica del settore e quella dell'azienda generalmente favorevole a quest'ultima con l'obiettivo di enfatizzare un migliore risultato rispetto al mercato od al settore²⁵². Lo studio di Cassar ha evidenziato, inoltre, che la selettività nei grafici inseriti volontariamente in Australia sia maggiore rispetto a quella evidenziata in un altro studio sui grafici sulla performance borsistica richiesti obbligatoriamente dalla SEC alle aziende statunitensi, a conferma del fatto che i manager approfittino della maggiore discrezionalità concessa²⁵³.

Sempre Beattie e Jones, insieme a Dhanani, comparando l'utilizzo dei grafici nei bilanci dell'anno 1989 con quello nei bilanci del 2003-2004, hanno evidenziato selettività nell'inserimento dei grafici ma in misura ridotta al 1989²⁵⁴.

Anche un altro studio condotto da Mather, Ramsay e Steen in Australia ha evidenziato selettività nel ricorso ai grafici, dato che le società con un trend dell'utile positivo tendono ad inserire più grafici sugli indicatori critici economico-finanziari rispetto a quelle con un trend del profitto negativo. Lo studio è stato condotto con focus non sui bilanci ma sui prospetti informativi relativi all'offerta pubblica iniziale di vendita delle azioni. I tre autori hanno, inoltre, evidenziato una riduzione della selettività dopo il 1991, anno di modifica di una legge (Corporations Law) che ha introdotto, con riferimento a questi prospetti informativi, maggiori sanzioni in presenza di informazioni false e/o distorte²⁵⁵. La selettività sembrerebbe diffusa anche nei bilanci di

²⁴⁷ Lo studio è quello di V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., pp. 291-303.

²⁴⁸ In questo studio, come già scritto, gli indicatori critici economico-finanziari sono la variabile vendite, il reddito, l'utile per azione ed il dividendo per azione.

²⁴⁹ In questo studio, il confronto veniva fatto anche tra la presenza del grafico su un certo indicatore critico economico-finanziario ed il trend di quest' indicatore in cinque anni ed emergeva un'associazione positiva, ma meno significativa.

²⁵⁰ Lo studio in questione è il seguente: V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., 220. Gli indicatori critici economico-finanziari su cui si fa riferimento per la scelta dei grafici sono le vendite, il reddito pre imposte, l'utile per azione ed il dividendo per azione.

²⁵¹ Si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., 222.

²⁵² Cfr. G. Cassar, *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, cit., pp. 135-136.

²⁵³ Ibidem, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁵⁴ Il confronto con il 1989 è stato fatto considerando i tradizionali indicatori critici economico-finanziari: reddito, fatturato, utile per azione e dividendo per azione. Lo studio in questione è quello di V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., pp. 181-222.

²⁵⁵ Si veda P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, op.cit., p. 71.

sostenibilità, dato che la presenza di grafici con trend favorevoli è maggiore rispetto a quella con trend sfavorevoli²⁵⁶.

In conclusione, l'evidenza empirica è a favore della selettività anche se, negli ultimi anni, la tendenza a variare il contenuto ed il numero dei grafici sembra essersi ridotta²⁵⁷.

2.5. Rassegna della letteratura sui grafici nei bilanci – Distorsione

2.5.1. Concetto di distorsione e modalità di stima

Il principio fondamentale nel creare un grafico è che le misure rappresentate siano proporzionali e corrispondenti ai sottostanti valori numerici²⁵⁸. Qualora questo principio non sia rispettato, si scrive di distorsione nella misurazione (“measurement distortion”)²⁵⁹. La distorsione è, di norma, causata dalla dimensione grafica differente rispetto ai valori numerici rappresentati, pur in presenza di un grafico corretto secondo i principali standard. Potrebbe, però, essere dovuta anche al fatto che ascisse ed ordinate non convergano nel punto 0, come correttamente dovrebbe accadere, alla presenza di scale non aritmetiche e/o con intervalli numerici non continui²⁶⁰. Per calcolare questa distorsione, si era soliti utilizzare un indice, proposto da Taylor ed Andersen e corrispondente ad una variazione di quello elaborato da Tufte²⁶¹. L'indice di distorsione del grafico, (in inglese GDI)²⁶², è dato dalla differenza percentuale tra la variazione dell'altezza delle righe/colonne del grafico e la variazione dei dati numerici.

In base ai livelli dell'indice GDI, la distorsione di un grafico viene considerata rilevante o non rilevante. Tradizionalmente, per la separazione tra una distorsione rilevante e non, si considerava un indice GDI del +/- 5%²⁶³. Così, solo i grafici con indici di discrepanza superiori al 5% davano luogo ad una distorsione rilevante. Con un recente esperimento, Beattie e Jones hanno evidenziato, però, che il lettore di un grafico sia influenzato solo da grafici distorti con un indice GDI superiore al 10% e suggeriscono di considerare questo livello come soglia minima²⁶⁴.

Il limite di tale indice di distorsione è che esso assume valori assoluti elevati, in presenza di lievi differenze tra il primo anno e gli anni seguenti oppure in presenza di valori molto piccoli nel primo anno rispetto a quelli seguenti²⁶⁵. Inoltre, l'indice, per come costruito, assume valori indefiniti

²⁵⁶ Cfr. C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp.74 – 88.

²⁵⁷ Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, op.cit., p. 71; V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., pp. 181-222.

²⁵⁸ Cfr. Tufte, E. R., *The visual display of quantitative information*, cit., p. 56.

²⁵⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, op. cit., p. 293.

²⁶⁰ Cfr. J. R. Johnson, R. R. Rice, R. A. Roemmich, *Pictures that Lie: The Abuse of Graphs in Annual Reports*, cit., p. 52 e ss.

²⁶¹ Si veda, con riferimento al primo indice, E. R. Tufte, *The visual display of quantitative information*, cit., p. 57 e, con riferimento alla variazione di questo indice, B.G. Taylor, L.K. Anderson, *Misleading graphs: guidelines for the accountant*, *Journal of Accountancy*, 1986, pp. 126-35.

²⁶² GDI è l'acronimo di Graph Discrepancy Index, indice di discrepanza del grafico.

²⁶³ Cfr. E. R. Tufte, *The visual display of quantitative information*, cit.; V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, op. cit., p. 298; J.K. Courtis, *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, cit., p. 278; P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, op.cit., p. 79.

²⁶⁴ L'esperimento in questione è il seguente: V.A. Beattie, M.J. Jones, *Measurement distortion of graphs in corporate reports: An experimental study*, cit., p. 561.

Anche Steinbart, invece, considerava come soglia minima per una distorsione rilevante quella del +100% con riferimento alla sovrastima o sottostima di un trend in aumento e quella del +30% con riferimento alla sottostima di un trend in diminuzione. Tuttavia, a mio avviso, mancava un criterio oggettivo per giustificare questa scelta. Cfr. P. J. Steinbart, *The Auditor's Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance*, cit., p. 66.

²⁶⁵ Alcuni autori escludono alcuni casi limite ai fini dell'analisi. Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., p. 64.

quando non vi sono variazioni nei dati ed assume sempre il valore del -100% quando la variazione in cm rappresentata graficamente è pari a 0, a prescindere dalla variazione nei dati. Tenuto conto di tali limiti, è stata costruita una variante a tale indice, l'indice di discrepanza relativo (RGD)²⁶⁶. Esso è pari alla differenza percentuale tra l'altezza dell'ultima colonna di un istogramma (in cm) del grafico "distorto" e quella dello stesso istogramma, qualora lo stesso grafico fosse corretto.

I parametri utilizzati per il calcolo di questo indice sono i seguenti:

d1 = misura del primo anno (dato effettivo);

d2 = misura dell'ultimo anno (dato effettivo);

g1 = altezza della prima colonna (grafico);

g2 = altezza dell'ultima colonna (grafico);

g3 = altezza corretta dell'ultima colonna (grafico) pari a:

$$g3 = g1 * d2 / d1$$

La formula finale dell'indice di discrepanza relativo è la seguente:

$$RGD = \frac{(g2 - g3)}{g3}$$

Ad esempio, si consideri la figura successiva, in cui il grafico sulla sinistra è distorto. Si ha che:

$$d1 = 9060$$

$$d2 = 16280$$

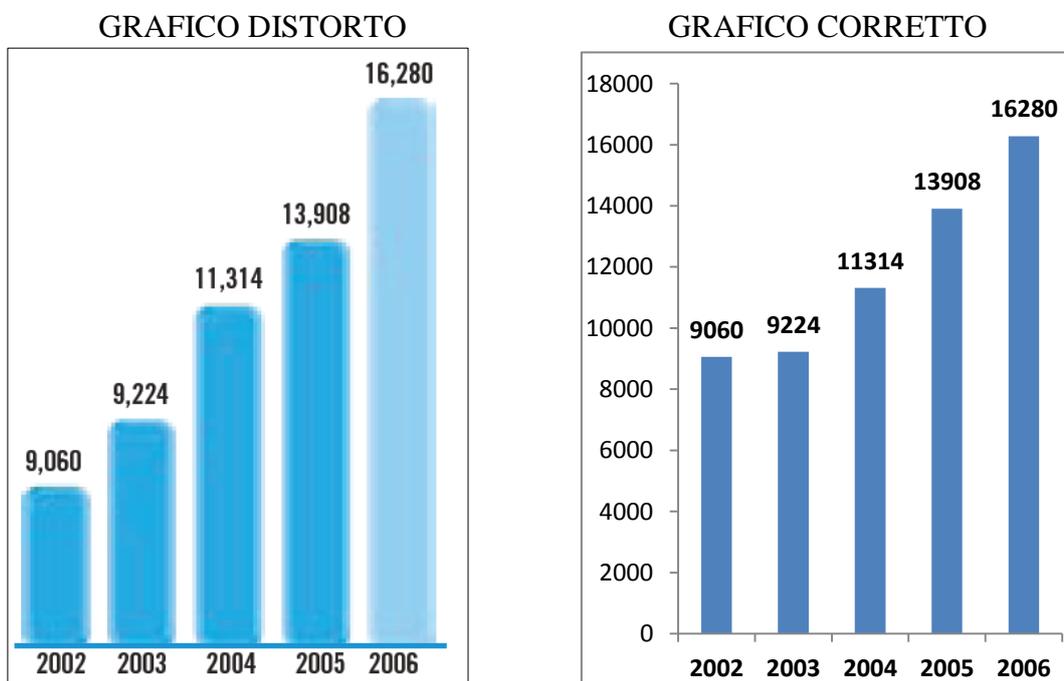
$$g1 = 1,4 \text{ cm}$$

$$g2 = 4,8 \text{ cm}$$

$$g3 = 1,4 * 16280 / 9060 = 2,52 \text{ cm}$$

L'indice relativo sarà pari a $[(4,8 - 2,52) / 2,52] \%$ ossia pari a +90,80%.

Figura 2.2: Un esempio di grafico distorto e della modalità di misurazione della distorsione attraverso l'indice di discrepanza relativo (RGD).



Il grafico sulla sinistra è il grafico distorto, tratto da un bilancio di un'azienda del campione. Il grafico sulla destra è lo stesso grafico, perché rappresenta lo stesso trend, ma riprodotto, da chi scrive, correttamente, seguendo i corretti standard di design.

²⁶⁶ RGD è l'acronimo di Relative Discrepancy Index, indice di discrepanza relativo. L'indice è stato proposto da P. Mather, D. Mather e Ramsay. Si veda: D. Mather, P. Mather, A. Ramsay, *An investigation into the measurement of graph distortion in financial reports*, Accounting and Business Research, 35 (2), 2005, pp.147-159.

Dalle due figure, si evince che il grafico a sinistra, quello “distorto”, sovrastima il trend in aumento, rappresentando una variazione in aumento più ampia di quella effettiva. In particolare modo, il grafico distorto rende più marcata la divergenza tra il primo (2002) e l’ultimo anno rappresentato (2006).

Fonte: Annual Report 2006 di Bouygues S.A., pagina 9.

L’indice di discrepanza relativo assume valori pari a 0 quando il grafico rappresenta correttamente il trend. Assume, invece, valori maggiori di 0 in presenza di una distorsione favorevole e valori minori di 0 in presenza di una distorsione sfavorevole. La distorsione favorevole può essere conseguenza di una sovrastima di un trend in aumento o di una sottostima di un trend in diminuzione. La distorsione sfavorevole, invece, è espressa da una sottostima di un trend in aumento o da una sovrastima di un trend in diminuzione.

Secondo gli autori che hanno proposto l’indice relativo, esso risulterebbe meno volatile rispetto a quello tradizionale in quanto distorsioni simili visivamente darebbero sempre luogo a valori simili dell’indice. Inoltre, l’indice di discrepanza relativo supera i limiti descritti sopra dell’indice GDI, limiti derivanti dalla presenza di valori indefiniti o di valori eccessivamente alti, in presenza di lievi differenze²⁶⁷.

2.5.2. Evidenze empiriche sulla distorsione

Vari studi hanno evidenziato che i grafici utilizzati nei bilanci siano distorti, con determinati obiettivi²⁶⁸. La distorsione di un grafico potrebbe essere dovuta ad errori od incapacità del redattore oppure ad una volontà di enfatizzare o nascondere taluni trend. Alcuni studi si sono focalizzati proprio sull’associazione esistente tra la distorsione dei grafici ed il trend della performance d’impresa. Secondo le teorie dell’impression management, la distorsione dei grafici favorevole per l’impresa prevarrebbe rispetto a quella sfavorevole²⁶⁹.

Steinbart è stato il primo ad evidenziare la presenza di distorsione che, tuttavia, dava più spesso un’impressione sfavorevole rispetto ad una favorevole e, pertanto, non poteva essere spiegata come pratica tesa a dare un’impressione favorevole della realtà aziendale²⁷⁰.

Altri studi, però, in seguito, hanno evidenziato come la distorsione sembrerebbe proprio finalizzata a migliorare l’impressione del lettore sulla performance societaria. Ad esempio, Beattie e Jones, in una ricerca del 1992, hanno evidenziato che il 30% dei grafici sia significativamente distorto, con un valore medio dell’indice di distorsione pari, all’incirca, al +10%, e che la distorsione miri a sovrastimare più che a sottostimare un trend in aumento²⁷¹. A risultati simili sono giunti gli stessi

²⁶⁷ Cfr. D. Mather, P. Mather, A. Ramsay, *ibidem*. In questa ricerca, gli autori hanno riscontrato che l’utilizzo del tradizionale indice di discrepanza (GDI) avrebbe dato origine a 18 casi anomali su 128 grafici distorti.

²⁶⁸ Mentre gli studi iniziali utilizzavano, come misura di distorsione, l’indice GDI, gli studi più recenti utilizzano l’indice di discrepanza relativa RGD, proposto, come scritto, da Mather ed altri autori. Cfr. E. R. Tufte, *The visual display of quantitative information*, cit., p. 57 ; B.G. Taylor, L.K. Anderson, *Misleading graphs: guidelines for the accountant*, cit., pp. 126-35; D. Mather, P. Mather, A. Ramsay, *An investigation into the measurement of graph distortion in financial reports*, cit., pp.147-159; F. Muino, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., p. 86; C. H. Cho, G. Michelin, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp.85-86.

²⁶⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 84.

²⁷⁰ Cfr. P. J. Steinbart, *The Auditor’s Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance*, cit., p. 69. La distorsione superiore al 10% riguardava il 26% dei grafici. Steinbart suggeriva, inoltre, criteri costanti per separare, nella classificazione, una distorsione rilevante rispetto ad una poco rilevante, con lo scopo di facilitare anche il ruolo del revisore nel giudicare l’attendibilità dei grafici.

²⁷¹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, op. cit., pp. 291-303. Nello studio del 1992, Beattie e Jones considerano i grafici il cui indice di distorsione è superiore al 5% distorti in maniera rilevante, mentre i grafici il cui indice di distorsione è inferiore al 5% distorti in maniera non rilevante.

due autori, comparando le pratiche di Stati Uniti e Regno Unito²⁷² ed in un altro studio con focus sulla realtà australiana²⁷³.

Inoltre, Mather, Ramsay e Serry, in uno studio sui bilanci di aziende australiane con fine di lucro e no profit, hanno evidenziato, con riferimento alle società con fine di lucro, una distorsione nel 30% dei grafici e, con riferimento agli enti no profit, nel 51%²⁷⁴.

Infine, Mather, Ramsay e Steen, con focus sui comunicati IPO di società australiane, hanno evidenziato che la distorsione dei grafici non riguarda solo gli indicatori critici economico-finanziari “tradizionali”²⁷⁵ ma, ancora di più, altre variabili, come ad esempio le attività, i fondi, i costi, i prezzi di mercato²⁷⁶. Dunque, la strategia della società di dare un’impressione favorevole attraverso la distorsione dei grafici sembrerebbe riguardare anche tematiche non strettamente attinenti il reddito e le vendite. Rispetto ai bilanci, inoltre, questi comunicati contenevano una maggiore frequenza di grafici distorti.

La distorsione dei grafici dei bilanci sembrerebbe essere più accentuata nei Paesi più orientati al mercato, come gli Stati Uniti, rispetto a quelli dell’Europa continentale, come la Germania²⁷⁷. La distorsione, inoltre, sembrerebbe mirare a dare un’immagine favorevole dell’impresa anche per quanto concerne gli aspetti socio-ambientali²⁷⁸.

2.6. Ipotesi basate sulle pratiche di impression management.

Come evidenziato nei precedenti paragrafi, le pratiche di impression management possono essere condotte secondo tre modalità²⁷⁹:

- a) con la selezione del numero, del contenuto e della posizione in bilancio dei grafici con l’obiettivo di dare una più chiara e completa rappresentazione della realtà solo quando questa si presenti più favorevole (selettività), facilitando una favorevole impressione dell’azienda²⁸⁰.
- b) Con la rappresentazione distorta nel grafico dei “veri dati”

²⁷² Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 51-53. Lo studio evidenziava una presenza di distorsione nel 24% dei grafici, sia in Gran Bretagna che negli Stati Uniti, ed una tendenza a sovrastimare un trend in aumento più che uno in diminuzione.

²⁷³ Il lavoro, che tratta dell’uso dei grafici da parte delle prime 100 società australiane, è il seguente: V. A. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 59-61. In questo studio, la distorsione era considerata rilevante se i valori dell’indice GDI fossero superiori al 5% mentre i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari su cui si calcolava la distorsione erano quelli su vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione. Lo studio mostrava una distorsione dei grafici ancora più frequente, dato che il 34% dei grafici critici presentava una distorsione rilevante ed il cui valore aumentava all’aumentare della performance societaria.

²⁷⁴ Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., pp. 56-63. Lo studio evidenziava, inoltre, una relazione tra la distorsione complessiva dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari e la performance, espressa proprio dall’indicatore rappresentato graficamente, ma solo quando la performance veniva calcolata durante tutto il periodo cui il grafico si riferiva. Ad esempio, se la prima colonna dell’istogramma si riferiva al valore delle vendite nel 1980 e l’ultima colonna al valore delle vendite nel 1991, la performance veniva calcolata con riferimento al periodo 1980-1991.

²⁷⁵ Si tratta, come già osservato, di: vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione.

²⁷⁶ Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, op.cit., pp. 65-83. In contrasto con precedenti studi, questa ricerca evidenziava anche una distorsione sfavorevole maggiore rispetto a quella favorevole, con riferimento ai soli grafici sugli indicatori critici economico-finanziari “tradizionali”.

²⁷⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83. La distorsione negli Stati Uniti sembrerebbe anche essere maggiore di quella in Gran Bretagna. Si veda C. Frownfelter-Lohrke, C. L. Fulkerson, *The incidence and quality of graphics in annual reports: An international comparison*, cit., pp. 352-353.

²⁷⁸ Cfr. C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp.85-86.

²⁷⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 73.

²⁸⁰ Cfr. M.J. Jones, *The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting*, cit, p. 76.

c) Con la modifica di colori, sfondi ed assi cartesiani con l'obiettivo di rendere i dati più "apprezzabili" da parte del lettore²⁸¹.

La prima modalità, selettività, prevede che le aziende modifichino il numero, la posizione in bilancio ed il contenuto dei grafici in base al livello delle performance.

Gli studi precedenti si sono focalizzati sull'uso selettivo dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari per dare un'impressione favorevole al lettore della realtà aziendale²⁸².

Durante la crisi finanziaria, ci si attende delle scelte coerenti con l'impression management affinché il lettore del bilancio colga in misura minore il calo delle performance.

Alla luce della teorie dell'impression management, ipotizzo che:

1.a L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata.

1.b L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata.

1.c. Le aziende utilizzano, in misura maggiore da un anno ad un altro, i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari quando la performance complessiva aumenta e, viceversa, li riducono quando la performance complessiva si riduce.

L'ipotesi 1.c è legata, a differenza delle prime due, alla decisione di modificare il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari al variare della performance.

La seconda modalità, distorsione, prevede che la distorsione "favorevole", con la sovrastima di un trend in aumento o la sottostima di un trend in diminuzione, prevalga su quella sfavorevole in maniera sistematica e, pertanto, non casuale, con l'obiettivo di enfatizzare un risultato aziendale positivo o, viceversa, sottostimarne uno avverso. Vi sono, come scritto, diversi studi che confermano la presenza di grafici distorti, spiegabili attraverso comportamenti di impression management²⁸³. Con riferimento alla distorsione dei grafici, ci si aspetta che le aziende sovrastimino un trend in aumento e, specialmente durante la crisi, sottostimino un trend in diminuzione, in entrambi i casi con l'obiettivo di dare un'immagine favorevole della propria dinamica economico-finanziaria.

Ipotizzo che:

1.d La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole.

Dato che i lettori sembrano dedicare un tempo limitato alla lettura del bilancio²⁸⁴, anche la posizione del grafico all'interno del documento- bilancio potrebbe essere importante per catturare o meno l'attenzione del lettore. Così, alla luce delle teorie sull'impression management, ci si attende che le aziende abbiano localizzato i grafici in maniera strategica per catturare l'attenzione del lettore, in misura maggiore in presenza di performance elevate. Questo potrebbe essere fatto, ad esempio, inserendo i grafici all'inizio del bilancio, nella sezione chiamata "highlights" o, comunque, in una sezione con la sintesi dei principali risultati²⁸⁵.

Alla luce delle teorie sull'impression management, ipotizzo che:

²⁸¹ Il presente lavoro si focalizza sulle prime due modalità di impression management (selettività e distorsione) mentre non si focalizza sulla terza perché l'obiettivo è quello di analizzare l'uso e la distorsione dei grafici in relazione all'andamento della performance aziendale durante la recente crisi economico-finanziaria.

²⁸² Per una rassegna della letteratura sugli studi con focus su tali indicatori, come già evidenziato, si vedano V. A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp.71-110; J.M. Penrose, *Annual report graphic use: a review of the literature*, Journal of Business Communication, 45 (2), 2008, pp. 158-180.

²⁸³ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 87.

²⁸⁴ Cfr. C. Squiers, *The corporate year in pictures*. In: R. Bolton (Ed.), *The Contest of Meaning: Critical Histories of Photography*. United States: Massachusetts Institute of Technology, 1989.

²⁸⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 202.

1.e. I grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanziari tendono ad essere localizzati in posizione strategica, quando la performance complessiva è più elevata.

Durante la crisi finanziaria, ci si attende che le pratiche di impression management, volte ad enfatizzare eventuali performance positive ed a nascondere i risultati negativi, siano cresciute. Un recente lavoro di Keusch ed altri autori²⁸⁶, con focus sul contenuto della lettera agli azionisti da parte dell'amministratore delegato, ha evidenziato come, nel 2008, le società europee abbiano, nonostante il calo della performance, inserito un ammontare di notizie positive simile al 2006. Il lavoro ha evidenziato, inoltre, che i manager abbiano utilizzato, in misura crescente durante la crisi finanziaria, un linguaggio volto ad enfatizzare o a difendere la propria posizione ed abbiano attribuito a fattori esterni più che a fattori interni le conseguenze dei risultati aziendali²⁸⁷.

Ci si aspetta, inoltre, la sostituzione dei grafici sugli indicatori economico-finanziari, critici e non, con altri grafici riguardanti altri aspetti non economico-finanziari, come la sostenibilità ambientale ed il personale²⁸⁸. Un effetto sostitutivo di questo tipo mira a collocare l'attenzione del lettore su altri aspetti della gestione d'impresa meno influenzati dal calo delle performance. Recenti lavori hanno evidenziato un'ampia diffusione dei grafici sugli aspetti socio-ambientali²⁸⁹ e ci si aspetta che questa diffusione sia finalizzata, durante la crisi, anche a nascondere taluni risultati economico-finanziari.

Alla luce di queste considerazioni, ipotizzo che:

1.f L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.

1.g L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.

1.h La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura crescente durante la crisi finanziaria.

1.i La proporzione di grafici sugli indicatori totali economico-finanziari è maggiore nel periodo pre-crisi rispetto al periodo durante la crisi.

2.7. Ipotesi basate sull'informazione incrementale

Il bilancio delle maggiori società quotate dovrebbe essere redatto da gruppi di lavoro esperti, con l'ausilio di consulenti di comunicazione²⁹⁰. L'attenzione esterna verso queste società è elevata, anche a causa dei settori in cui operano, e, pertanto, le pratiche di impression management potrebbero essere assenti²⁹¹. Ad esempio, Mather ed altri autori hanno evidenziato un uso dei grafici selettivo solo da parte delle aziende più piccole, ma non di quelle più grandi²⁹². Anche Ianniello, in uno

²⁸⁶ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, and H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., pp. 623-648.

²⁸⁷ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, and H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., p. 644.

²⁸⁸ Cfr. M. K. Muheki, K. Lueg, R. Lueg, C. Schmaltz, *How business reporting changed during the financial crisis: a comparative case study of two large US banks*, cit., p. 192.

²⁸⁹ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 208-209 e V. A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 39; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 452.

²⁹⁰ Cfr. V. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 218.

²⁹¹ Cfr. W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., p. 258.

²⁹² Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 62.

studio sulle società quotate italiane, ha evidenziato l'assenza di selettività significativa²⁹³. Infine, Beattie e Jones hanno trovato che l'uso dei grafici di due indicatori critici economico-finanziari (vendite e dividendo per azione) non sembrerebbe essere associato, in linea generale, né al trend della performance complessiva né a quello della performance specifica²⁹⁴.

Poiché il fine dei bilanci è quello di rappresentare in maniera comparabile la situazione economico-finanziaria della società²⁹⁵, allora ci si attenderebbe proprio un'assenza di selettività. In altri termini, se il bilancio svolgesse la sua funzione di strumento di informazione neutrale, l'uso dei grafici non avverrebbe con l'obiettivo di enfatizzare la performance e di nascondere i risultati negativi ma, piuttosto, per rappresentare, in maniera sintetica e chiara, il trend dei principali risultati aziendali. Se così fosse, i grafici ridurrebbero l'asimmetria informativa esistente tra soggetti interni e soggetti esterni, insieme alle altre informazioni aggiuntive contenute in bilancio²⁹⁶.

Qualora i redattori del bilancio non fossero considerati come "opportunisti", l'aumento dei grafici verrebbe giustificato da una volontà dei redattori di arricchire le informazioni di bilancio, con l'obiettivo di facilitare la comprensione dei principali risultati anche ai lettori meno esperti²⁹⁷. Si scrive di informazione di bilancio "incrementale" che, tra le altre cose, potrebbe migliorare la reputazione aziendale, anche descrivendo risultati negativi²⁹⁸, e dare luogo ad una riduzione del costo del capitale, qualora facilitasse agli azionisti-investitori la comprensione del rischio economico aziendale²⁹⁹.

In quest'ottica, la distorsione dei grafici, se presente, sarebbe dovuta ad una scarsa preparazione dei redattori del bilancio oppure a degli errori, ma verrebbe meno la prevalenza sistematica di distorsione favorevole all'azienda³⁰⁰. Un investitore razionale, in aggiunta, potrebbe valutare negativamente la distorsione dei grafici. Steinbart ha evidenziato la presenza di distorsione, ma non spiegabile sulla base delle pratiche di impression management, dato che la distorsione con un effetto sfavorevole per l'azienda prevaleva su quella favorevole³⁰¹. Anche Godfrey ed altri autori hanno evidenziato l'assenza di un legame tra la distorsione dei grafici ed il trend della performance³⁰².

In assenza di pratiche di impression management e tenuto conto che la mole di informazione grafica volontaria data dalle società quotate sia nel tempo aumentata³⁰³, ipotizzo che:

2.a. *L'uso dei grafici è maggiore negli anni.*

2.b. *L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore negli anni.*

L'aumento dei grafici emergerebbe nonostante la crisi finanziaria e nonostante, quindi, il calo della performance, con l'obiettivo di fornire un quadro ancora più chiaro del trend delle principali variabili aziendali e di ridurre l'incertezza degli stakeholder sulle dinamiche aziendali.

²⁹³ Cfr. G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 458.

²⁹⁴ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., p. 225.

²⁹⁵ Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, cit., paragrafi 39-42.

²⁹⁶ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 121.

²⁹⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 72 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁹⁸ Cfr. J. D. Skinner, *Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*, cit., p. 39.

²⁹⁹ Cfr. Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 95; F. Muino, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., p. 86.

³⁰⁰ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 123.

³⁰¹ Cfr. P.J. Steinbart, *The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance*, cit., p. 70.

³⁰² J. Godfrey, P. Mather, A. Ramsay, *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, cit., p. 115.

³⁰³ Cfr. V. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., pp. 181-222.

2.8. Ipotesi basate sulla teoria istituzionale

2.8.1. Status Quo ed Isomorfismo

L'isomorfismo esprime la tendenza delle organizzazioni ad uniformare i propri comportamenti alle norme comuni dell'ambiente in cui operano³⁰⁴. Norme e strutture portano le società ad agire come un "unicum", con una strategia comune per raggiungere una conformità con le richieste delle istituzioni, ed a creare dei processi simbolici di "routine"³⁰⁵. L'isomorfismo, ad esempio, è emerso nei codici etici delle società statunitensi, che possono essere descritti come documenti simbolici per ripristinare il consenso piuttosto che come documenti utili a ridurre dei comportamenti poco "etici" dei manager aziendali³⁰⁶. Il grafico può essere, in un'ottica di isomorfismo, il risultato di un processo di imitazione delle società percepite come "leader" nella comunicazione³⁰⁷. Si scrive, con riferimento a quest'ultimo aspetto, di isomorfismo mimetico³⁰⁸.

Accanto all'isomorfismo mimetico, che si riferisce all'imitazione delle scelte di altre organizzazioni, vi può essere lo status quo, che esprime la tendenza di individui ed organizzazioni a replicare le scelte passate³⁰⁹. Samuelson e Zeckhauser hanno fornito una serie di esempi pratici in cui le scelte delle organizzazioni sono influenzate dalla volontà di replicare quanto fatto in precedenza³¹⁰. Lo status quo è emerso, ad esempio, analizzando il contenuto dei bilanci ambientali i quali, al pari dei grafici, costituiscono in gran parte delle informazioni volontarie³¹¹. Dilla e Janvrin hanno evidenziato che le società che, in precedenza, non abbiano utilizzato grafici sugli indicatori critici economico-finanziari continuano a non farlo pur in presenza di incrementi rilevanti degli stessi indicatori e ciò potrebbe essere interpretato, a parere di chi scrive, con la volontà di mantenere lo status quo³¹².

³⁰⁴ Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, American Sociological Review, 48, 1983, p. 149. Il pensiero di questi autori è in linea con la teoria neoistituzionalista, secondo cui più le organizzazioni operano in un ambiente caratterizzato da incertezza tecnologica e strategica, più tendono all'isomorfismo.

³⁰⁵ Le società quotate sono definibili come un network di organizzazioni i cui comportamenti mirano a raggiungere una conformità con le richieste delle istituzioni. Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *Introduction*, in Di Maggio P. J., Powell W. W., (Eds.), *The new institutionalism in organizational analysis* Chicago, IL: The University of Chicago Press, 1991, pp. 1-38.

³⁰⁶ Cfr. L. Holder-Webb, J. Cohen, *The cut and paste society: Isomorphism in codes of ethics*, Journal of business ethics, 107(4), 2012, p. 486.

³⁰⁷ Cfr. Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, cit., p. 151; H. A. Haveman, *Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets*, Administrative science quarterly, 1993, pp. 593-627.

³⁰⁸ Secondo Di Maggio e Powell, i processi di isomorfismo possono distinguersi in tre modalità: isomorfismo coercitivo, derivante da pressioni esterne (es: vincoli di legge, clausole contrattuali con imprese più potenti) che obbligano un'organizzazione ad uniformarsi; isomorfismo mimetico, che esprime dei processi di imitazione di altre organizzazioni dello stesso settore per fronteggiare situazioni di incertezza; isomorfismo normativo, in cui la scelta di conformarsi a un modello dipende dalla consapevolezza della superiorità del modello stesso. Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, cit., pp. 150-154. L'uso dei grafici basato su quanto fatto dalle altre organizzazioni rientrerebbe nell'isomorfismo mimetico, volto a fronteggiare situazioni di incertezza, a loro volta derivanti dall'assenza di parametri da rispettare nell'inserimento dei grafici.

³⁰⁹ Sull'importanza dello status quo nei processi decisionali, si vedano gli esperimenti condotti da: W. Samuelson, R. Zeckhauser, *Status quo bias in decision making*, cit., pp. 7-59.

³¹⁰ Cfr. W. Samuelson, R. Zeckhauser, *Status quo bias in decision making*, ibidem.

³¹¹ Cfr. D. Cormier, M. Magnan, B. Van Velthoven, *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, cit., p. 30. Un altro articolo evidenzia che le società statunitensi tendano a replicare le scelte passate per quanto concerne la comunicazione di informazioni sulle emissioni di CO2. Si veda E. Stanny, *Voluntary disclosures of emissions by US firms*, Business Strategy and the Environment, 22(3), 2013, p. 145.

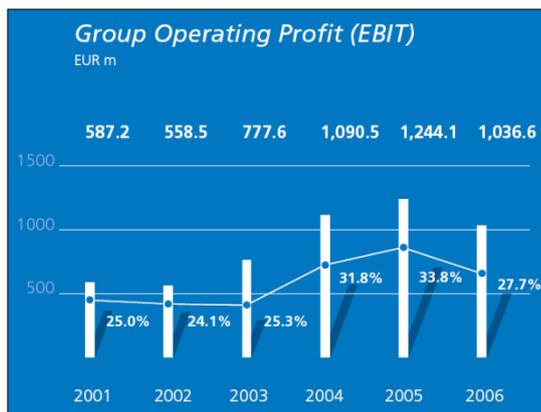
³¹² Gli autori interpretano quest'assenza di cambiamento come effetto dei costi politici che le grandi società subiscono ma un'interpretazione alternativa potrebbe essere quella dello status quo. Cfr. W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., p. 274.

Le grandi società quotate potrebbero, dunque, mantenere lo status quo nell'uso dei grafici nei bilanci, anche per rendere i propri comportamenti conformi alle aspettative degli stakeholder esterni, che richiedono che i bilanci siano sempre più comparabili in un'ottica di *true and fair view*. L'utilizzo variabile dei grafici nel tempo ridurrebbe, infatti, la comparabilità dei bilanci e, soprattutto, della relazione sulla gestione.

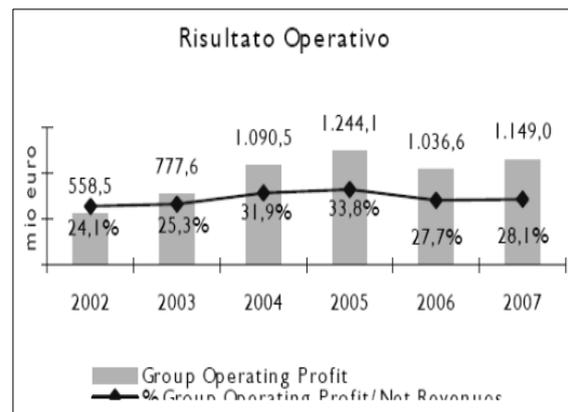
L'esempio seguente evidenzia come l'utilizzo dei grafici possa essere costante nel tempo. La società inserisce un grafico sul reddito pre-imposte in ogni bilancio dal 2006 al 2009.

Figura 2.3. Un esempio di status quo nell'uso dei grafici sul reddito pre-imposte

Bilancio (annual report) 2006



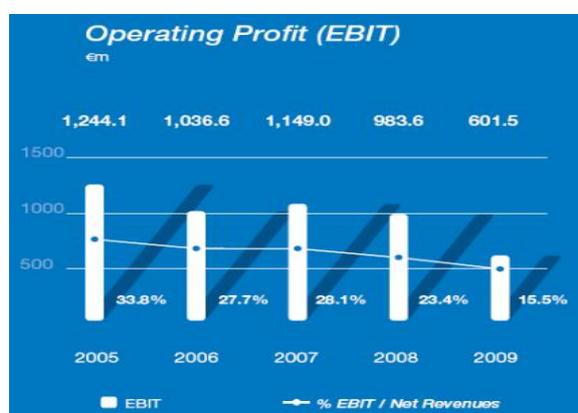
Bilancio (annual report) 2007



Bilancio (annual report) 2008



Bilancio (annual report) 2009



I quattro grafici rappresentati si riferiscono, tutti, al trend del risultato operativo (EBIT). In tutti e quattro gli anni, si evince che la società utilizza il grafico sul reddito operativo e che modifichi, eventualmente, lo stile e gli anni rappresentati graficamente.

Fonte: Annual report Mediaset S.p.A. 2006 (pag. 13); 2007 (pag. 7); 2008 (pag. 2); 2009 (pag. 2).

Lo "status quo", da un lato, dovrebbe crescere nelle società di grandi dimensioni, dato che tali società sviluppano un sistema di reporting più formale, complesso e, pertanto, difficile da modificare³¹³. Viceversa, ci si aspetta che le società più grandi siano maggiormente propense al cambiamento e, quindi, meno allo status quo³¹⁴. Di conseguenza, non ci si attende un aumento proporzionale dello status quo al crescere della dimensione.

³¹³ Cfr. P. L. McClelland, X. Liang, and V.L. Barker, *CEO commitment to the status quo: Replication and extension using content analysis*, Journal of Management, 36(5), 2010, p. 1256.

³¹⁴ S. Wu, E. Levitas, R. L. Priem, *CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism*, Academy of Management Journal, 48, 2005, pp. 859-873.

In conclusione, l'isomorfismo potrebbero spiegare l'uso dei grafici nel momento in cui emerga un'omogeneità nel numero e nel contenuto dei grafici in società diverse. Lo status quo potrebbe emergere nel momento in cui le società riproducano graficamente le stesse variabili inserite negli anni precedenti³¹⁵. In linea con l'isomorfismo e lo status quo, i grafici possono essere oggi visti come una "routine" o un simbolo universalmente accettato per sintetizzare un trend in maniera efficace³¹⁶. Ancora, la funzione dei grafici nei bilanci potrebbe essere "cerimoniale", finalizzata a dare al documento-bilancio un design moderno ed accattivante³¹⁷.

Alla luce di queste considerazioni, ipotizzo che:

3.a L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente;

3.b. L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla società "leader" di mercato per quell'azienda.

La tendenza a mantenere lo "status quo" esistente potrebbe essere ancora più forte durante la crisi finanziaria, un periodo in cui le società di grandi dimensioni sono state oggetto di pubblico scrutinio, alla luce del calo delle performance. La pressione esterna, infatti, può avere spinto ulteriormente le società a convergere nella comunicazione volontaria, grazie anche al ricorso di consulenti di comunicazione, onde evitare incertezza e confusione dei lettori dei bilanci. Una riduzione nella comparabilità dei bilanci, soprattutto se coerente con un comportamento poco etico, sarebbe, infatti, ancora meno accettata durante la crisi finanziaria³¹⁸. Ipotizzo, pertanto, che la tendenza all'isomorfismo ed allo status quo aumenti durante la crisi finanziaria:

3.c L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente, in misura maggiore durante la crisi finanziaria;

3.d. L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla società "leader" di mercato per quell'azienda, in misura maggiore durante la crisi finanziaria.

2.8.2. Effetto istituzionale legato al Paese

Lo studio, come scritto, si focalizza su quattro Paesi: Regno Unito, Francia, Germania ed Italia. Questi Paesi sono stati classificati da Nobes all'interno di due sistemi contabili distinti³¹⁹. Da un lato, il Regno Unito fa parte dei Paesi con un sistema contabile "micro", caratterizzato da mercati finanziari sviluppati con un numero cospicuo di piccoli azionisti-investitori che non partecipano direttamente alla gestione della società³²⁰. Dall'altro Francia, Germania ed Italia rientrano nel sistema "macro", tipico dell'Europa continentale e meridionale, caratterizzato da un sistema contabile influenzato più dagli organi legislativi che da quelli professionali, da un mercato finanziario meno sviluppato e da una maggiore presenza dello Stato e delle banche nel management

³¹⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 96.

³¹⁶ Cormier ed altri autori ipotizzano che il contenuto dei bilanci ambientali rifletta dei processi di imitazione di altre società e di routine, in quanto si replicano le scelte effettuate in anni precedenti. Cfr. D. Cormier, M. Magnan, B. Van Velthoven, *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, *European Accounting Review*, 14(1), 2005, pp. 12-14.

³¹⁷ Cfr. B. Ashforth, B. Gibbs, *The double-edged sword of organizational legitimation*, cit., p. 181.

³¹⁸ Cfr. Linsley P. M., Slack R. E., *Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank*, cit., p. 286.

³¹⁹ Quando Nobes parla di sistema contabile, si riferisce ad un insieme di regole e pratiche contabili che emergono attraverso il bilancio. Cfr. C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, cit., p. 164.

³²⁰ C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, p. 167; Cfr. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ownership around the world*, *The Journal of Finance*, 54(2), 1999, p. 492.

delle società quotate³²¹. La classificazione di Nobes, però, potrebbe non valere nel presente lavoro, dato che le società quotate europee adottano i principi contabili internazionali IFRS e dato che si tratta di grandi società, spesso operanti in più mercati³²². Alcune società, ad esempio, pur non avendo sede legale in Regno Unito, sono quotate anche a Londra o New York, mercati finanziari chiaramente di natura angloamericana. Uno studio recente di Nobes ha evidenziato, però, come, nonostante le società quotate europee adottino i principi contabili internazionali IFRS, la classificazione tra Paesi con un sistema contabile “micro” anglo-Americano ed i Paesi con un sistema “macro” sia sempre valida. Questo evidenzerebbe che l’uso dei principi contabili internazionali non abbia eliminato le tradizioni contabili nazionali³²³.

La differente struttura proprietaria tra, da un lato, un Paese “micro” come il Regno Unito e, dall’altro, dei Paesi non angloamericani (Francia, Germania ed Italia)³²⁴ potrebbe incidere sul contenuto dei bilanci. Infatti, la presenza di un azionariato frazionato in Regno Unito aumenta l’asimmetria informativa tra redattori del bilancio ed azionisti, i quali hanno un accesso minore alle informazioni. Di conseguenza, in questo contesto, in assenza di altre informazioni raccolte in via informale, gli azionisti si baserebbero maggiormente sul bilancio per porre in atto le loro scelte d’investimento³²⁵. Ci si aspetta, in altri termini, che tanto più l’azionariato sia frazionato, quanto più il bilancio divenga uno strumento pubblico a disposizione degli azionisti per conoscere la dinamica economico-finanziaria dell’azienda³²⁶.

Viceversa, in Paesi “macro” come la Francia, Germania e l’Italia, dove la struttura proprietaria è caratterizzata dalla presenza di azionisti che detengono quote rilevanti, gli azionisti hanno un accesso diretto alle informazioni ed il bilancio è solo uno dei canali utilizzati per ottenere le informazioni³²⁷. L’azionista di riferimento³²⁸, inoltre, nomina e controlla i manager-redattori del bilancio ed ha a disposizione dei canali di informazione informali, al di là del bilancio annuale, per conoscere l’andamento dell’azienda³²⁹. Così, il bisogno di un bilancio arricchito di grafici, tabelle e descrizioni del business aziendale dovrebbe, potenzialmente, ridursi al crescere della concentrazione della struttura proprietaria.

³²¹ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 166 dove ulteriori riferimenti bibliografici. Nobes distingueva tra “micro” e “macro” sistemi contabili. Il sistema “Micro” si riferiva, per lo più, ai Paesi ad influenza angloamericana mentre quello “macro” ai Paesi dell’Europa Continentale e Meridionale. Cfr. C.W. Nobes, *A judgmental international classification of financial reporting practices*, cit., pp. 1-19; C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, cit., pp. 166-167.

³²² Cfr. C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, cit., p. 165.

³²³ Cfr. C. Nobes, *IFRS practices and the persistence of accounting system classification*, cit., p. 280.

³²⁴ Cfr. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ownership around the world*, cit., pp. 471-517.

³²⁵ Cfr. T.S. Doupnik, S.B. Salter, *An empirical test of a judgmental international classification of financial reporting practices*, *Journal of International Business Studies*, 24 (1), 1993, p. 56; C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, cit., p. 167.

³²⁶ Cfr. R. Barniv, M. J. Myring, W. B. Thomas, *The Association between the Legal and Financial Reporting Environments and Forecast Performance of Individual Analysts*, *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 2005, p. 752.

³²⁷ Cfr. R. Barniv, M. J. Myring, W. B. Thomas, *The Association between the Legal and Financial Reporting Environments and Forecast Performance of Individual Analysts*, cit., p. 730.

³²⁸ Un’azionista di riferimento è definibile come azionista in grado, in virtù della quota azionaria detenuta, di esercitare un controllo rilevante sul management societario. Si veda P. Onida, *Economia d’azienda*, cit.; E. Abrahamson, C. Park, *Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective*, *Academy of management journal*, 1994, p. 1311 dove ulteriori riferimenti bibliografici; A. Zattoni, *Aspetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano, 2006.

³²⁹ Cfr. Nobes C., Roberts A., *Towards a unifying model of systems of law, corporate financing, accounting and corporate governance*, *Australian Accounting Review*, 10(20), 2000, p. 31; R. Gamerschlag, K. Möller, F. Verbeeten, *Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany*, *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 2011, p. 238.

Uno studio empirico di Eng e Mak ha evidenziato, a conferma di quanto scritto, una relazione negativa tra la presenza di azionisti dominanti e la disclosure volontaria³³⁰. Alla luce di queste considerazioni, ci si attende che il bisogno di informazioni attraverso il bilancio sia maggiore in un sistema “micro”, come quello del Regno Unito, rispetto ad un sistema “macro”:

3.e. L'uso dei grafici è maggiore nel sistema “micro” rispetto al sistema “macro”.

Con riferimento al contenuto dei grafici, vari lavori hanno evidenziato che società di Paesi diversi utilizzino grafici di differente contenuto³³¹. Beattie e Jones hanno evidenziato che le società appartenenti al sistema “micro” angloamericano tendano ad inserire maggiori grafici sugli indicatori critici economico-finanziari mentre le società tedesche e francesi, ad esempio, includano maggiori grafici sui dipendenti³³². Questo differente uso potrebbe essere spiegato, come già scritto, tenuto conto che le società angloamericane siano maggiormente orientate al mercato e che i bilanci mirino a soddisfare, in primis, le attese conoscitive degli investitori³³³. Questi, a differenza di altri stakeholder come i lavoratori, le banche e la pubblica amministrazione, sono maggiormente interessati a conoscere l'andamento economico-finanziario della società nel breve termine, per decidere in che modo variare le loro scelte di investimento, e meno interessati alle prospettive di crescita nel medio lungo termine³³⁴. Inoltre, nelle società angloamericane, l'asimmetria informativa esistente tra azionariato e management è maggiore e, pertanto, cresce il bisogno di informazioni strettamente economico-finanziarie³³⁵. Ancora, il livello di protezione per gli investitori è maggiore nei Paesi angloamericani³³⁶ e questa maggiore protezione può tradursi in una più completa comunicazione economico-finanziaria grafica. In conclusione, le società britanniche dovrebbero maggiormente inserire grafici economico finanziari e, più in generale, grafici su argomenti che interessano gli investitori. Viceversa, i grafici in Paesi “macro”, come l'Italia, Francia e Germania, Paesi orientati agli stakeholder più che agli shareholder-investitori³³⁷, dovrebbero maggiormente comunicare gli aspetti non economico-finanziari della gestione³³⁸.

Ipotizzo che:

3.f. L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nel sistema “micro” rispetto al sistema “macro”.

³³⁰ Cfr. L. L. Eng, Y.T. Mak, *Corporate governance and voluntary disclosure*, Journal of accounting and public policy, 22(4), 2003, p. 330.

³³¹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 57; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 217; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 452.

³³² V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 216.

³³³ Si veda, sul punto, C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, p. 178; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 201.

³³⁴ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 166 dove ulteriori riferimenti bibliografici; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 218.

³³⁵ Cfr. A. Melis, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, 1999, p. 55.

³³⁶ Cfr. R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate valuation*, Journal of Finance, 57, 2002, pp. 1147–1170.

³³⁷ Cfr. R. Simnett, A. Vanstraelen, W.F. Chua, *Assurance on sustainability reports: An international comparison*, The Accounting Review, 84(3), 2009, pp. 937-967.

³³⁸ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 202. Il maggiore orientamento agli stakeholder, a dire il vero, non implica necessariamente maggiore informazione non economico-finanziaria. Infatti le imprese francesi, italiane ed tedesche sono anche quelle con l'azionariato più concentrato e questa caratteristica fa sì che esse subiscano meno i conflitti tra i vari stakeholder e, pertanto, necessitino di comunicare in misura minore. Si veda, in proposito, quanto scritto da: R. Gamerschlag, K. Möller, F. Verbeeten, *Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany*, cit., p. 238.

Merkel-Davies ed altri autori sostengono che le pratiche di impression management differiscono in base all'importanza dell'informazione contabile esterna percepita dai manager e, pertanto, ci si attende che queste pratiche possano differire nei quattro Paesi analizzati³³⁹. Dato che le tecniche di impression management sono per lo più destinate a manipolare, con riferimento ai grafici economico-finanziari, le scelte degli investitori che leggono il bilancio, ci si attende che in un Paese "micro", come il Regno Unito, dove gli investitori hanno un peso maggiore, l'impression management compiuto attraverso la selettività e la distorsione dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore³⁴⁰. Tale evidenza si avrebbe anche a causa del fatto che, in assenza di azionisti che controllano il management-redattore del bilancio, potrebbe essere più facile e meno rischioso per i redattori porre in atto tali pratiche³⁴¹.

Tenuto conto del maggiore orientamento al mercato e del tipo di azionariato, si ipotizza che selettività e distorsione con riferimento ai grafici sugli indicatori critici economico-finanziari siano maggiori nelle aziende britanniche rispetto a quelle del sistema "macro", mentre non vi è motivo per ritenere che vi siano differenze significative tra aziende francesi, italiane e tedesche.

3.g L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro";

3.h L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro";

3.i La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro".

Dall'altro canto, il Regno Unito, appartenente al sistema "micro", è quello in cui il mercato finanziario è maggiormente sviluppato³⁴², in cui offerta e domanda di informazioni economico-finanziarie sono elevate ed in cui le previsioni degli analisti finanziari tendono ad essere più accurate³⁴³. Inoltre, il Regno Unito vede la frequente presenza degli investitori istituzionali, che dispongono di competenze maggiori per comprendere la dinamica economico-finanziaria dell'impresa e, pertanto, verrebbero meno ingannati da pratiche di impression management. In altri termini, al crescere degli investitori istituzionali, il management sarebbe meno propenso al ricorso opportunistico dei grafici perché il rischio di non successo di questa strategia comunicativa sarebbe più alto. Inoltre, gli investitori istituzionali potrebbero decidere di disinvestire in presenza di tali pratiche di impression management e, qualora la quota di azioni fosse rilevante, il rischio sarebbe rappresentato da un calo cospicuo nel valore di mercato³⁴⁴.

Un recente studio di Cho ed altri autori ha evidenziato come l'uso selettivo dei grafici volto a dare un'immagine favorevole dell'azienda nei bilanci di sostenibilità fosse maggiore in Paesi meno

³³⁹ Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, S. J. McLeay, *Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 24(3), 2011, pp. 315-344.

³⁴⁰ Si veda, sul punto, quanto scritto da V. A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 166.

³⁴¹ Cfr. E. Abrahamson, C. Park, *Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective*, cit., p. 1311; W.G. Lewellen, T. Park, B.T. Ro, *Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions*, cit., pp. 249-250.

³⁴² A. Melis, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, op.cit., pp. 50-55 ove ulteriori riferimenti bibliografici; C. Leuz, D. Nanda, P. D. Wysocki, *Earnings management and investor protection: an international comparison*, Journal of Financial Economics, 69(3), 2003, pp. 505-527.

³⁴³ R. Barniv, M. J. Myring, W. B. Thomas, *The Association between the Legal and Financial Reporting Environments and Forecast Performance of Individual Analysts*, cit., p. 731.

³⁴⁴ Cfr. M. A. Ferreira, P. Matos, *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, Journal of Financial Economics, 88(3), 2008, p. 524; Cfr. E. Abrahamson, C. Park, *Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective*, cit., p. 1312.

orientati al mercato come Francia, Italia, Spagna e Germania rispetto a Paesi “micro” come il Regno Unito e gli Stati Uniti³⁴⁵.

Alla luce delle teorie dell'impression management:

3.l L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura minore nel sistema “micro” rispetto al sistema “macro”;

3.m L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura minore nel sistema “micro” rispetto al sistema “macro”;

3.n La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura minore nel sistema “micro” rispetto al sistema “macro”.

2.9. Ipotesi basate sul ruolo degli analisti finanziari

Con riferimento agli analisti finanziari, essi effettuano delle previsioni sulla performance futura della società e suggeriscono agli investitori se comprare, mantenere o vendere le azioni³⁴⁶. Le loro previsioni dipendono anche dal volume di informazioni che l'impresa eroga e, pertanto, al crescere degli analisti, i redattori dovrebbero arricchire il contenuto del bilancio per soddisfare la loro domanda di informazioni. Questa relazione positiva tra il volume di informazioni di bilancio ed il numero degli analisti crescerebbe al crescere della veridicità dell'informazione stessa e dell'utilizzo che di questa fanno gli investitori³⁴⁷. Le società sembrerebbero beneficiare di una maggiore trasparenza informativa contabile, attraverso una minore dispersione e volatilità delle previsioni degli analisti³⁴⁸.

Ipotizzo che:

4.a. L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nelle aziende seguite da più analisti finanziari.

In presenza di un maggior numero di analisti finanziari, da un lato ci si attenderebbe una maggiore manipolazione attraverso i grafici in quanto le società avrebbero una maggiore pressione a raggiungere i target attesi dagli analisti³⁴⁹.

Al tempo stesso, però, la presenza degli analisti finanziari dovrebbe frenare le pratiche di impression management dato che la società potrebbe apparire poco “credibile” agli occhi degli analisti e ciò potrebbe dare luogo a dei report negativi ed a delle indicazioni a vendere le azioni della società³⁵⁰. Quest'ultimo rischio sarebbe ancora più lesivo in presenza di un mercato finanziario efficiente, dove gli investitori, attraverso le loro scelte di acquisto e vendita suggerite

³⁴⁵ Cfr. C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp.74 – 88.

³⁴⁶ Sul ruolo degli analisti finanziari, si veda Lang M., Lundholm R., *Corporate disclosure policy and analyst behavior*, *The Accounting review*, 1996, p. 467.

³⁴⁷ F. Degeorge, Y. Ding, T. Jeanjean, H. Stolowy, *Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, 32, p. 2.

³⁴⁸ Cfr. P. M. Healy, K. G. Palepu, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 2001, p. 416-417 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

³⁴⁹ Cfr. F. Degeorge, Y. Ding, T. Jeanjean, H. Stolowy, *Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study*, cit., p. 2. I risultati di questo studio evidenziano come, nei Paesi con un livello di sviluppo dei mercati finanziari elevato, la presenza degli analisti sia associata ad un minor livello di politiche di bilancio mentre quest'associazione è assente nei Paesi con un basso livello di sviluppo dei mercati finanziari.

³⁵⁰ Cfr. J. Barton, M. Mercer, *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, *Journal of accounting and economics*, 39(3), 2005, pp. 509-533; L. Bini, *Impression Management and annual report narratives: the effects of internal and external control mechanisms in a non-Anglo-Saxon context*, Working Paper, European Accounting Association Conference, Parigi, 2013.

dagli analisti, influenzano in modo rilevante l'andamento delle azioni della società³⁵¹. Elliott ha evidenziato, inoltre, che mentre gli investitori con poche competenze fossero influenzati dall'enfasi contenuta nel linguaggio utilizzato nei comunicati sul reddito pro-forma, gli analisti finanziari non lo fossero³⁵². Barton e Mercer hanno evidenziato, ancora, che gli analisti finanziari percepiscano negativamente le spiegazioni dei manager atte a giustificare una performance non soddisfacente, qualora ritengano tali spiegazioni poco plausibili³⁵³.

Anche Matsumoto ed altri autori hanno evidenziato l'importante ruolo degli analisti finanziari nel segnalare agli investitori il loro scetticismo circa il linguaggio ottimista dei manager, utilizzato per comunicare la performance futura aziendale³⁵⁴.

L'evidenza empirica confermerebbe, dunque, che gli analisti, lettori con "s sofisticate" conoscenze contabili, siano in grado di cogliere le pratiche di impression management contenute nelle descrizioni dei manager sulla dinamica aziendale³⁵⁵ e, pertanto, ipotizzo che:

4.b L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari;

4.c L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari;

4.d La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari.

³⁵¹ Cfr. F. Degeorge, Y. Ding, T. Jeanjean, H. Stolowy, *Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study*, cit., p. 4.

³⁵² Cfr. W. B. Elliott, *Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements?*, *The Accounting Review* 81(1), 2006, p. 115.

³⁵³ Le percezioni negative degli analisti si traducessano, inoltre, in valutazioni negative sul valore dell'azienda. Si veda lo studio di J. Barton, M. Mercer, *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, cit., pp. 509-533.

³⁵⁴ Cfr. D. Matsumoto, M. Pronk, E. Roelofsen, *Do analysts mitigate optimism by management?*, Working paper, University of Washington, 2006.

³⁵⁵ Cfr. J. R. Frederickson, J. S. Miller, *The effects of proforma earnings disclosures on analysts' and non professional investors' equity valuation judgments*, *The Accounting Review*, 79(3), 2004, pp. 667-686; W. B. Elliott, *Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements?*, cit.; J. Barton, M. Mercer, *ibidem*.

Capitolo 3: Metodo: campionamento e definizione delle variabili e del modello

- 3.1. Campionamento
- 3.2. Modalità di raccolta dei dati
- 3.3. Variabile dipendente
 - 3.3.1. Selettività
 - 3.3.2. Distorsione
- 3.4. Principali variabili d'interesse nell'analisi
 - 3.4.1. Performance aziendale
 - 3.4.2. Effetto istituzionale: Status Quo ed Isomorfismo
 - 3.4.3. Effetto istituzionale legato al Paese
 - 3.4.4. Effetto temporale
 - 3.4.5. Numero degli analisti
- 3.5. Variabili di controllo
- 3.6. Modelli

3.1. Campionamento

L'analisi empirica è stata condotta considerando le società quotate non finanziarie di quattro Paesi europei: Francia, Germania, Italia e Regno Unito. Sono stati considerati questi Paesi perché si trattava delle principali economie europee per prodotto interno lordo, alla fine dell'anno 2006³⁵⁶. Sono state considerate le sole società non finanziarie, quotate in tutto il periodo 2006-2009. Sono state escluse dall'analisi le società finanziarie, a causa della differente disclosure grafica utilizzata³⁵⁷. Il periodo 2006-2009 è stato scelto in quanto include due anni pre-crisi finanziaria (2006 e 2007) e due anni (2008 e 2009), in cui la crisi finanziaria manifesta i propri effetti sulla performance aziendale³⁵⁸.

Tramite il database Amadeus, sono state selezionate, in ogni Paese, le prime 50 società per dimensione del fatturato, in quanto le società più grandi hanno un maggiore peso nell'economia di un Paese e sono da esempio per le loro strategie comunicative in materia di informazione volontaria contenuta in bilancio³⁵⁹. Delle 200 società quotate (50 per ogni Paese), 168 chiudono il bilancio il 31 dicembre, 17 il 31 marzo, 9 il 30 settembre, 3 il 28 febbraio, 2 il 31 gennaio ed 1 il 30 novembre. Poiché, come scritto, non tutte le società hanno chiuso il bilancio al 31 dicembre, il calcolo del periodo d'esercizio 2006 e dei seguenti è stato fatto considerando il periodo più vicino all'anno solare 2006 (es: l'anno 2006, per le società con chiusura a marzo, è quello che va dal 31 marzo 2006 al 31 marzo 2007; l'anno 2006, per le società con chiusura a settembre, è quello che va dal 30 settembre 2005 al 30 settembre 2006). Sono state escluse, invece, le società con chiusura a giugno, in quanto la loro inclusione avrebbe comportato la presenza di un arco temporale troppo differente rispetto a quello considerato.

³⁵⁶ Cfr. Eurostat, *statistics, National Accounts, GDP and main components*. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables.

³⁵⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., p. 42.

³⁵⁸ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, and H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., p. 632.

³⁵⁹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 203; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 448.

Nel presente lavoro, a differenza di quanto fatto in alcuni studi precedenti³⁶⁰, non sono state escluse le società a partecipazione pubblica e quelle quotate in più mercati, al fine di accrescere la ricchezza del campione. Qualora una società fosse "dual-listed"³⁶¹, cioè operante come unico organismo ma con società differenti e quotate in mercati differenti, è stato considerato il bilancio della società quotata nel Paese analizzato ma non quello della società quotata in un Paese differente³⁶².

Il campione finale, pertanto, è composto da 50 società di ogni Paese, per un totale di 200 società. Di queste, è stato scaricato, dal sito aziendale, il bilancio consolidato in lingua inglese. Qualora il bilancio non fosse stato in lingua inglese ma nella lingua madre di quel Paese (16% dei casi), è stato analizzato il bilancio in lingua madre. Per ogni società sono stati scaricati 4 bilanci, per un totale di 800 bilanci. Il documento scaricato è stato quello dal titolo "bilancio consolidato" (consolidated annual report)³⁶³.

3.2. Modalità di raccolta dei dati

La raccolta dei dati sui grafici è stata eseguita manualmente. I dati sulle variabili indipendenti e di controllo, invece, sono stati raccolti attraverso il ricorso a tre database: Compustat, Amadeus e Thomson One.

Per ogni bilancio, sono state raccolte le informazioni su:

- a) titolo del grafico
- b) pagina del bilancio contenente il grafico
- c) posizione del grafico nel bilancio
- d) ordine del grafico all'interno del bilancio (es: il primo grafico trovato ha valore 1, il secondo 2 ecc..)
- e) contenuto del grafico (es: grafico sulle vendite o sull'utile per azione)
- f) tipo di grafico (es: istogramma o grafico a barre)
- g) numero totale di pagine del bilancio
- h) lingua di redazione del bilancio (es: inglese o italiano)
- i) peso attribuito al grafico

Con riferimento alla posizione del grafico in bilancio, sono stati distinti i grafici localizzati nella sezione del bilancio iniziale con i dati di sintesi (spesso chiamata "highlights") da quelli localizzati nelle altre sezioni, con il fine di distinguere i grafici localizzati in posizione strategica dagli altri.

Per quanto concerne la categorizzazione dei grafici, si sono dapprima individuate delle parole chiave che sintetizzassero il contenuto del grafico (es: capitale proprio oppure reddito operativo lordo) e, successivamente, sono stati individuati 30 indicatori finali, di seguito elencati e definiti. Questi trenta indicatori o categorie sono stati individuati tenuto conto della loro frequenza e tenuto conto della letteratura precedente sul contenuto e sugli indicatori critici rappresentati graficamente³⁶⁴.

³⁶⁰ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 167; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 203;

³⁶¹ La definizione di società dual-listed è tratta da. A. De Jong., L. Rosenthal, M. A. Van Dijk, *The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies*, *Review of Finance*, 13(3), 2009, pp. 495-520.

³⁶² Ad esempio, Reed Elsevier, unica azienda, opera come dual-listed in due mercati diversi: Londra ed Amsterdam. La società quotata a Londra è la Reed Elsevier Plc mentre quella quotata ad Amsterdam, che redige un bilancio secondo le regole del Paese Olanda, è la Reed Elsevier NV. Ai fini del presente lavoro, è stata inclusa solo la Reed Elsevier Plc, quotata in Regno Unito.

³⁶³ Spesso, all'interno di questo documento, era compresa la relazione sulla corporate governance e/o il bilancio di sostenibilità. Questi documenti, che non compongono in senso stretto il bilancio, sono stati considerati qualora inseriti all'interno del documento "bilancio consolidato" mentre, se non contenuti nello stesso file, sono stati esclusi. L'obiettivo è, infatti, studiare il documento "bilancio consolidato", con tutte le relazioni contenute al suo interno.

³⁶⁴ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., p. 297; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 57; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., pp. 208-209; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 452.

Tabella 3.1: Descrizione dei vari indicatori rappresentati graficamente

Nome	Definizione	Tipo
altre informazioni operative non economiche	Informazioni su qualità della produzione, efficienza, statistiche operative riferite all'azienda (es: numero brevetti)	NEF ^a
altre informazioni sui dividendi	Informazioni sui dividendi totali e sul rapporto tra i dividendi distribuiti e gli utili	EF
altre informazioni sulla responsabilità sociale	Informazioni su attività filantropiche, programmi di microcredito, interventi a beneficio del territorio in senso lato	NEF
altre informazioni sulle azioni	Informazioni sui volumi/scambi azionari e sulla capitalizzazione di borsa	EF
altre statistiche macro	Informazioni sui prezzi delle materie prime, sul prodotto interno lordo di un Paese, sui tassi di cambio tra valute differenti e su altre statistiche macroeconomiche	NEF
altri indicatori economico-finanziari	Informazioni sul valore aggiunto creato, sul reddito d'affitto ed altri rapporti economico-finanziari	EF
altro	Categoria residuale (es: informazioni sul rischio aziendale)	NEF
altro su attivo	Informazioni sul totale dell'attivo e sull'attivo corrente	EF
cash flow	Informazioni sui flussi di cassa	EF
clienti	Informazioni sul numero dei clienti e sulla loro soddisfazione	NEF
costi	Informazioni sui costi (es: costi operativi, tasse ed imposte)	EF
dipendenti	Informazioni sul numero e sulle caratteristiche dei dipendenti, inclusa la loro soddisfazione	NEF
dividendo per azione	Informazioni sul dividendo per azione	EF
governance	Informazioni sulla composizione e remunerazione del consiglio di amministrazione e sulla struttura proprietaria	NEF
informazioni sul debito	Informazioni sull'ammontare e scadenze dei debiti, sul tasso d'indebitamento e sulla posizione finanziaria netta	EF
investimenti/spese in conto capitale	Informazioni sull'ammontare e variazione delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, incluse le spese di ricerca e sviluppo, e sulle immobilizzazioni finanziarie	EF
marginari in % sulle vendite/ROS	Informazioni su redditi di varia natura espressi in percentuale sulle vendite	EF
patrimonio netto	Informazioni sul capitale proprio, sulle riserve e sul valore dell'attivo netto (totale e per azione)	EF
prezzi e unità vendute	Informazioni sui prezzi praticati e sulle quantità/volumi delle vendite,	NEF

Nome	Definizione	Tipo
produzione/capacità produttiva	Informazioni sulla produzione, sulla capacità e sugli ordini eseguiti od in attesa di realizzazione	NEF
reddito nei segmenti/aree geografiche/prodotti/singole società	Informazioni sui redditi prodotti in specifici segmenti od aree geografiche (grafici non riferiti all'intero gruppo)	EF
reddito netto	Informazioni sul reddito netto	EF
reddito pre-imposte	Informazioni sul reddito operativo lordo (EBITDA) e netto (EBIT) e sull'utile pre imposte (EBT).	EF
roce/roe/roa/roace	Informazioni sugli indici di redditività più diffusi	EF
sostenibilità ambientale	Informazioni sulla performance ambientale dell'azienda (es: emissioni di inquinanti, consumo di acqua, smaltimento dei rifiuti, costi ambientali)	NEF
statistiche di mercato	Informazioni sui concorrenti e sull'evoluzione della domanda ed offerta in uno specifico mercato	NEF
trend di borsa	Informazioni sull'andamento del prezzo azionario e sul valore totale generato per gli azionisti (TSR)	EF
utile per azione	Informazioni sull'utile per azione	EF
vendite	Informazioni sulle vendite (in valuta) dell'intero gruppo	EF
vendite nei segmenti/aree geografiche/prodotti/singole società	Informazioni sulle vendite generate in specifici segmenti od aree geografiche (grafici non riferiti all'intero gruppo)	EF

a. Legenda: EF è l'acronimo di indicatore economico-finanziario, NEF è l'acronimo di indicatore non economico-finanziario.

Ai fini dell'analisi, non sono stati considerati i grafici sul valore totale creato per gli azionisti, da inserire obbligatoriamente in bilancio nel Regno Unito³⁶⁵, con l'obiettivo di focalizzarsi sui grafici il cui uso è facoltativo.

Tra i 30 indicatori, sono stati scelti gli indicatori critici economico-finanziari sulla performance aziendale, tenuto conto degli indicatori economico-finanziari che fossero:

- a) indicatori critici economico-finanziari secondo la letteratura precedente³⁶⁶: dividendo per azione, reddito pre-imposte, reddito netto, utile per azione, vendite;
- b) indicatore più diffuso, tra quelli utilizzati da almeno il 25% delle aziende nei quattro Paesi considerati: trend di borsa.

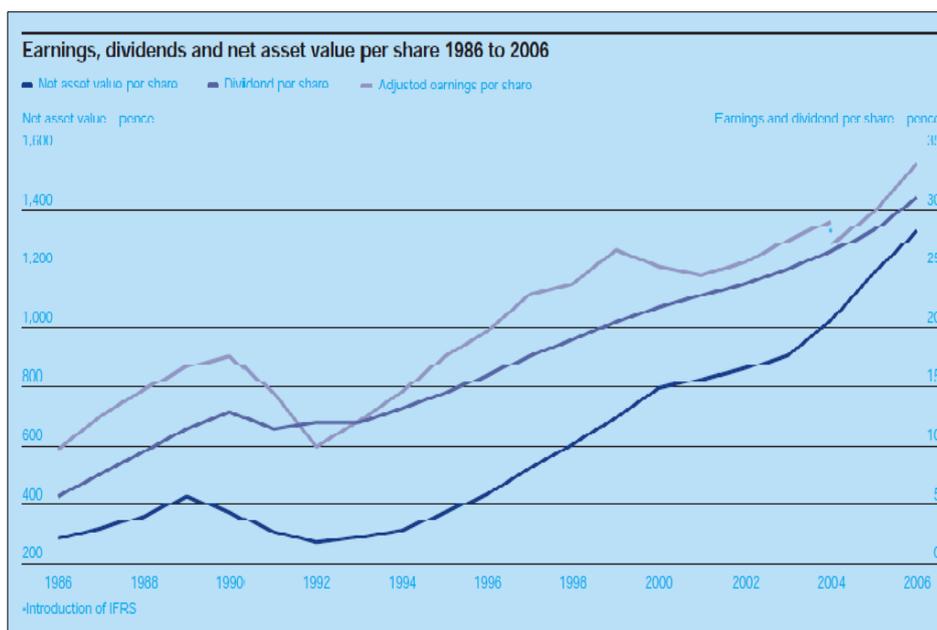
In tutto, pertanto, sono stati individuati sei indicatori critici economico-finanziari. Tra i grafici su questi indicatori, sono stati esclusi, inserendoli in altre categorie, quelli su specifici segmenti od aree geografiche con l'obiettivo di analizzare l'uso dei grafici che si riferiscono all'intero gruppo aziendale.

Con riferimento al peso del grafico, quando un grafico rappresenta un unico indicatore, il peso assegnato è pari ad uno. Se, invece, il grafico rappresenta più indicatori, il peso assegnato al grafico è inferiore all'unità. Ad esempio, qualora il grafico rappresenti due o tre indicatori, il peso attribuito al grafico sarebbe, rispettivamente, pari a 0,5 (1/2) ed a 0,33 (1/3).

Nei due esempi sottostanti, sono evidenziati i differenti pesi attribuiti al grafico:

Figura 3.1. Esempio di più indicatori in uno stesso grafico.

In presenza di tre indicatori, ogni grafico ha un peso pari a 0,33. Es: grafico sul dividendo per azione (dividend per share) ha peso pari a 0,33.



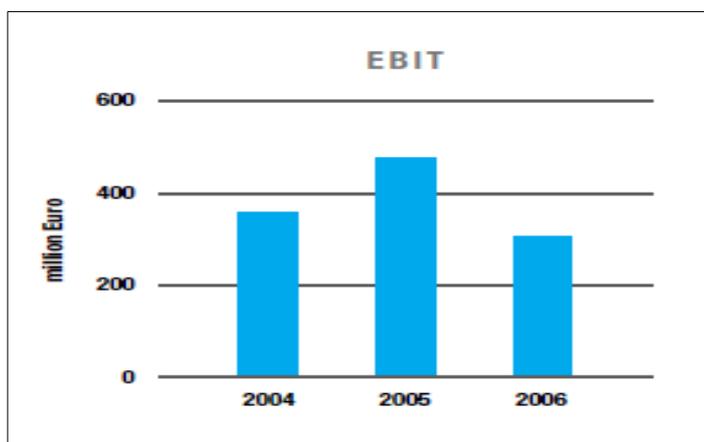
Fonte: Capital Shopping Plc, annual report 2006, p. 15.

³⁶⁵ il punto 7A del Company act richiede alle società quotate di visualizzare, attraverso un grafico, il trend del TSR (valore totale creato per gli azionisti) rispetto al trend di un indice più generale o rispetto a quello della concorrenza. Cfr. Companies Act, schedule 8, 2006. http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf.

³⁶⁶ Per una rassegna della letteratura sul tema, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., p. 85.

Figura 3.2: Esempio di un unico indicatore in un grafico.

Il grafico, in presenza di un unico indicatore rappresentato, ha peso pari ad 1.



Fonte: Erg, relazione sulla gestione 2006, p. 14.

Per semplicità, in tutto il proseguimento del lavoro, si scriverà di grafici, riferendoci sempre ai grafici su specifici indicatori, ciascuno dei quali ha un proprio peso, anche differente rispetto ad 1.

3.3 Variabile dipendente

3.3.1 Selettività

La selettività si riferisce al grado di utilizzo di uno specifico grafico nel tempo, in base al livello ed alla variazione della performance aziendale. L'uso dei grafici è stato stimato in questi modi:

- a) Variabile dicotomica pari ad 1 se esiste almeno un grafico su uno specifico indicatore critico economico-finanziario e pari a 0 in caso contrario
- b) Logaritmo naturale della variazione assoluta del numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari³⁶⁷
- c) Logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica
- d) Proporzione di grafici di natura economico-finanziaria rispetto al totale
- e) Logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici totali
- f) Variabile dicotomica pari ad 1 se esiste almeno un grafico e pari a 0 in caso contrario
- g) Logaritmo naturale del numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari
- h) Variabile dicotomica pari ad 1 se esiste almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari e 0 in caso contrario.

Le otto stime derivano dalle specifiche ipotesi considerate e, nei capitoli contenenti l'analisi, vengono specificate per ogni ipotesi.

Il campione di aziende è stato anche suddiviso per consentire l'analisi per periodo (pre crisi o durante la crisi) e per sistema contabile (sistema "micro" o sistema "macro").

3.3.2 Distorsione

Altri test sono stati condotti sui grafici distorti, con l'obiettivo di verificare la prevalenza di distorsioni favorevoli per l'azienda rispetto a quelle sfavorevoli. La distorsione, come scritto nel paragrafo precedente, può essere misurata attraverso il ricorso a due indici: l'indice di discrepanza del grafico (GDI) e di discrepanza relativo (RGD). Quest'ultimo viene preferito al primo perché

³⁶⁷ Si è scelto di considerare il logaritmo naturale, a differenza del valore assoluto, per rendere la variabile il più possibile simile ad una variabile normalmente distribuita. L'obiettivo è quello di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori nel campione (c.d. problema di eteroschedasticità)

meno volatile e, pertanto, più facilmente comparabile³⁶⁸. Pertanto, i test sono stati condotti attraverso il ricorso all'indice di discrepanza relativo RGD.

Per quanto concerne la soglia minima che separa una distorsione rilevante da una non rilevante, con riferimento all'indice RGD è stata considerata la soglia del 2,5%, con l'obiettivo di considerare i casi di distorsione rilevante che influenzino un lettore³⁶⁹.

La distorsione viene analizzata, nel capitolo 4, considerando i valori medi e mediani di distorsione, il numero di grafici distorti favorevolmente e sfavorevolmente, il numero di grafici che enfatizzano o sottostimano un trend. Nei test statistici (capitoli 5 e 6), invece, la distorsione è stata stimata come segue: variabile dicotomica pari ad 1 quando il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 quando il grafico è distorto sfavorevolmente.

Il campione, come nei test di selettività, è stato suddiviso in differenti sub-campioni. Ad esempio, i grafici distorti sono stati suddivisi tra quelli con asse delle ascisse e delle ordinate che si intersecano nel punto zero e quelli con asse delle ascisse e delle ordinate che si intersecano in un punto diverso da zero e che sono, per costruzione, dei grafici distorti.

A differenza dei test sulla selettività, i test sulla distorsione sono stati condotti considerando non solo i grafici il cui uso è volontario ma anche quelli relativi al valore totale azionario creato, obbligatori nel Regno Unito all'interno della sezione sulla remunerazione degli amministratori. Un grafico il cui uso è obbligatorio non è stato considerato nei test sulla selettività perché non può essere inserito od eliminato da un anno ad un altro. Tuttavia, esso potrebbe essere distorto e per tale ragione è stato considerato nei test sulla distorsione. Inoltre, nell'analisi sulla distorsione a ciascun grafico è stato attribuito peso pari ad 1, a prescindere dunque dal numero delle variabili rappresentate all'interno. L'obiettivo è, infatti, analizzare la distorsione del singolo indicatore rappresentato graficamente da un'azienda, a prescindere dal suo peso all'interno di un grafico. Infine, sono stati esclusi i grafici, per lo più grafici a torta, che non consentono il calcolo del livello di discrepanza del grafico attraverso l'indice di discrepanza relativo RGD.

3.4 Principali variabili di interesse nell'analisi

3.4.1. Performance aziendale

La principale variabile indipendente è rappresentata dalla performance aziendale. L'obiettivo, come scritto, è quello di verificare l'associazione esistente tra la performance e l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.

La performance complessiva è stata misurata attraverso il ROA e, seguendo il lavoro di Beattie e Jones del 2000³⁷⁰, anche sulla base del reddito operativo netto (EBIT) e dell'utile per azione (EPS). Il ROA è stato incluso come stima della performance complessiva poiché i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sono, in gran parte, basati sui valori contabili e perché il ROA è riconosciuto come misura della redditività operativa complessiva aziendale³⁷¹.

La performance specifica, invece, è stata misurata sulla base dei sei indicatori critici economico-finanziari, rappresentati graficamente, ed è pertanto pari a:

- a) dividendo per azione
- b) reddito netto
- c) reddito operativo netto
- d) trend di borsa
- e) utile per azione

³⁶⁸ Si rinvia a quanto scritto nel capitolo precedente sulle differenze tra l'indice tradizionale GDI e l'indice di discrepanza relative RGD.

³⁶⁹ Cfr. D. Mather, P. Mather, A. Ramsay, *An investigation into the measurement of graph distortion in financial reports*, cit., pp. 150-158.

³⁷⁰ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., p. 225.

³⁷¹ Cfr. G. Melis, *Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese*, Giuffrè, 2013, p. 104.

f) vendite

In questo modo, è stata misurata l'associazione tra i grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari ed il trend degli stessi specifici indicatori.

Nella tabella seguente, viene fornita la definizione di ogni misura di performance, il nome del grafico corrispondente e la fonte da cui provengono i dati.

La performance è stata misurata, di norma, in termini di logaritmo naturale del valore assoluto così come indicato nella tabella successiva. Tuttavia, per talune ipotesi, è stata stimata come variazione percentuale rispetto all'esercizio precedente ed in termini di incremento o decremento rispetto all'esercizio precedente, con l'obiettivo di analizzare se la variazione della performance sia associata alla decisione di modificare i grafici da un anno ad un altro.

Tabella 3.2. Definizione della misura di performance aziendale e del grafico corrispondente

Misura di performance	Calcolo	Formula ^a	Tipo di grafico corrispondente	Fonte (Database)
Performance complessiva				
ROA	Logaritmo naturale del rapporto tra reddito operativo netto e totale attivo a fine esercizio	$\frac{\text{Reddito operativo netto}}{\text{Totale attivo}}$		Compustat
Reddito operativo netto (EBIT)	Logaritmo naturale dell'utile prima degli interessi passivi e delle imposte prodotto durante l'esercizio.			Compustat
Utile per azione (EPS)	Logaritmo naturale del rapporto tra il reddito operativo ed il numero delle azioni detenute dagli azionisti a fine esercizio.	$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Numero azioni}}$		Compustat
Performance specifica				
Dividendo per azione	Logaritmo naturale del rapporto tra dividendi totali pagati nell'anno e numero delle azioni detenute dagli azionisti a fine esercizio.	$\frac{\text{Dividendo}}{\text{Numero azioni}}$	Dividendo per azione	Compustat
Reddito netto	Logaritmo naturale del risultato al netto dei costi ed imposte prodotto durante l'esercizio.		Reddito netto	Compustat
Reddito operativo netto (EBIT)	Logaritmo naturale dell'utile prima degli interessi passivi e delle imposte prodotto durante l'esercizio.		Reddito pre imposte (EBIT ed EBITDA)	Compustat
Trend di borsa	Logaritmo naturale del trend di borsa: differenza percentuale tra trend di borsa a fine esercizio e trend di borsa ad inizio esercizio	$\frac{\text{Trend fine} - \text{Trend inizio}}{\text{Trend inizio}}$	Trend di borsa	Compustat
Utile per azione	Logaritmo naturale del rapporto tra il reddito operativo netto ed il numero delle azioni detenute dagli azionisti a fine anno.	$\frac{\text{Reddito operativo netto}}{\text{Numero azioni}}$	Utile per azione	Compustat
Vendite	Logaritmo naturale del valore delle vendite prodotte durante l'esercizio	$\text{VENDITE} = \ln(\text{Ricavi} - \text{Sconti/Resi})$	Vendite	Compustat

Nota tabella 3.2:

a) Dato che il logaritmo naturale è definito per i soli valori di x reali e positivi, si è considerata la funzione $y = \ln(1+X)$, in presenza di valori pari o superiori allo zero, e la funzione $y = [-\ln(-(-1+X))]$ in presenza di valori negativi. In questo modo, tutti i valori positivi e negativi sono considerati, rispettando anche l'ordine dei valori numerici (dal più piccolo importo al più grande).

3.4.2. Effetto istituzionale: Status Quo ed Isomorfismo

Per stimare la tendenza delle aziende a mantenere lo status quo, è stato considerato il loro utilizzo dei grafici nell'anno precedente. La variabile indipendente, pertanto, è rappresentata dall'uso dei grafici su uno specifico indicatore, considerando l'anno precedente³⁷².

In un'ottica di isomorfismo mimetico, la stima della variabile "leader di mercato" è stata condotta con l'obiettivo di verificare se l'uso dei grafici di una specifica azienda fosse influenzato dall'uso dei grafici da parte del leader di mercato e, potenzialmente, di comunicazione³⁷³. Per identificare chi fosse il leader di un'azienda, è stata considerata la società che, in uno specifico segmento (definito sulla base dei primi due numeri dei codici SIC³⁷⁴) ed in un Paese specifico, avesse il fatturato più elevato. Ad ogni azienda, è stato associato un leader³⁷⁵. L'uso dei grafici del leader nell'anno precedente è stato stimato considerando gli stessi criteri utilizzati per la stima della variabile dipendente "uso dei grafici". Pertanto, se la variabile dipendente è l'uso dei grafici sul dividendo per azione da parte dell'azienda i al tempo t , la variabile indipendente è l'uso dei grafici sul dividendo per azione usati dal leader dell'azienda i al tempo $t-1$.

3.4.3. Effetto istituzionale legato al Paese

Si ritiene, come scritto nel capitolo precedente, che il Paese possa influenzare l'uso dei grafici nei bilanci dato che al Paese è associato uno specifico sistema legislativo, di corporate governance ed una specifica attenzione agli stakeholder³⁷⁶. Leuz ed altri autori evidenziano come, ad esempio, le pratiche di contabilità creativa siano minori nei Paesi caratterizzati da un grado di diffusione dell'azionariato maggiore, da mercati finanziari sviluppati e da un maggior grado di applicazione delle norme vigenti³⁷⁷. Una logica simile potrebbe applicarsi all'impression management³⁷⁸ e, più in generale, all'uso dei grafici dato che gli incentivi dei redattori del bilancio sono simili. Il Paese stima, nel presente lavoro, l'effetto istituzionale che influenzerebbe, insieme con altre caratteristiche aziendali, l'uso dei grafici.

La variabile Paese assume valori pari a : 1 se azienda con sede in Francia, 2 se in Germania, 3 se in Italia e 4 se nel Regno Unito.

Inoltre, è stata inserita la variabile dicotomica "sistema micro", con l'obiettivo di separare il sistema "micro", coincidente nel presente lavoro con il Regno Unito, dai tre Paesi che appartengono ad un sistema "macro". La variabile "sistema micro" è pari ad uno quando la società ha sede in un sistema "micro" e zero in caso di appartenenza al sistema "macro".

3.4.4. Effetto temporale

La variabile "anno" permette di confrontare l'uso dei grafici nel tempo, mantenendo invariata l'azienda, e permette anche di comparare l'uso dei grafici prima e durante la crisi finanziaria.

³⁷² L'uso dei grafici è stato misurato allo stesso modo di quanto fatto per la variabile dipendente.

³⁷³ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 167; Brammer S., Millington A., *Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis*, cit., p. 36, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

³⁷⁴ I codici sic, elaborati dal Governo Statunitense, classificano le società nei vari settori e segmenti.

³⁷⁵ Qualora la società fosse già leader in uno specifico segmento all'interno del Paese, ad essa è stata associata il leader di quello specifico segmento al di fuori del Paese. Qualora, ancora, la società fosse leader nello specifico segmento nei 4 Paesi, ad essa è stata associata la società con il fatturato più elevato in tutto il Paese. Infine, se la società fosse già quella con il fatturato più elevato in tutto il Paese, ad essa è stata associata la società con il fatturato più elevato nei 4 Paesi. In questo modo, ogni società ha un suo leader, ad eccezione di un'unica società con il fatturato più elevato nei 4 Paesi.

³⁷⁶ Cfr. G. K. Meek, C. B. Roberts, S. J. Gray, *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, cit., p. 558, R. Ball, S. P. Kothari, A. Robin, *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*, *Journal of accounting and economics*, 29(1), 2000, pp. 1-51.

³⁷⁷ Cfr. C. Leuz, D. Nanda, P. D. Wysocki, *Earnings management and investor protection: an international comparison*, cit., pp. 505-527.

³⁷⁸ Cfr. C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp.74 – 88.

La crisi finanziaria, come scritto nel capitolo precedente, potrebbe avere influenzato l'uso dei grafici nel bilancio poiché rappresenta un periodo di performance negativa³⁷⁹ ed un periodo in cui l'attenzione pubblica verso le dinamiche economico-finanziarie delle grandi aziende quotate è aumentata³⁸⁰. I manager potrebbero essere spinti, da un lato, a comunicare con i grafici maggiori informazioni durante la crisi, a causa della maggiore domanda di informazioni, dovuta alla crescita dell'attenzione pubblica. D'altro canto, essi potrebbero mirare a nascondere, eliminando i grafici, i risultati economico-finanziari inferiori rispetto a quelli degli anni precedenti, in linea con (impression management). Infine, al fine di favorire la comparabilità dei bilanci ed evitare incertezza e confusione nei lettori, potrebbero inserire grafici per numero e tipologia simili a quelli dell'anno precedente ed a quelli dei leader (status quo ed isomorfismo).

Per capire quali anni considerare come "crisi", è stato considerato come periodo di crisi il periodo 2008-2009 e come periodo pre-crisi il 2006-2007. Il 2008 è il primo anno di crisi, tenuto conto del fatto che in quell'anno si registrò un calo del prodotto interno lordo nei più importanti Paesi industrializzati³⁸¹.

3.4.5. Numero degli analisti

Il numero degli analisti finanziari stima il livello di attenzione per la dinamica economico-finanziaria di un'azienda ed è una variabile standard negli studi sulla disclosure³⁸². Ci si attende, come scritto nel capitolo precedente, che al crescere degli analisti cresca il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari ed, al tempo stesso, si riducano le pratiche di impression management. La variabile "numero degli analisti" è pari al numero di analisti finanziari che hanno elaborato almeno un report sull'azienda durante l'esercizio.

3.5. Variabili di controllo

Vari studi hanno evidenziato come le imprese abbiano, con riferimento alla comunicazione volontaria in bilancio, costi ed incentivi differenti al variare della loro dimensione. Anche con riferimento all'uso dei grafici, studi precedenti hanno evidenziato che aziende di dimensione differente usino i grafici differentemente³⁸³. Le società più grandi subiscono maggiori costi politici di quelle più piccole, essendo maggiormente soggette al controllo ed alla regolamentazione pubblica³⁸⁴. Potrebbero, pertanto, inserire minori grafici sugli indicatori critici con l'obiettivo di ridurre i costi politici, così come ipotizzato seguendo la "positive accounting theory"³⁸⁵.

Al tempo stesso, però, le aziende più grandi hanno minori costi di elaborazione e comunicazione delle informazioni di bilancio grazie ai più sofisticati sistemi informativi³⁸⁶. Le aziende più grandi, inoltre, sono più complesse e caratterizzate da un grado di frazionamento dell'azionariato

³⁷⁹ Cfr. European Central Bank, *Financial Stability Review*, Francoforte, Dicembre 2009.

³⁸⁰ Cfr. Linsley P. M., Slack R. E., *Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank*, cit., pp. 285-295.

³⁸¹ Cfr. T. Keusch, L. H. Bollen, and H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., p. 635.

³⁸² Cfr. F. Muino, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., p. 90.

³⁸³ Cfr. P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., pp. 56-63; W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., pp. 274-276.

³⁸⁴ Cfr. T. Cooke, *Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies*, *Accounting and Business Research*, 19(74), 1989, pp. 113-24; R. L. Watts, J. L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*, cit., p. 139.

³⁸⁵ Cfr. W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., pp. 274-276.

³⁸⁶ Cfr. S. L. Buzby, *Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure*, *Journal of Accounting Research*, 13(1), 1975, pp. 16-37.

maggiore³⁸⁷. Per queste ragioni, ci si attende che il numero dei grafici cresca al crescere della dimensione aziendale.

La dimensione è stata stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto delle vendite prodotte durante l'esercizio mentre, quando la variabile vendite è una variabile indipendente nel modello, la "dimensione" è stata stimata attraverso il logaritmo naturale del totale dell'attivo alla fine dell'esercizio.

Un'altra importante variabile è rappresentata dal settore di appartenenza dell'azienda. Il settore potrebbe influenzare l'uso dei grafici per varie ragioni: per l'attenzione differente agli stakeholder aziendali ed a determinate aspetti della dinamica economico-finanziaria, per i differenti costi politici cui le aziende di diversi settori sono sottoposte, per la necessità per le aziende di uniformarsi ai target dei loro concorrenti³⁸⁸.

I settori sono quelli definiti e suddivisi attraverso l'uso di codici (codici Standard Industry Classification). Le società del presente campione sono state suddivise in sette gruppi, con l'obiettivo di avere una numerosità simile per gruppo ed escludendo quei settori non rappresentati nel campione (ad es. il settore agricolo). I sette gruppi sono i seguenti: settore minerario e delle costruzioni (codici sic da 1000 a 1731); settore manifattura leggera (codici sic da 2000 a 2990); settore manifattura pesante (codici sic da 3011 a 3990); settore trasporti e distribuzione (codici sic da 4011 a 4991); settore commercio all'ingrosso ed al dettaglio (codici sic da 5000 a 5990); settore dei servizi immobiliari (codici sic da 6500 a 6799); settore dei servizi ed altri settori (codici sic da 7000 a 9995).

Un'altra variabile di controllo è rappresentata dalle opportunità di crescita delle aziende, stimate attraverso il rapporto di fine esercizio tra la capitalizzazione di borsa ed il patrimonio netto. Una capitalizzazione di mercato superiore al patrimonio netto indica che l'azienda ha delle prospettive di crescita superiori rispetto a quelle che appaiono sulla base dei valori contabili. Da un lato, ci si attende che al crescere delle opportunità di crescita, aumenti la disclosure volontaria delle aziende e, di conseguenza, anche l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari³⁸⁹.

Allo stesso tempo, però, società con elevate opportunità di crescita, valutate attraverso dei parametri di mercato e dei valori degli investimenti più che sulla base della performance contabile passata³⁹⁰, potrebbero utilizzare minori grafici la cui natura è contabile. Inoltre, le aziende con maggiori opportunità di crescita fronteggiano maggiore visibilità e costi politici e questi aspetti potrebbero incidere negativamente sull'uso dei grafici e ridurre le pratiche di impression management³⁹¹.

Alla luce di queste considerazioni, non ci si attende un'influenza positiva né negativa del rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto sull'uso dei grafici e sulle pratiche di impression management.

Tra le variabili incluse nell'analisi, c'è anche la quotazione in più mercati finanziari, che potrebbe spingere le aziende ad incrementare la comunicazione volontaria di bilancio, dato che le pressioni e le regolamentazioni dei mercati finanziari aumentano³⁹². Più specificamente, le aziende quotate in più mercati finanziari necessitano di raccogliere il capitale in più mercati e, per farlo al minore

³⁸⁷ Cfr. G. K. Meek, C. B. Roberts, S. J. Gray, *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, cit., p. 558.

³⁸⁸ Sull'influenza del settore sulla comunicazione volontaria in bilancio, si vedano i seguenti studi: R. L. Watts, J. L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, cit; G. K. Meek, C. B. Roberts, S. J. Gray, *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, cit., p. 558, T. C. Powell, *Research Notes and Communications. How Much does Industry Matter? An Alternative Empirical Test*, cit.; Brammer S., Millington A., *Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis*, *Journal of Business Ethics*, 61.1, 2005, pp. 29-44; T. Keusch, L. H. Bollen, and H. F. Hassink, *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, cit., p. 635.

³⁸⁹ Cfr. L. L. Eng, Y.T. Mak, *Corporate governance and voluntary disclosure*, cit., pp. 334-335.

³⁹⁰ Cfr. Lougee B. A., Marquardt C. A., *Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of "pro forma" earnings*, *The Accounting Review*, 79(3), 2004, pp. 769-795 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

³⁹¹ Cfr. F. AlNajjar, A. Riahi-Belkaoui, *Growth opportunities and earnings management*, *Managerial Finance*, 27 (12), 2001, p. 73.

³⁹² Cfr. G. K. Meek, C. B. Roberts, S. J. Gray, *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, cit., p. 567;

costo possibile, potrebbero incrementare le informazioni rappresentate graficamente in bilancio³⁹³. Uno studio di Vanstraelen ed altri autori ha evidenziato che la quotazione in più mercati finanziari fosse positivamente associata anche alla comunicazione non economico-finanziaria in bilancio³⁹⁴. Allo stesso tempo, però, la quotazione in più mercati potrebbe incentivare la riduzione dei grafici durante la crisi, con l'obiettivo delle aziende seguite da una platea più ampia di investitori di nascondere le performance negative registrate in quel periodo. Alla luce di queste considerazioni, non ci si attende né un'influenza positiva né negativa della quotazione in più mercati finanziari sull'uso dei grafici.

Un'ultima variabile di controllo è la presenza del consulente di comunicazione, pari ad 1 quando la società dichiara nel bilancio di avere almeno un consulente di comunicazione nell'esercizio e pari a 0 in caso contrario. Un recente studio ha evidenziato una maggiore diffusione dei consulenti di comunicazione che curano il design del bilancio nel Regno Unito³⁹⁵. Il consulente ha la funzione di rendere il bilancio più accattivante nella grafica e nella struttura e potrebbe, pertanto, essere il vero responsabile dell'aggiunta dei grafici. Ci si attende, inoltre, che le pratiche di impression management possano aumentare attraverso il ricorso a consulenti di comunicazione, la cui funzione sarebbe proprio quella di influenzare, attraverso immagini e grafici, l'impressione del lettore sulla dinamica economico-finanziaria dell'azienda.

La tabella seguente definisce le principali variabili indipendenti e di controllo, escludendo la performance aziendale, che era già stata definita nella tabella precedente.

³⁹³ Cfr. T. E. Cooke, *The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations*, Accounting and Business Research, 22(87), 1992, pp. 229-237.

³⁹⁴ Cfr. A. Vanstraelen, M. T. Zarzeski, S. W.G. Robb, *Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*, Journal of International Financial Management & Accounting, 14 (3), 2003, pp. 249-278.

³⁹⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., pp. 181-222.

Tabella 3.3. Definizione delle variabili indipendenti e di controllo³⁹⁶

Variabile	Definizione	Fonte raccolta dati (database)
Uso grafici T-1	Uso dei grafici da parte della società nell'anno precedente t-1	Bilancio consolidato
Uso grafici leader T-1	Uso dei grafici da parte del leader nell'anno precedente t-1	bilancio consolidato
Paese	1 se ha sede in Francia, 2 se in Germania, 3 se in Italia e 4 se in Regno Unito	Amadeus
Sistema "micro"	1 se sistema "micro" (Regno Unito); 0 in caso contrario	Amadeus
Anno	Valori: 2006, 2007, 2008, 2009	Amadeus
Periodo crisi	0 negli anni 2006 e 2007; 1 negli anni 2008 e 2009	Amadeus
Dimensione	Logaritmo naturale del valore delle vendite prodotte durante l'esercizio ^a	Compustat
Numero degli analisti finanziari	Logaritmo naturale del numero degli analisti che hanno elaborato almeno un report sull'azienda durante l'anno	Thomson ONE
Settore	1 se settore minerario e delle costruzioni (codici sic da 1000 a 1731); 2 se settore manifattura leggera (codici sic da 2000 a 2990); 3 se settore manifattura pesante (codici sic da 3011 a 3990); 4 se settore trasporti, comunicazione e distribuzione (codici sic da 4011 a 4991); 5 se settore commercio all'ingrosso ed al dettaglio (codici sic da 5000 a 5990); 6 se settore dei servizi immobiliari (codici sic da 6500 a 6799); 7 se settore dei servizi ed altri settori (codici sic da 7000 a 9995)	Compustat
Opportunità di crescita	Logaritmo naturale del rapporto tra la capitalizzazione di borsa ed il patrimonio netto alla fine dell'esercizio ^b	Compustat
Quotazione in più mercati finanziari	1 se azienda quotata in più mercati; 0 in caso contrario	bilancio consolidato
Presenza del consulente di comunicazione	1 se l'azienda dichiara di avere almeno un consulente nell'esercizio; 0 in caso contrario	bilancio consolidato

a. Nei casi in cui la dimensione è stata stimata attraverso l'attivo di bilancio, la variabile "dimensione" è il logaritmo naturale del totale dell'attivo (fonte Amadeus).

b. Anche in questo caso, dato che il logaritmo naturale è definito per i soli valori x reali e positivi, si è considerata la funzione $\ln(1+X)$, in presenza di valori pari o superiori allo zero, e la funzione $[-\ln(-(-1+X))]$ in presenza di numeri negativi. In questo modo, tutti i valori positivi e negativi sono considerati, rispettando anche l'ordine dei valori numerici (dal più piccolo al più grande importo).

3.6. Modelli

Le ipotesi sull'impression management, come scritto, prevedono che l'uso dei grafici non sia finalizzato a dare un'informazione neutrale e comparabile a beneficio del lettore ma sia finalizzato a dare un'impressione favorevole. Pertanto, ci si attende che l'uso dei grafici sia associato alla performance: sia elevato quando la performance è elevata e, viceversa, si meno elevato quando la performance è più bassa.

Ancora, le ipotesi basate sulla teoria istituzionale prevedono che l'uso dei grafici dipenda dall'uso dei grafici nell'anno precedente da parte della stessa azienda e da parte dell'azienda "leader" e dipenda anche dal Paese o sistema in cui l'azienda opera.

Infine, le ipotesi che si riferiscono al ruolo degli analisti finanziari prevedono che al crescere del numero degli analisti finanziari aumenti l'uso dei grafici e si riducano le pratiche di impression management.

Le stime delle variabili dipendenti relative all'uso dei grafici ed alla distorsione favorevole sono contenute nel paragrafo 3.3., a cui si rimanda. La variabile indipendente relativa alla performance è stata stimata sia in termini di performance complessiva (ROA, reddito operativo netto, utile per

³⁹⁶ Le stime relative alla variabile "performance aziendale" sono contenute nella tabella 3.2.

azione) che in termini di performance associata allo specifico indicatore critico economico-finanziario. La performance è stata stimata, come scritto, oltre che in termini di logaritmo naturale del valore assoluto, anche come variazione percentuale rispetto all'esercizio precedente ed in termini di incremento o decremento rispetto all'esercizio precedente.

L'approccio seguito per testare le varie ipotesi è il seguente: dapprima, si sono replicati i test condotti dalla letteratura precedente (test di associazione) e, successivamente, si è condotta un'analisi statistica con i test di regressione che includano non una variabile ma tutte le variabili che possono, potenzialmente, influenzare l'uso e la distorsione dei grafici.

I test di associazione condotti tenuto conto degli studi precedenti, infatti, non consentono di effettuare un'analisi inferenziale sui molteplici fattori che influenzano l'uso dei grafici. Viceversa, un modello più esaustivo che tenga conto delle principali variabili indipendenti e di controllo, lo consente.

Questo è il modello generale di regressione utilizzato:

$$\begin{aligned} \text{USO GRAFICI}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \\ & + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

L'analisi è stata ripetuta considerando i singoli sistemi "micro" e "macro".

Poiché ci si attende un'influenza della variabile "azienda" sull'uso dei grafici, si è provveduto a correggere gli errori standard tenuto conto dei cluster, rappresentati dalle singole aziende³⁹⁷.

Non si è optato per un modello ad effetti fissi, con le singole aziende come cluster, per le seguenti ragioni:

- ci sono variabili esplicative che non variano nel tempo per azienda (es: settore), la cui influenza non può essere stimata
- la varianza all'interno del cluster "azienda" è bassa³⁹⁸
- vi è una ridotta numerosità del campione, tenuto conto dei cluster (200 aziende), per potere utilizzare un modello ad effetti fissi che sia significativo.

Il modello sopra inserito, però, subisce delle modifiche tenuto conto delle ipotesi specifiche. Ad esempio, per testare l'ipotesi 3.f. che prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro", è inserita la variabile "sistema micro"³⁹⁹.

Più in generale, le variabili indipendenti utilizzate per testare alcune ipotesi (es: ipotesi basate su impression management hanno, come variabile indipendente, la variabile "performance") sono state considerate variabili di controllo quando si testano altre ipotesi (es: ipotesi basate sullo status quo hanno, come variabile di controllo, la variabile "performance").

In appendice, sono indicate, per ogni ipotesi, le principali variabili indipendenti ed il segno atteso per ciascuna di queste. Sono, inoltre, indicati i test basati sugli studi precedenti ed il modello di regressione⁴⁰⁰.

³⁹⁷ Il test di Hausman suggerisce che il modello ad effetti fissi sia spesso migliore del modello ad effetti casuali. Tuttavia, per le ragioni esposte nel testo, si è optato per correggere gli errori standard sulla base dei cluster considerando degli effetti casuali. Sulle caratteristiche del test di Hausman, si rimanda a J. A. Hausman, *Specification tests in econometrics*, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1978, pp. 1251-1271.

³⁹⁸ Cfr. P. D. Allison, *Fixed effects regression methods for longitudinal data: Using SAS*, SAS Institute, 2005.

³⁹⁹ Inserendo tale variabile, viene meno il controllo per Paese, per evitare un problema di multicollinearità.

⁴⁰⁰ Si veda la tabella App.3.1.

Capitolo 4: Caratteristiche dei grafici e caratteristiche aziendali

- 4.1 Obiettivo del capitolo
- 4.2 L'utilizzo dei grafici nei quattro Paesi
- 4.3 L'utilizzo dei grafici negli anni e l'effetto della recente crisi.
- 4.4 L'utilizzo dei grafici localizzati in posizione strategica
- 4.5 La distorsione dei grafici
- 4.6 Statistiche descrittive sulle caratteristiche aziendali

4.1 Obiettivo del capitolo

L'obiettivo del presente capitolo è quello di descrivere l'uso dei grafici nei bilanci nei singoli Paesi e nei singoli anni, verificando se tale uso sia mutato durante la crisi economico-finanziaria del 2008-2009. Nonostante, come scritto nei capitoli precedenti, ci si focalizzi sugli indicatori critici economico-finanziari, si riporta una descrizione anche degli altri grafici di natura economico-finanziaria ma non considerati "critici" come, ad esempio, i grafici sul cash flow, e dei grafici di natura non economico-finanziaria, come, ad esempio, i grafici sui dipendenti. Si è, inoltre, condotta l'analisi dei soli grafici localizzati in posizione strategica all'interno del documento bilancio, nella sezione con la sintesi dei principali risultati (sezione "highlights").

Un altro obiettivo del presente capitolo è quello di descrivere come la performance delle aziende sia variata durante la crisi e nei quattro Paesi. Infine, il capitolo contiene delle statistiche descrittive sulle altre caratteristiche aziendali, come, ad esempio, la presenza del consulente di comunicazione, che possono esercitare un impatto sull'adozione dei grafici nei bilanci.

4.2 L'utilizzo dei grafici nei quattro Paesi

La tabella 4.1 mostra l'uso dei grafici volontari nei quattro Paesi, tenuto conto sia del numero assoluto sia della proporzione di aziende che hanno utilizzato almeno un grafico.

Tabella 4.1 - Numero dei grafici volontari e % dei bilanci con almeno un grafico nei quattro Paesi

	Francia		Germania		Italia		Regno Unito		Totale		
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%
totale grafici ^b	2702	92%	3200	100%	1708	80%	2936	94%	10546		91%
Numero medio per bilancio	13,5		16,0		8,5		14,7			13,2	
grafici economico-finanziari											
totale grafici economico-finanziari	1332	84%	1765	100%	889	67%	1458	89%	5445	1361	85%
indicatori critici economico-finanziari											
dividendo per azione	56	27%	58	32%	5	3%	127	49%	247	62	28%
reddito netto	115	50%	78	29%	49	26%	38	17%	280	70	30%
reddito pre imposte	118	47%	223	59%	144	45%	259	62%	745	186	53%
trend di borsa	151	63%	283	97%	151	55%	107	33%	691	173	62%
utile per azione	57	26%	24	10%	2	1%	185	61%	267	67	24%
vendite	356	71%	372	74%	162	45%	228	56%	1118	279	61%
tot.indicatori critici economico-finanziari	852	83%	1038	99%	513	65%	944	85%	3347	837	83%
Numero medio per bilancio	4,3		5,2		2,6		4,7			4,2	
altri indicatori economico-finanziari											
altre informazioni sui dividendi	7	5%	18	16%	10	10%	23	15%	58	14	11%
altre informazioni sulle azioni	70	35%	40	19%	51	23%	1	1%	162	41	19%
altri indicatori economico-finanziari	24	10%	24	14%	29	10%	56	20%	133	33	13%
altro su attivo	1	2%	40	45%	1	1%	1	1%	43	11	12%
cash flow	80	30%	102	47%	38	25%	96	36%	316	79	34%
costi	14	6%	71	26%	7	6%	54	19%	146	36	14%
informazioni sul debito	117	38%	100	55%	92	38%	100	32%	408	102	41%
investimenti/spese in conto capitale	100	29%	223	75%	68	28%	73	27%	465	116	40%
marginari in % sulle vendite/ROS	17	7%	39	16%	29	14%	34	15%	119	30	13%
patrimonio netto	35	17%	56	51%	27	18%	30	14%	148	37	25%
roce/roe/roi/roace	15	8%	15	10%	25	10%	46	20%	101	25	12%
totale altri indicatori economico-finanziari	480	64%	727	87%	377	53%	515	72%	2099	525	69%
grafici non economico-finanziari											

	Francia		Germania		Italia		Regno Unito		Totale		
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%
altre informazioni operative non economiche	115	27%	145	26%	48	9%	120	29%	427	107	23%
altre informazioni sulla responsabilità sociale	40	7%	8	4%	21	6%	47	18%	116	29	9%
altre statistiche macro	68	9%	245	47%	91	14%	30	4%	434	108	18%
Clienti	18	3%	10	4%	3	1%	84	20%	115	29	7%
Dipendenti	505	56%	269	66%	203	27%	292	47%	1269	317	49%
Governance	141	45%	161	60%	78	29%	244	56%	624	156	47%
prezzi e unità vendute	11	4%	2	1%	0	0%	28	8%	41	10	3%
produzione/capacità produttiva	67	14%	211	33%	185	26%	203	29%	666	166	25%
sostenibilità ambientale	284	29%	111	24%	118	9%	292	40%	805	201	25%
statistiche di mercato	94	12%	217	31%	62	11%	120	22%	492	123	19%
Altro	27	4%	57	22%	9	8%	18	10%	111	28	11%
totale grafici non economico-finanziari	1370	83%	1435	96%	818	75%	1478	88%	5100	1275	85%
Numero medio per bilancio	6,8		7,2		4,1		7,4			6,4	
grafici obbligatori	0	0%	0	0%	0	0%	276	98%	276	69	25%
tot. Grafici (inclusi grafici obbligatori)	2702	92%	3200	100%	1708	80%	3212	98%	10822	2705	92%
grafici sui segmenti											
reddito nei segmenti/aree geografiche/prodotti/singole società	159	21%	173	23%	51	10%	170	30%	553	138	21%
vendite nei segmenti/aree geografiche/prodotti/singole società	458	27%	577	57%	85	19%	292	41%	1411	353	36%
totale grafici sui segmenti	1021	36%	864	68%	266	25%	903	56%	3053	763	46%
totale grafici, inclusi segmenti	3723	92%	4064	100%	1973	80%	3839	94%	13599	763	91%

Note:

- a) % di bilanci che contengono almeno un grafico
- b) Nella tabella, tranne che nelle 4 righe conclusive, sono esclusi i grafici riferiti non all'intero gruppo aziendale ma a sue divisioni/aree geografiche

Si evince che il 91% delle aziende, considerando l'intero campione, abbia utilizzato almeno un grafico. Le aziende con il maggior numero dei grafici totali per bilancio, considerando i grafici volontari, sono quelle tedesche, con un totale di 3200 grafici (16 in media per ogni bilancio). Le aziende tedesche, inoltre, utilizzano sempre almeno un grafico. Qualora, invece, si considerino anche i grafici obbligatori nel Regno Unito sul valore totale creato per gli azionisti, le imprese britanniche inseriscono un numero assoluto di grafici simile a quelle tedesche. Tra tutti i Paesi, sono le imprese italiane ad utilizzare meno grafici, considerando sia la frequenza di aziende che ne fanno uso (79,5%) sia il valore assoluto (1708 grafici, 9 grafici in media per bilancio). Tale risultato potrebbe dipendere dal fatto che più del 20% delle aziende italiane non abbia mai inserito un grafico in bilancio.

Considerando i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, sono ancora una volta le aziende tedesche quelle che rappresentano graficamente, più di tutte, almeno un indicatore critico economico-finanziario, seguite dalle imprese aziende, francesi ed italiane. Infatti, il 99% dei bilanci delle aziende tedesche contiene almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari mentre, nei bilanci del Regno Unito, Francia ed Italia, la percentuale si abbassa (rispettivamente, 85%, 83% e 65%). I risultati non cambiano considerando il numero assoluto dei grafici. Nei bilanci delle aziende tedesche, la media dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, per bilancio, è superiore a 5. Nei bilanci delle aziende italiane, al contrario, la media dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, per bilancio, è inferiore a 3.

Si evince, inoltre, come la frequenza di utilizzo degli specifici indicatori critici economico-finanziari sia differente nei quattro Paesi. Il dividendo per azione, ad esempio, è rappresentato graficamente dalle aziende britanniche in circa il 49% dei bilanci, meno nei bilanci francesi e tedeschi (rispettivamente, 27% e 32%) ed è praticamente non rappresentato graficamente nei bilanci italiani (3% dei bilanci). Un discorso simile potrebbe essere fatto considerando il grado di utilizzo dell'utile per azione, con la differenza che anche le aziende tedesche, come le italiane, scelgono di non rappresentare tale indicatore.

Mentre le aziende britanniche inseriscono più di tutte grafici sul dividendo e sull'utile per azione, le imprese tedesche includono maggiormente grafici sulle vendite e sul trend di borsa. La diffusione dei grafici sul "trend di borsa" sembra testimoniare un elevato orientamento al mercato delle aziende tedesche. Le aziende con sede in Regno Unito inseriscono meno grafici volontari sul trend di borsa delle altre, ma tale risultato è influenzato dal fatto che nel Regno Unito un grafico sul valore azionario creato sia presente obbligatoriamente nella sezione del bilancio dedicata alla remunerazione degli amministratori⁴⁰¹.

Per quanto concerne i grafici sul reddito, emerge che le imprese francesi preferiscano inserire grafici sul reddito netto mentre quelle tedesche, italiane ed britanniche sul reddito pre imposte. In particolare, le società con sede in Regno Unito inseriscono grafici sul reddito netto in solo il 30% dei bilanci mentre quelle francesi nel 50%. Viceversa, le società britanniche sono quelle ad inserire con maggiore frequenza e numero i grafici sul reddito pre-imposte, nel 62% dei bilanci⁴⁰². Per quanto concerne, infine, i grafici sulle vendite, essi sono diffusi nei bilanci di tutti i Paesi ed, in primis, nei bilanci francesi e tedeschi, in linea con quanto emerso in uno studio precedente⁴⁰³. L'indicatore critico economico-finanziario più diffuso graficamente nei bilanci francesi è relativo alle vendite, nei bilanci tedeschi ed italiani al trend di borsa e nei bilanci britannici all'utile per azione.

Considerando i grafici di natura finanziario-patrimoniale, emerge come le aziende tedesche utilizzino con maggiore frequenza grafici sui flussi di cassa, sul debito e sugli investimenti/spese in conto capitale. Le imprese francesi sono quelle che, invece, danno maggiori informazioni sul

⁴⁰¹ Cfr. Companies Act 2006, Schedule 7A, op.cit.

⁴⁰² Una ricerca precedente aveva fatto emergere come le società quotate nel Regno Unito preferissero rappresentare graficamente come indicatore del reddito il reddito pre imposte mentre quelle quotate negli Stati Uniti il reddito netto. Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 61-62.

⁴⁰³ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 205.

debito, considerando il numero assoluto dei grafici. La tabella 4.1 evidenzia anche un raro utilizzo in bilancio di grafici sui costi e questo risultato potrebbe essere interpretato come una scarsa propensione delle aziende a fornire delle informazioni che incidono negativamente sui propri profitti.

Se si considerano i grafici non economico-finanziari, le aziende che ne fanno maggior uso sono quelle tedesche, con il 96% che inserisce almeno un grafico di questa natura. Tuttavia, qualora si consideri il numero assoluto dei grafici non economico-finanziari, sono le britanniche a farne il maggior uso, con 1478 grafici (più di 7 in media per bilancio). In particolare, tra i grafici non economico-finanziari, i bilanci delle aziende britanniche contengono più informazioni sui clienti aziendali, sulla struttura di governo e controllo societario (corporate governance) e sulla sostenibilità ambientale. La diffusione dei grafici sulla sostenibilità ambientale nei bilanci britannici, già evidenziata in studi precedenti⁴⁰⁴, potrebbe dipendere dal settore di appartenenza delle aziende britanniche ma, più probabilmente, dagli interventi del governo britannico per richiedere una maggiore comunicazione in bilancio sugli aspetti ambientali dell'attività d'impresa⁴⁰⁵. I bilanci delle aziende francesi sono, invece, quelle con più grafici sui dipendenti mentre i bilanci tedeschi prediligono, tra i grafici non economico-finanziari, quelli sulla produzione/capacità produttiva e sulle statistiche macroeconomiche.

I risultati sin qui evidenziati, riepilogando, evidenziano che le aziende tedesche superino quelle britanniche sia per numero che per frequenza dei grafici sia considerando gli indicatori critici economico-finanziari sia considerando il totale degli indicatori analizzati. Dunque, il livello di disclosure grafica nei bilanci è, per quantità di grafici e diversità dei contenuti, più alto nei bilanci tedeschi che altrove.

Considerando anche le informazioni che si riferiscono ai singoli segmenti aziendali od alle singole aree geografiche, il numero totale dei grafici cresce passando da 10546 a 13599. Ciò implica che, in un bilancio consolidato, circa il 22% dei grafici totali si riferisca a singoli segmenti/aree geografiche. Ci si attende, inoltre, che al crescere dei segmenti o divisioni dell'azienda o delle aree geografiche in cui essa operi, il numero dei grafici sui segmenti cresca. Tra le informazioni sui segmenti, le più diffuse riguardano le vendite ed il reddito prodotto nei singoli segmenti. I grafici sui segmenti hanno, pertanto, per lo più, natura economico-finanziaria. Le aziende che inseriscono maggiori grafici sui segmenti/aree geografiche aziendali sono quelle francesi, seguite da quelle britanniche e tedesche.

4.3. L'utilizzo dei grafici negli anni e l'effetto della recente crisi.

Nonostante la crisi finanziaria, l'uso dei grafici è rimasto stabile e, anzi, è lievemente aumentato, sia considerando il numero assoluto che la frequenza dei bilanci con almeno un grafico. Nel 2006, il numero dei bilanci con almeno un grafico era pari al 90%, mentre nel 2009 al 92%.

⁴⁰⁴ Cfr. M.J. Jones, *The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting*, cit, p. 81.

⁴⁰⁵ Cfr. S. A. Aaronson, *Corporate responsibility in the global village: The British role model and the American laggard*, *Business and Society Review*, 108, 2002, pp. 309–338.

Tabella 4.2: Numero dei grafici volontari e % dei bilanci con almeno un grafico negli anni

	2006		2007		2008		2009		Totale			Pre-crisi		Crisi	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%	N	%	N	%
totale grafici ^b	2435	90%	2619	91%	2657	93%	2835	92%	10546	2636	91%	5054	90%	5491	92%
Numero medio per bilancio	12,2		13,1		13,3		14,2			13,2		12,6		13,7	
grafici economico-finanziari															
totale grafici economico-finanziari	1280	84%	1326	83%	1385	86%	1454	87%	5445	1361	85%	2606	83%	2839	86%
indicatori critici economico-finanziari															
dividendo per azione	63	28%	63	28%	56	26%	65	29%	247	62	28%	126	28%	121	27%
reddito netto	68	29%	65	29%	72	31%	75	33%	280	70	30%	133	29%	147	32%
reddito pre imposte	176	51%	187	51%	190	55%	191	56%	745	186	53%	363	51%	382	55%
trend di borsa	182	65%	178	61%	165	60%	167	62%	691	173	62%	360	63%	331	61%
utile per azione	61	26%	68	25%	66	23%	72	24%	267	67	24%	129	25%	138	24%
vendite	268	57%	279	63%	285	63%	285	63%	1118	279	61%	547	60%	571	63%
totale indicatori critici economico-finanziari	818	84%	839	81%	835	83%	855	85%	3347	837	83%	1657	82%	1690	84%
Numero medio per bilancio	4,1		4,2		4,2		4,3			4,2		4,1		4,2	
altri indicatori economico-finanziari															
altre informazioni sui dividendi	14	12%	15	11%	14	11%	14	12%	58	14	11%	29	11%	29	12%
altre informazioni sulle azioni	35	18%	41	19%	40	20%	47	20%	162	41	19%	76	19%	86	20%
altri indicatori economico-finanziari	31	13%	28	12%	32	14%	42	15%	133	33	13%	59	12%	74	14%
altro su attivo	12	13%	12	13%	10	12%	10	12%	43	11	12%	23	13%	20	12%
cash flow	64	31%	70	31%	85	38%	97	38%	316	79	34%	134	31%	182	38%
costi	31	13%	38	14%	38	16%	38	14%	146	36	14%	70	13%	76	15%
informazioni sul debito	75	37%	82	37%	119	44%	132	45%	408	102	41%	158	37%	251	44%
investimenti/spese in conto capitale	112	38%	111	38%	119	42%	123	41%	465	116	40%	223	38%	241	41%
marginari in % sulle vendite/ROS	24	11%	27	12%	32	13%	36	15%	119	30	13%	51	12%	68	14%
patrimonio netto	35	25%	36	24%	39	26%	38	25%	148	37	25%	71	24%	77	26%
roce/roe/roi/roace	28	13%	28	12%	23	11%	23	11%	101	25	12%	56	13%	46	11%
totale altri indicatori economico-finanziari	462	69%	487	65%	551	71%	599	72%	2099	525	69%	949	67%	1150	71%
grafici non economico-finanziari															
altre informazioni operative non economiche	88	21%	125	24%	101	22%	114	25%	427	107	23%	213	22%	214	23%

	2006		2007		2008		2009		Totale			Pre-crisi		Crisi	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%	N	%	N	%
altre informazioni sulla responsabilità sociale	24	9%	34	10%	21	7%	37	10%	116	29	9%	57	9%	58	8%
altre statistiche macro	92	16%	99	18%	112	19%	131	22%	434	108	18%	191	17%	243	20%
clienti	34	7%	32	7%	21	6%	29	8%	115	29	7%	66	7%	49	7%
dipendenti	303	48%	325	49%	309	48%	331	51%	1269	317	49%	628	49%	641	49%
governance	126	41%	153	48%	161	48%	184	52%	624	156	47%	279	45%	345	50%
prezzi e unità vendute	10	3%	11	3%	9	3%	11	5%	41	10	3%	21	3%	20	4%
produzione/capacità produttiva	158	23%	148	25%	186	28%	174	27%	666	166	25%	306	24%	360	27%
sostenibilità ambientale	182	21%	199	24%	218	25%	207	31%	805	201	25%	380	23%	425	28%
statistiche di mercato	121	18%	132	20%	111	19%	128	19%	492	123	19%	253	19%	239	19%
altro	18	10%	35	10%	23	10%	35	13%	111	28	11%	53	10%	58	11%
totale grafici non economico-finanziari	1155	84%	1293	83%	1272	87%	1381	87%	5100	1275	85%	2448	84%	2652	87%
Numero medio per bilancio	5,8		6,5		6,4		6,9			6,4		6,1		6,6	
grafici obbligatori	72	24%	67	24%	68	24%	66	24%	273	68	24%	139	24%	134	24%
tot. Grafici (inclusi grafici obbligatori)	2507	91%	2686	92%	2657	93%	2901	92%	10819	2705	92%	5193	91%	5558	92%
grafici sui segmenti															
reddito nei segmenti/aree geografiche /prodotti/singole società	141	21%	139	22%	125	19%	152	22%	557	139	21%	280	21%	277	20%
vendite nei segmenti/aree geografiche /prodotti/singole società	333	38%	338	36%	358	34%	377	37%	1407	352	36%	672	37%	734	35%
tot. Grafici sui segmenti	749	88%	749	87%	698	90%	857	90%	3053	763	89%	1498	88%	1555	90%

Note

a) % di bilanci che contengono almeno un grafico

b) Nella tabella, tranne che nelle 3 righe conclusive, sono esclusi i grafici riferiti non all'intero gruppo aziendale ma a sue divisioni/aree geografiche

Il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è lievemente cresciuto dal 2006 al 2009, passando da 818 circa (più di 4 grafici per bilancio) a 854 circa (circa 4.5 grafici per bilancio). Un discorso analogo riguarda il totale dei grafici economico-finanziari e non economico-finanziari.

Ad esempio, i grafici sul reddito (reddito pre-imposte e reddito netto) sono aumentati in valore assoluto dal periodo pre-crisi al periodo della crisi. Anche i grafici sulle vendite sono aumentati, sia considerando il numero assoluto sia la frequenza di bilanci. Un trend leggermente differente è seguito dai grafici sul dividendo per azione, stabili dal 2006 al 2007 e calati lievemente nel 2008, con l'inizio della crisi, nonostante il valore del dividendo per azione, nel 2008, fosse aumentato rispetto al 2007 (si veda tabella 4.9).

Gli unici grafici il cui uso è diminuito dal periodo pre-crisi (360) al periodo della crisi (331) sono quelli sul trend di borsa. Dal 2008 al 2009 essi sono, però, nuovamente, lievemente aumentati così come è aumentata la performance borsistica. Dall'analisi dei soli grafici sul trend di borsa, sembrerebbe che il loro uso sia in linea con il trend della performance, coerentemente con le ipotesi basate sull'impression management. In generale, però, il comportamento seguito negli anni nell'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari non sembrerebbe essere in linea con l'impression management e le aziende sembrerebbero mantenere un comportamento non opportunistico, continuando ad inserire i grafici anche dopo la crisi ed in un numero lievemente maggiore.

Oltre ai grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, dal periodo pre-crisi al periodo della crisi vi è stato un aumento degli altri grafici su indicatori economico-finanziari ed, in particolare, di quelli sul cash flow, sul debito, sugli investimenti in conto capitale e sui margini in percentuale sulle vendite.

Considerando i grafici non economico-finanziari, dal 2006 al 2009 vi è stato un aumento lieve e costante dei grafici sulla struttura di governo e controllo societario (corporate governance) e sulle statistiche macroeconomiche. Vi è stato, inoltre, un incremento costante, con un leggero calo nel solo 2009, dei grafici sulla sostenibilità ambientale. Non ci sono, in generale, delle categorie di grafici per cui si registra un calo di utilizzo sensibile.

Sintetizzando, emerge che le aziende abbiano usato grafici di contenuto differente in modo molto simile, dal 2006 al 2009. C'è stato un lieve aumento dei grafici, nonostante la crisi economico-finanziaria, e questo comportamento potrebbe essere interpretato alla luce dell'informazione incrementale, secondo cui le informazioni grafiche dovrebbero essere aumentate negli anni. Inoltre, le aziende sembrano essere più propense a mantenere il grafico negli anni piuttosto che ad inserirlo od eliminarlo in base ai risultati aziendali conseguiti.

Considerando i grafici sui segmenti, si registra una riduzione di questo tipo di grafici nei bilanci del 2008 ma, in generale, il loro numero cresce con il passare degli anni.

4.4 L'utilizzo dei grafici localizzati in posizione strategica

Si è provveduto a distinguere i grafici localizzati in posizione strategica, cioè inseriti nella sezione sui principali risultati aziendali (spesso chiamata "highlights"), che occupa di norma le prime pagine del bilancio, dagli altri. L'obiettivo è quello di verificare se il contenuto dei grafici vari a seconda della posizione del grafico all'interno del documento-bilancio. Si presume che un grafico localizzato in posizione strategica dall'azienda influenzi maggiormente il lettore del bilancio⁴⁰⁶.

⁴⁰⁶ Si rimanda a quanto scritto da V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 202.

Tabella 4.3: Numero dei grafici e % dei bilanci con almeno un grafico, con riferimento ai grafici localizzati in posizione strategica. Analisi per Paese

	Francia		Germania		Italia		Regno Unito		Totale		
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%
totale grafici ^b	1118	66%	250	40%	540	48%	1169	74%	3078	440	57%
Numero medio per bilancio	5,6		1,3		2,7		5,8			2,2	
grafici economico-finanziari											
totale grafici economico-finanziari	862	64%	209	39%	480	47%	808	73%	2359	337	55%
indicatori critici economico-finanziari											
dividendo per azione	35	19%	0	0%	3	2%	79	36%	117	17	14%
reddito netto	102	45%	21	11%	36	21%	27	11%	186	27	22%
reddito pre imposte	102	43%	52	23%	99	34%	163	51%	416	60	37%
trend di borsa	27	13%	10	5%	56	14%	64	20%	157	22	13%
utile per azione	53	24%	6	3%	2	1%	122	48%	183	26	19%
vendite	272	58%	94	34%	100	35%	135	48%	600	86	44%
totale indicatori critici economico-finanziari	590	63%	183	38%	296	45%	589	70%	1658	237	54%
Numero medio per bilancio	2,9		0,9		1,5		2,9			1,2	
altri indicatori economico-finanziari											
altre informazioni sui dividendi	4	3%	0	0%	8	4%	16	9%	27	4	4%
altre informazioni sulle azioni	15	8%	0	0%	17	7%	0	1%	33	5	4%
altri indicatori economico-finanziari	8	6%	2	2%	10	4%	24	12%	44	6	6%
altro su attivo	1	2%	0	0%	0	0%	0	0%	1	0	0%
cash flow	70	26%	6	3%	26	14%	52	25%	153	22	17%
costi	3	2%	0	1%	1	1%	18	8%	22	3	3%
informazioni sul debito	60	29%	0	0%	53	25%	20	9%	132	19	16%
investimenti/spese in conto capitale	55	21%	12	6%	14	9%	29	14%	111	16	12%
margin in % sulle vendite/ROS	15	5%	1	1%	18	9%	16	8%	50	7	6%
patrimonio netto	29	15%	1	1%	17	12%	14	7%	60	9	8%
roce/roe/roi/roace	13	7%	3	2%	20	8%	32	15%	67	10	8%
totale altri indicatori economico-finanziari	272	45%	26	12%	184	38%	219	47%	701	100	36%
grafici non economico-finanziari											
altre informazioni operative non economiche	39	9%	5	3%	0	0%	29	10%	73	10	5%
altre informazioni sulla responsabilità sociale	4	1%	0	0%	4	2%	11	5%	19	3	2%
altre statistiche macro	15	2%	0	0%	0	0%	1	1%	16	2	1%

	Francia		Germania		Italia		Regno Unito		Totale		
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%
clienti	1	1%	1	1%	0	0%	37	6%	39	6	2%
dipendenti	96	25%	18	3%	5	3%	99	16%	218	31	12%
governance	34	11%	0	0%	22	7%	3	2%	59	8	5%
prezzi e unità vendute	11	4%	1	1%	0	0%	10	4%	22	3	2%
produzione/capacità produttiva	21	7%	15	5%	20	6%	60	13%	116	17	8%
sostenibilità ambientale	32	4%	0	0%	6	2%	99	12%	137	20	4%
statistiche di mercato	3	1%	1	1%	0	0%	6	2%	10	1	1%
altro	0	1%	0	0%	3	2%	6	4%	10	1	2%
totale grafici non economico-finanziari	256	45%	41	11%	60	19%	361	36%	719	103	28%
Numero medio per bilancio	1,3		0,2		0,3		1,8			0,5	

Note:

a) % di bilanci che contengono almeno un grafico.

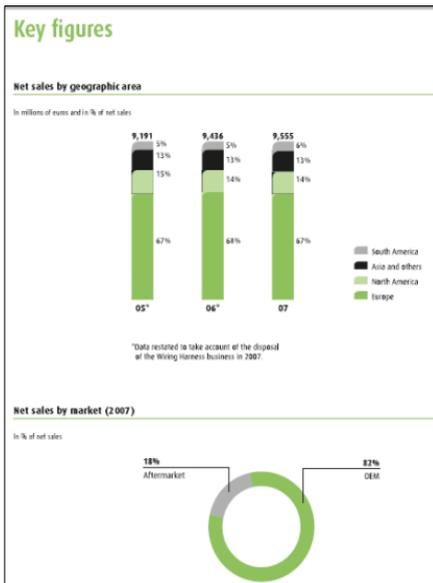
b) Nella tabella sono esclusi i grafici riferiti non all'intero gruppo aziendale ma a sue divisioni/aree geografiche.

Circa il 29% dei grafici è collocato in posizione strategica, nella sezione “principali risultati” o “highlights”: 3077 grafici su 10546, considerando i grafici riferiti all’intero gruppo. La percentuale di bilanci con almeno un grafico in posizione strategica supera il 56%. Tra questi grafici, più della metà riguarda uno dei sei indicatori critici economico-finanziari. Infatti, su 3077 grafici localizzati in posizione strategica, 1657 si riferiscono ad uno di questi indicatori. Tale risultato indica che le aziende tendono ad inserire, tra i grafici localizzati in posizione strategica, quelli inerenti la loro performance economico-finanziaria. Tra gli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica, quello più diffuso è rappresentato dalle vendite seguito dal reddito pre-imposte, mentre quello meno “enfaticizzato” è il trend di borsa. Tra gli altri indicatori economico-finanziari non critici, quello maggiormente utilizzato è il cash flow, seguito dal grafico sugli investimenti/spese in conto capitale. Considerando il totale dei grafici localizzati in posizione strategica, emerge come circa il 77% sia rappresentato da grafici economico-finanziari, includendo gli indicatori economico-finanziari critici e non, mentre solo il 23% da grafici non economico-finanziari, che, invece, rappresentano il 48% del numero totale dei grafici. Tra i grafici non economico-finanziari localizzati in posizione strategica, i più diffusi contengono informazioni operative non economiche, informazioni sulla sostenibilità ambientale e sulla corporate governance. Le aziende che posizionano strategicamente le informazioni attraverso i grafici sono per lo più quelle britanniche (1169 grafici) e francesi (1117 grafici).

L’esempio successivo evidenzia come aziende operanti nello stesso segmento specifico (accessori e parti di veicoli) adottino un differente uso dei grafici localizzati in posizione strategica. Nell’esempio, mentre le due aziende francesi e britanniche inseriscono dei grafici in posizione strategica, le due aziende tedesche ed italiane non lo fanno.

Figura 4.1.: Un esempio di utilizzo differente dei grafici localizzati in posizione strategica

Azienda francese – bilancio 2007



Azienda tedesca – bilancio 2007

Continental Corporation

In € millions	2007	2006
Sales	16,619.4	14,887.0
EBITDA	2,490.6	2,301.5
n % of sales	15.0	15.5
EBIT before amortization of intangible assets from PPA ¹	1,737.2	1,615.0
n % of sales	10.5	10.9
EBIT	1,675.8	1,601.9
n % of sales	10.1	10.8
Net income attributable to the shareholders of the parent	1,020.8	981.9
Free cash flow	-10,625.8	-641.1
Net indebtedness	10,856.4	1,181.0
Gearing ratio in %	158.3	25.1
Total equity	6,856.1	4,709.9
Equity ratio in %	24.7	43.4
Number of employees at the end of the year ²	151,854	85,224
Dividend in €	2.00 ³	2.00
Share price (high) in €	109.07	97.14
Share price (low) in €	84.19	71.57

¹ PPA, purchase price allocation
² Excluding trainees
³ Subject to the approval of the Annual Shareholders' Meeting on April 25, 2008

Azienda italiana – Bilancio 2007

GROUP OPERATIONS

There have been improvements in all of the main income statement and balance sheet aggregates:

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

(In millions of Euro)

	2007		2006	
	Amount	%	Amount	%
Sale revenue	1,071.8	100.0	1,018.6	100.0
Variable cost of sales	499.4	45.7	452.2	44.2
CONTRIBUTION MARGIN	572.4	54.7	563.4	55.9
Manufacturing and R&D overheads	115.2	10.7	114.3	11.2
Depreciation and amortization	44.7	4.2	43.0	4.4
Distribution and sales/lead expenses	38.4	3.6	37.7	3.7
Administrative and general expenses	60.5	5.6	61.8	6.1
OPERATING PROFIT	113.6	10.6	106.6	10.5
Restructuring costs	7.6	0.7	3.2	0.5
Loss (gain) on disposal	(4.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Exchange (gain) loss	0.9	0.1	0.9	0.1
Other non-operating expenses (income)	29.8	2.8	23.0	2.1
EBIT	89.9	8.4	83.5	8.2
Financial expense (income), net	9.4	0.9	10.2	1.0
Loss (gain) from equity investments	(0.1)	-	(2.6)	(0.2)
PROFIT BEFORE TAXES AND MINORITY INTERESTS	80.6	7.5	74.9	7.4
Income taxes	25.4	2.4	23.5	2.1
NET PROFIT BEFORE MINORITY INTERESTS	55.2	5.1	51.4	5.3
Loss (income) attributable to minority interests	(2.0)	(0.2)	(2.6)	(0.3)
GROUP NET PROFIT	53.2	4.9	50.8	5.0

Consolidated sales came to € 1,071.8 million with an increase of 5.2% compared with the previous year, when they amounted to € 1,018.6 million. In 2007, the Group benefited from the favourable trend in the Brazilian and Argentine markets, increased demand from French car manufacturers and higher market shares in the industrial vehicles sector.

The positive trend in sales was generated principally by the Suspension Components Division, up 6.7% on the previous year, within the

Azienda Britannica - Bilancio 2007 (grafici tratteggiati nei riquadri gialli)

2007 Highlights

- Significant progress made against strategic objectives, another year of increased sales and substantial improvement in profits and earnings per share.
- All four major divisions deliver good revenue growth – sales in Aerospace and Offhighway up 24% and 20% respectively.
- Exceptional levels of new business secured: \$1 billion of new orders for Aerospace and 80% of available business won by GKN Driveshafts.
- Powder Metallurgy profits soften slightly – momentum to recover in 2008.
- Strategic restructuring completes to plan, improving positioning in high growth markets.
- Dividend increased by 5.5% to 13.5p reflecting the Board's continuing confidence.

Fonti: Azienda francese: Valeo S.A., Reference Document 2007, pag. 2; Azienda tedesca: Continental, annual report 2007, pag. 2 PDF; Azienda italiana: Sogefi, annual report 2007, pag. 3 PDF.

Mentre l'indicatore critico maggiormente "enfaticizzato" in bilancio dalle aziende francesi è rappresentato dalle vendite, le aziende britanniche enfaticizzano, in primis, il reddito pre - imposte. I grafici sul dividendo per azione e sull'utile per azione non vengono quasi mai localizzati in posizione strategica nei bilanci delle aziende italiane e tedesche, in linea con quanto scritto sull'uso di questi due indicatori nei bilanci dei due Paesi. Più della metà dei bilanci delle aziende tedesche non contiene neanche un grafico localizzato in posizione strategica. Le aziende tedesche sono, da un lato, quelle che usano minori grafici "enfaticizzati" e dall'altro, come scritto, quelle che inseriscono più grafici in generale. Dunque, emerge come il posizionamento dei grafici nei bilanci di un'azienda tedesca sia differente, con i grafici presenti nelle varie sezioni del bilancio e non nelle prime pagine. Invece di "enfaticizzare" un grafico, i bilanci delle aziende tedesche sembrano includere un ampio numero di grafici su tutti gli aspetti della performance aziendale, economico-finanziaria e non. Le aziende italiane inseriscono i grafici nella sezione "highlights" con maggiore frequenza delle aziende tedesche. Tra i grafici maggiormente localizzati in questa sezione dalle aziende italiane, vi sono quelli sulle vendite, sul reddito pre-imposte e sul debito. In linea con l'uso dei grafici in generale, anche quelli localizzati in posizione strategica aumentano lievemente dal 2006 al 2009. Aumenta anche la percentuale dei bilanci con almeno un grafico "enfaticizzato".

Tabella 4.4: Numero dei grafici e % dei bilanci con almeno un grafico, con riferimento ai grafici localizzati in posizione strategica. Analisi per Anno

	2006		2007		2008		2009		Totale			pre-crisi		crisi	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%	N	%	N	%
totale grafici ^b	753	57%	780	56%	726	58%	819	57%	3078	769	57%	766	56%	772	57%
Numero medio per bilancio	3,8		3,9		3,6		4,1			3,8		3,8		3,9	
grafici economico-finanziari															
totale grafici economico-finanziari	573	54%	584	55%	585	57%	617	56%	2359	590	55%	578	55%	601	56%
indicatori critici economico-finanziari															
dividendo per azione	34	15%	32	16%	23	12%	29	14%	117	29	14%	33	15%	26	13%
reddito netto	48	23%	48	24%	47	22%	43	19%	186	46	22%	48	23%	45	21%
reddito pre imposte	97	37%	104	37%	103	38%	112	38%	416	104	37%	100	37%	107	38%
trend di borsa	35	13%	40	13%	41	13%	41	13%	157	39	13%	37	13%	41	13%
utile per azione	46	20%	46	20%	46	18%	46	19%	183	46	19%	46	20%	46	18%
vendite	144	42%	159	45%	145	44%	151	44%	600	150	44%	152	43%	148	44%
totale indicatori critici economico-finanziari	404	53%	428	54%	404	55%	422	55%	1658	414	54%	416	53%	413	55%
Numero medio per bilancio	2,0		2,1		2,0		2,1			2,1		2,1		2,1	
altri indicatori economico-finanziari															
altre informazioni sui dividendi	5	3%	5	4%	9	5%	8	5%	27	7	4%	5	3%	9	5%
altre informazioni sulle azioni	10	5%	11	5%	7	4%	6	3%	33	8	4%	10	5%	6	3%
altri indicatori economico-finanziari	12	6%	7	4%	12	8%	13	7%	44	11	6%	9	5%	13	7%
altro su attivo	1	1%	0	1%	0	0%	0	0%	1	0	0%	1	1%	0	0%
cash flow	33	15%	32	14%	42	20%	46	19%	153	38	17%	32	15%	44	19%
costi	5	3%	3	2%	6	3%	8	4%	22	5	3%	4	2%	7	3%
informazioni sul debito	30	15%	30	15%	37	18%	35	15%	132	33	16%	30	15%	36	16%
investimenti/spese in conto capitale	30	14%	24	11%	28	13%	28	11%	111	28	12%	27	12%	28	12%
marginari in % sulle vendite/ROS	7	4%	11	5%	13	6%	18	8%	50	12	6%	9	4%	16	7%
patrimonio netto	16	8%	15	8%	13	9%	15	9%	60	15	8%	16	8%	14	9%
roce/roe/roi/roace	19	9%	17	8%	14	7%	17	7%	67	17	8%	18	8%	15	7%
totale altri indicatori critici economico-finanziari	169	35%	156	32%	181	38%	195	38%	701	175	36%	162	34%	188	38%
grafici non economico-finanziari	13	5%	18	5%	20	6%	22	6%	73	18	5%	16	5%	21	6%

	2006		2007		2008		2009		Totale			pre-crisi		crisi	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	Σ	media	%	N	%	N	%
altre informazioni operative non economiche	4	2%	7	3%	2	1%	6	2%	19	5	2%	5	2%	4	2%
altre informazioni sulla responsabilità sociale	5	1%	5	1%	5	1%	1	1%	16	4	1%	5	1%	3	1%
altre statistiche macro	3	2%	3	2%	1	1%	2	1%	10	2	2%	3	2%	2	1%
clienti	5	3%	3	2%	6	3%	8	4%	22	5	3%	4	2%	7	3%
dipendenti	54	12%	58	10%	45	10%	61	14%	218	54	12%	56	11%	53	12%
governance	16	5%	17	6%	13	4%	13	5%	59	15	5%	17	5%	13	4%
prezzi e unità vendute	6	2%	5	2%	5	2%	6	3%	22	6	2%	6	2%	6	2%
produzione/capacità produttiva	30	8%	13	5%	29	9%	44	10%	116	29	8%	22	6%	37	9%
sostenibilità ambientale	34	2%	52	4%	15	4%	36	7%	137	34	4%	43	3%	26	6%
statistiche di mercato	2	1%	3	1%	0	0%	5	1%	10	3	1%	3	1%	3	1%
altro	13	1%	15	1%	5	2%	6	3%	39	10	2%	14	1%	6	2%
totale grafici non economico-finanziari	180	28%	196	25%	140	26%	202	32%	719	180	28%	188	26%	171	29%
Numero medio per bilancio	0,9		1,0		0,7		1,0			0,9		0,9		0,9	

Note:

a) % di bilanci che contengono almeno un grafico.

b) Nella tabella sono esclusi i grafici riferiti non all'intero gruppo aziendale ma a sue divisioni/aree geografiche.

Considerando i sei indicatori critici economico-finanziari, emerge che la localizzazione in posizione strategica di questi indicatori sia, in generale, aumentata nel tempo. Gli unici due tipi di grafici, il cui uso in posizione strategica si riduce, sono quelli sul dividendo per azione e sul reddito netto. Dal periodo pre-crisi a quello della crisi si registra anche una diffusione dei grafici sugli altri indicatori economico-finanziari, non critici. Per quanto concerne gli indicatori non economico-finanziari localizzati in posizione strategica in bilancio, il loro numero ed il loro uso è pressoché stabile nel tempo. Si segnala un maggiore uso dal periodo pre-crisi a quello della crisi dei grafici sulla produzione/capacità produttiva e sulla sostenibilità ambientale.

Riassumendo, dalle tabelle 4.3 e 4.4 il quadro che ancora una volta emerge è una tendenza nell'uso dei grafici nei bilanci pressoché stabile nel tempo, mentre ci sono delle differenze nei quattro Paesi considerati. L'effetto istituzionale, pertanto, sembrerebbe prevalere rispetto a quello temporale. La proporzione di grafici economico-finanziari localizzati in posizione strategica ed, in particolare, dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, è maggiore di quella dei grafici non economico-finanziari, a conferma del fatto che le aziende preferiscano rappresentare graficamente taluni aspetti giudicati "chiave" per comprendere la performance economico-finanziaria.

4.5. La distorsione dei grafici

Oltre alla selettività, come scritto, è stata analizzata la distorsione dei grafici, misurata attraverso l'indice di discrepanza relativo (RGD). L'obiettivo è quello di verificare se le dimensioni del grafico e delle sue parti siano proporzionali al valore numerico che il grafico sta rappresentando. Se tale principio di proporzionalità non è rispettato, un grafico è definito distorto⁴⁰⁷. L'analisi della distorsione dei grafici ha interessato, come scritto, i soli indicatori critici economico-finanziari⁴⁰⁸. Tra i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, sono stati analizzati quelli che rappresentassero una serie temporale perché l'indice, per dare luogo ad un valore definito, necessita del confronto tra due o più valori e, quindi, tra due o più anni. I grafici la cui distorsione è stata misurata sono di tre tipi: istogrammi, a linea e a barre⁴⁰⁹. Nella tabella 4.5, sono indicati i valori medi e mediani⁴¹⁰ dell'indice di discrepanza relativo (RGD).

⁴⁰⁷ Cfr. Tufte, E. R., *The visual display of quantitative information*, cit., p. 56; W. Y. Hill, M. Milner, *Guidelines for graphical displays in financial reporting*, Accounting Education, 12(2), 2003. pp. 135-157.

⁴⁰⁸ Ad ogni grafico, è stato dato peso pari ad 1, a differenza di quanto fatto in tema di selettività.

⁴⁰⁹ I grafici a torta, infatti, non consentono il confronto temporale tra dei valori numerici ed, inoltre, è necessario ricorrere ad altri indici per la misurazione della loro distorsione.

⁴¹⁰ Al fine di evitare l'influenza dei valori estremi nella distribuzione dell'indice, si commentano i valori mediani.

Tabella 4.5: Valori medi e mediani dell' indice RGD negli anni (valori percentuali)⁴¹¹

	2006		2007		2008		2009		totale		pre-crisi		crisi		minimo	massimo
	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana		
favorevole	67,8	10,0	51,7	3,5	30,5	2,5	31,1	4,5	46,5	4,6	60,1	7,2	30,8	3,4	0,0	3538,2
sfavorevole	8,4	2,0	10,2	1,9	18,0	3,2	7,1	1,6	11,3	2,1	9,4	2,0	12,8	2,2	0,0	749,7
Totale grafici	45,5	4,5	34,5	2,6	23,8	2,7	20,2	2,4	31,0	2,8	15,7	3,2	15,7	2,5	0,0	3538,2
totale grafici (solo distors. rilevante)	79,5	23,4	66,4	20,5	45,7	17,1	40,0	15,1	58,6	18,5	10,7	22,2	10,7	16,2	2,5	3538,2
intersezione assi ≠ 0	141,4	55,4	99,8	38,9	51,9	37,4	55,0	35,4	91,1	40,1	120,5	48,0	53,4	35,5	0,0	3538,2
intersezione assi = 0	18,2	2,2	15,3	1,4	17,7	1,8	13,1	1,6	16,1	1,7	16,8	1,9	15,4	1,7	0,0	1666,2
dati numerici nel grafico	16,7	2,0	10,5	1,4	15,7	1,6	11,3	1,5	13,5	1,5	13,6	1,6	13,4	1,5	0,0	1005,3
no dati numerici nel grafico	114,1	44,8	92,9	32,2	45,6	26,0	45,3	20,2	75,8	30,3	103,6	36,5	45,4	22,2	0,0	3538,2
trend non superiore ai 2 anni	63,0	6,1	34,7	3,9	30,5	3,6	17,3	3,5	37,5	4,4	49,6	5,2	23,7	3,5	0,0	1931,3
trend superiore ai 2 anni	28,5	3,0	34,7	2,2	19,4	2,3	22,5	1,9	26,0	2,3	31,8	2,5	20,9	2,1	0,0	3538,2
dividendo per azione	21,7	1,2	7,5	1,5	11,3	1,2	22,7	1,5	15,9	1,4	14,5	1,4	17,4	1,4	0,0	1005,3
reddito netto	13,5	2,5	6,9	1,3	23,1	2,3	6,8	1,5	12,7	1,9	10,3	1,8	15,0	1,9	0,0	749,7
reddito pre imposte	13,0	3,0	14,0	1,3	26,1	1,6	13,2	1,7	16,7	1,7	13,5	2,0	19,6	1,6	0,0	1000,9
Trend di borsa	128,0	51,5	99,1	37,0	44,9	28,6	46,4	22,9	79,6	34,3	113,8	46,4	45,7	26,0	0,0	3538,2
utile per azione	7,7	1,9	11,8	1,0	7,5	1,3	6,7	1,5	8,4	1,4	9,8	1,5	7,0	1,4	0,0	243,8
vendite	9,7	1,6	6,0	1,3	3,7	1,2	4,7	1,2	6,0	1,3	7,8	1,4	4,2	1,2	0,0	231,5

⁴¹¹ Per calcolare i valori medi e mediani dell'indice di distorsione, sono stati inclusi tutti i grafici, anche quelli con una distorsione non rilevante.

Il valore mediano dell'indice di distorsione è pari a 2,8%, al di sopra della soglia minima del 2,5% che separa le distorsioni non rilevanti dalle rilevanti. Considerando i soli casi di grafici distorti al di sopra di tale soglia, il livello di distorsione mediano diviene pari a 18,5%. Il livello mediano più elevato di distorsione si ha nel periodo pre-crisi e, più precisamente, nel 2006 mentre il livello più basso nel periodo durante la crisi e, più precisamente, nel 2009. Dunque, sembrerebbe esserci una minore propensione delle aziende a distorcere i grafici durante la crisi finanziaria e questo potrebbe essere dovuto alla crescita dell'attenzione pubblica verso l'informazione di bilancio affinché sia veritiera oltre che comparabile. Analizzando separatamente i casi di distorsione favorevole e quelli di distorsione sfavorevole, si evince che il livello mediano di distorsione favorevole supera sempre, ed in misura maggiore nel periodo pre-crisi, quello di distorsione sfavorevole. Dunque, sembra esserci una maggiore enfasi nella distorsione dei grafici, quando l'obiettivo è quello di rappresentare un trend favorevole. Dalla tabella 4.5, inoltre, si evince che l'intersezione tra ascisse ed ordinate in un punto diverso rispetto al punto 0 dà luogo ad un valore mediano di distorsione (RGD = 40,1%) ben superiore rispetto a quello dei grafici con gli assi correttamente costruiti, con intersezione tra ascisse ed ordinate nel punto 0 (RGD = 1,7%, non rilevante dunque)⁴¹².

Quando il grafico contiene al suo interno, facilitando la comprensione del lettore, i valori numerici rappresentati, il livello mediano della distorsione è assai inferiore (RGD = 1,5%, non rilevante) rispetto a quello dei grafici privi dei valori numerici (RGD = 30,3%). Pertanto, le aziende che inseriscono un grafico più dettagliato e chiaro, con all'interno i valori numerici, sono anche quelle che distorcono meno lo stesso. Nella tabella 4.5 sono anche indicati i grafici con trend non superiore o superiore ai due anni: i primi sono, soprattutto nel periodo pre-crisi, più distorti dei secondi (RGD = 4,4%, dunque rilevante, contro RGD = 2,3%, non rilevante). Dunque, vi è una maggiore propensione a distorcere i grafici con l'obiettivo di influenzare il lettore su una variazione di breve termine più che di medio - lungo termine. Tra i grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari, i più distorti sono quelli sul trend di borsa mentre quelli meno distorti sono quelli sulle vendite.

Tra le aziende dei quattro Paesi, le aziende italiane inseriscono grafici sugli indicatori critici economico-finanziari con la più elevata distorsione.

⁴¹² La presenza dei grafici con intersezione tra gli assi in un punto diverso da 0 permette, in generale, al lettore di cogliere meglio le differenze intervenute nella performance aziendale da un periodo ad un altro e non necessariamente, dunque, è finalizzata ad ingannarlo od a sovrastimare la performance.

Tabella 4.6: Valori medi e mediani dell'indice RGD nei quattro Paesi (valori percentuali)⁴¹³

	francia		germania		italia		regno unito		Totale		minimo	massimo
	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana	media	mediana		
favorevole	28,2	2,6	59,3	7,1	57,0	6,6	42,2	4,5	46,5	4,6	0,0	3538,2
sfavorevole	10,6	1,9	11,4	2,0	15,7	4,7	9,2	1,6	11,3	2,1	0,0	749,7
Totale grafici	19,7	2,0	37,8	3,1	38,7	5,4	28,8	2,6	31,0	2,8	0,0	3538,2
totale grafici (solo distorsione rilevante)	41,6	15,3	70,2	20,8	62,6	19,0	55,9	19,0	58,6	18,5	2,5	3538,2
intersezione assi ≠ 0	62,6	29,8	99,1	37,8	74,6	36,9	112,4	56,8	91,1	40,1	0,0	3538,2
intersezione assi = 0	12,4	1,5	16,7	1,6	24,8	2,4	14,4	1,7	16,1	1,7	0,0	1666,2
dati numerici nel grafico	10,2	1,4	12,7	1,6	24,4	2,4	12,2	1,4	13,5	1,5	0,0	1005,3
no dati numerici nel grafico	63,8	28,0	98,2	32,7	65,0	25,8	67,1	30,9	75,8	30,3	0,0	3538,2
trend non superiore ai 2 anni	23,3	3,1	51,3	5,7	47,5	11,0	15,8	2,2	37,5	4,4	0,0	1931,3
trend superiore ai 2 anni	17,3	1,8	17,8	1,8	27,7	2,8	34,0	2,8	26,0	2,3	0,0	3538,2
dividendo per azione	6,1	0,9	10,9	2,0	5,5	2,1	23,2	1,2	15,9	1,4	0,0	1005,3
reddito netto	9,5	1,6	18,6	1,7	15,2	2,3	5,5	2,5	12,7	1,9	0,0	749,7
reddito pre imposte	12,2	1,3	7,1	1,7	36,9	2,7	14,3	1,5	16,7	1,7	0,0	1000,9
trend di borsa	57,8	24,0	101,3	36,0	71,3	33,1	74,3	38,7	79,6	34,3	0,0	3538,2
utile per azione	5,8	1,1	13,7	0,8	1,6	1,6	8,7	1,6	8,4	1,4	0,0	243,8
vendite	6,3	1,2	4,8	1,1	9,9	2,2	4,5	1,2	6,0	1,3	0,0	231,5

⁴¹³ a) Per calcolare i valori medi e mediani dell'indice di distorsione, sono stati inclusi tutti i grafici, anche quelli con una distorsione non rilevante.

Se, però, si considerano i soli casi di distorsioni favorevoli, le aziende tedesche superano le altre per livello mediano di distorsione. Si ricordi che il valore assoluto di distorsione non è, di per sé, indice di opportunismo da parte del redattore del bilancio: l'opportunismo dipende, infatti, dalla prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole. I bilanci con la minore distorsione grafica sembrano essere quelli francesi. Emerge, inoltre, nei bilanci di tutti e quattro i Paesi, che la distorsione sia più elevata in presenza di grafici con gli assi cartesiani che non si intersecano nel punto 0, di grafici che non contengono i valori numerici all'interno e che rappresentano un trend di breve periodo, non superiore ai due anni. Tra i sei indicatori critici economico-finanziari, i grafici maggiormente distorti rappresentano il trend di borsa.

L'obiettivo del presente lavoro, come scritto, è anche quello di verificare se le distorsioni favorevoli prevalgano o meno rispetto a quelle sfavorevoli e quali siano i fattori che le influenzino.

Le successive due tabelle (tabella 4.7 e 4.8) integrano le precedenti e mostrano il numero dei grafici distorti favorevolmente e sfavorevolmente.

Tabella 4.7: Numero di distorsioni favorevoli e sfavorevoli - Analisi negli anni⁴¹⁴

	2006		2007		2008		2009		pre-crisi		crisi		Campione tot.	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Numero totale dei grafici	701	100%	689	100%	691	100%	716	100%	1389	100%	1408	100%	2797	100%
No distorsione rilevante	304	43%	335	49%	337	49%	363	51%	638	46%	701	50%	1339	48%
Totale grafici distorti	397	57%	354	51%	354	51%	353	49%	751	54%	707	50%	1458	52%
trend favorevoli_dati	615	88%	567	82%	413	60%	431	60%	1182	85%	844	60%	2026	72%
trend sfavorevoli_dati	86	12%	122	18%	278	40%	285	40%	207	15%	564	40%	771	28%
Totale grafici distors, favorevoli	293	42%	226	33%	166	24%	232	32%	519	37%	398	28%	917	33%
Totale grafici distors, sfavorevoli	104	15%	128	19%	188	27%	121	17%	232	17%	309	22%	541	19%
Totale grafici distors, con sovrastima	298	43%	256	37%	216	31%	220	31%	554	40%	436	31%	990	35%
sovrastima di un trend in aumento	275	39%	202	29%	99	14%	161	22%	477	34%	260	18%	737	26%
sovrastima di un trend in diminuzione	23	3%	54	8%	117	17%	59	8%	77	6%	176	13%	253	9%
Totale grafici distors, con sottostima	99	14%	98	14%	138	20%	133	19%	197	14%	271	19%	468	17%
sottostima di un trend in aumento	81	12%	74	11%	71	10%	62	9%	155	11%	133	9%	288	10%
sottostima di un trend in diminuzione	18	3%	24	3%	67	10%	71	10%	42	3%	138	10%	180	6%
intersezione assi $\neq 0$														
intersezione assi $\neq 0$ - favorevole	133	19%	111	16%	37	5%	87	12%	244	18%	124	9%	368	13%
intersezione assi $\neq 0$ - sfavorevole	16	2%	35	5%	79	11%	28	4%	51	4%	107	8%	158	6%
intersezione assi = 0														
intersezione assi = 0 - favorevole	160	23%	115	17%	129	19%	145	20%	275	20%	274	19%	549	20%
intersezione assi = 0 - sfavorevole	88	13%	93	13%	109	16%	93	13%	181	13%	202	14%	383	14%
dati numerici nel grafico														
dati numerici nel grafico - favorevole	132	19%	107	16%	110	16%	115	16%	239	17%	225	16%	464	17%
dati numerici nel grafico- sfavorevole	75	11%	78	11%	87	13%	81	11%	153	11%	168	12%	321	11%
No dati numerici nel grafico														
no dati numerici nel grafico - favorevole	160	23%	119	17%	56	8%	117	16%	279	20%	173	12%	452	16%
no dati numerici nel grafico- sfavorevole	29	4%	50	7%	101	15%	40	6%	79	6%	141	10%	220	8%
dividendo per azione:														

⁴¹⁴ Per l'analisi relativa alla distorsione, ogni grafico ha peso pari ad 1. In questa tabella, a differenza delle due precedenti, il numero di distorsioni è sempre determinato considerando le sole distorsioni rilevanti ($RGD > |2,5\%$)

	2006		2007		2008		2009		pre-crisi		crisi		Campione tot.	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
distorsioni favorevoli	10	1%	14	2%	7	1%	15	2%	24	2%	22	2%	46	2%
distorsioni sfavorevoli	7	1%	7	1%	9	1%	9	1%	14	1%	18	1%	32	1%
reddito netto:														
distorsioni favorevoli	17	2%	7	1%	16	2%	12	2%	24	2%	28	2%	52	2%
distorsioni sfavorevoli	16	2%	14	2%	16	2%	14	2%	30	2%	30	2%	60	2%
reddito pre-imposte:														
distorsioni favorevoli	57	8%	42	6%	49	7%	38	5%	99	7%	87	6%	186	7%
distorsioni sfavorevoli	26	4%	21	3%	16	2%	29	4%	47	3%	45	3%	92	3%
trend di borsa:														
distorsioni favorevoli	158	23%	119	17%	62	9%	122	17%	277	20%	184	13%	461	16%
distorsioni sfavorevoli	29	4%	54	8%	116	17%	43	6%	83	6%	159	11%	242	9%
utile per azione:														
distorsioni favorevoli	19	3%	13	2%	11	2%	18	3%	32	2%	29	2%	61	2%
distorsioni sfavorevoli	10	1%	12	2%	9	1%	11	2%	22	2%	20	1%	42	2%
vendite:														
distorsioni favorevoli	32	5%	31	4%	21	3%	27	4%	63	5%	48	3%	111	4%
distorsioni sfavorevoli	16	2%	20	3%	22	3%	15	2%	36	3%	37	3%	73	3%

Note: a) La percentuale è sempre calcolata rispetto al totale dei grafici analizzati per la distorsione (N = 2797)

Come si evince, il 54% dei grafici analizzati è distorto in maniera rilevante. La frequenza maggiore di distorsione si ha nel 2006, quella più bassa nel 2009. In tutti gli anni, ad eccezione del 2008, i grafici distorti in maniera favorevole, sovrastimando un trend in aumento o sottostimando un trend in diminuzione, superano quelli distorti sfavorevolmente, in linea con quanto previsto dall'impression management. In particolare, nel periodo pre-crisi le aziende distorcono i grafici più favorevolmente che sfavorevolmente, mentre durante la crisi la differenza permane, ma è meno evidente. La distorsione favorevole, come scritto, deriva da una sovrastima di un trend in aumento o da una sottostima di un trend in diminuzione: emerge come la prima modalità, in tutti gli anni, prevalga rispetto alla seconda. In particolare, nel periodo pre-crisi le aziende sembrano propense a sovrastimare un trend in aumento. Viceversa, la distorsione è sfavorevole quando le aziende sottostimano un trend in aumento o sovrastimano un trend in diminuzione. Mentre nel periodo pre-crisi è più diffusa la sottostima di un trend in aumento, durante la crisi, viceversa, è più diffusa la sovrastima di un trend in diminuzione.

Dalla tabella 4.7, si evince come le distorsioni favorevoli prevalgano rispetto a quelle sfavorevoli in maniera più evidente quando il grafico non ha l'intersezione tra l'asse delle ascisse e delle ordinate nel punto 0⁴¹⁵. Un simile risultato emerge confrontando i grafici senza i dati numerici indicati espressamente all'interno e quelli con i dati numerici: nel primo caso, la prevalenza della distorsione favorevole è più forte. Tra gli indicatori critici economico-finanziari, il trend di borsa è quello i cui grafici distorti favorevolmente prevalgono rispetto a quelli distorti sfavorevolmente in maniera più evidente. L'unico indicatore critico economico-finanziario che vede una prevalenza di grafici distorti sfavorevolmente è il reddito netto.

Passando all'analisi della distorsione dei grafici per Paese, si evince come le aziende con la maggiore frequenza di grafici distorti sul totale siano quelle italiane, con il 61% di grafici distorti, seguite da quelle tedesche, britanniche e, per ultime, francesi.

⁴¹⁵ Un'analisi più approfondita del gruppo dei grafici con asse delle ascisse e quello delle ordinate che non si intersecano nel punto 0 rivela come questi grafici siano, per costruzione, quasi sempre distorti e che l'effetto della distorsione sia, per lo più, quello di sovrastimare un trend. In particolare, ad eccezione dell'anno 2008, la sovrastima riguarda per lo più un trend in aumento.

Tabella 4,8: Numero di distorsioni favorevoli e sfavorevoli - Analisi nei quattro Paesi⁴¹⁶

	Francia		Germania		Italia		Regno Unito		Campione tot	
	N	% ^a	N	%	N	%	N	%	N	%
Numero totale dei grafici	619	100%	816	100%	438	100%	924	100%	2797	100%
No distorsione rilevante	332	54%	381	47%	170	39%	456	49%	1339	48%
Totale grafici distorti	287	46%	435	53%	268	61%	468	51%	1458	52%
trend favorevoli_dati	431	70%	571	70%	252	58%	772	84%	2026	72%
trend sfavorevoli_dati	188	30%	245	30%	186	42%	152	16%	771	28%
Totale grafici distors, favorevoli	166	27%	277	34%	151	34%	323	35%	917	33%
Totale grafici distors, sfavorevoli	121	20%	158	19%	117	27%	145	16%	541	19%
Totale grafici distors, con sovrastima	178	29%	307	38%	184	42%	321	35%	990	35%
sovrastima di un trend in aumento	125	20%	224	27%	107	24%	281	30%	737	26%
sovrastima di un trend in diminuzione	53	9%	83	10%	77	18%	40	4%	253	9%
Totale grafici distors, con sottostima	109	18%	128	16%	84	19%	147	16%	468	17%
sottostima di un trend in aumento	68	11%	75	9%	40	9%	105	11%	288	10%
sottostima di un trend in diminuzione	41	7%	53	6%	44	10%	42	5%	180	6%
intersezione assi $\neq 0$										
intersezione assi $\neq 0$ - favorevole	58	9%	140	17%	60	14%	110	12%	368	13%
intersezione assi $\neq 0$ - sfavorevole	26	4%	53	6%	56	13%	23	2%	158	6%
intersezione assi = 0										
intersezione assi = 0 - favorevole	108	17%	137	17%	91	21%	213	23%	549	20%
intersezione assi = 0 - sfavorevole	95	15%	105	13%	61	14%	122	13%	383	14%
dati numerici nel grafico										
dati numerici nel grafico - favorevole	105	17%	125	15%	83	19%	151	16%	464	17%
dati numerici nel grafico- sfavorevole	91	15%	99	12%	52	12%	79	9%	321	11%
No dati numerici nel grafico										
no dati numerici nel grafico - favorevole	61	10%	151	19%	68	16%	172	19%	452	16%
no dati numerici nel grafico- sfavorevole	30	5%	59	7%	65	15%	66	7%	220	8%
dividendo per azione:										
distorsioni favorevoli	8	1%	11	1%	2	0%	25	3%	46	2%
distorsioni sfavorevoli	8	1%	13	2%	0	0%	11	1%	32	1%
reddito netto:										
distorsioni favorevoli	21	3%	15	2%	8	2%	8	1%	52	2%
distorsioni sfavorevoli	21	3%	14	2%	16	4%	9	1%	60	2%
reddito pre-imposte:										
distorsioni favorevoli	26	4%	56	7%	50	11%	54	6%	186	7%
distorsioni sfavorevoli	13	2%	32	4%	25	6%	22	2%	92	3%
trend di borsa:										
distorsioni favorevoli	81	13%	159	19%	63	14%	158	17%	461	16%
distorsioni sfavorevoli	43	7%	74	9%	62	14%	63	7%	242	9%
utile per azione:										
distorsioni favorevoli	9	1%	3	0%	0	0%	49	5%	61	2%
distorsioni sfavorevoli	11	2%	4	0%	0	0%	27	3%	42	2%
vendite:										
distorsioni favorevoli	21	3%	33	4%	28	6%	29	3%	111	4%
distorsioni sfavorevoli	25	4%	21	3%	14	3%	13	1%	73	3%

Note:a) La percentuale è sempre calcolata rispetto al totale dei grafici analizzati per la distorsione (N = 2797).

Le distorsioni favorevoli, in tutti i Paesi, prevalgono rispetto a quelle sfavorevoli, in particolar modo nei bilanci delle aziende britanniche. Tra tutte le aziende, dunque, quelle britanniche hanno grafici nei bilanci maggiormente distorti in linea con quanto previsto dall'impression management. Nei bilanci tedeschi, la distorsione favorevole è dovuta, in circa il 50% dei casi, all'inclusione di grafici con asse delle ascisse e delle ordinate che non si intersecano nel punto 0 e che, pertanto,

⁴¹⁶ Per l'analisi relativa alla distorsione, ogni grafico ha peso pari ad 1. In questa tabella, a differenza delle tabelle 4.5 e 4.6, il numero di distorsioni è sempre determinato considerando le sole distorsioni rilevanti ($RGD > |2,5\%$)

sono per costruzione distorti. La difficoltà, in questi casi, è quella di capire se l'utilizzo di questo specifico design sia finalizzato a consentire al lettore di apprezzare meglio le variazioni della performance oppure sia finalizzato a manipolare un trend, con un intento opportunist.

4.6 Statistiche descrittive sulle caratteristiche aziendali

Dalla tabella 4.9 emerge come la performance complessiva, misurata dal ROA, sia calata dal 2006 al 2009.

Tabella 4,9 Medie e mediane dei dati aziendali. Analisi negli anni

Sezione A																				
	2006					2007					2008					2009				
	media	media	dev,s	min	max	media	media	dev,s	min	max	media	media	dev,s	min	max	media	media	dev,s	min	max
Performance complessiva																				
ROA	8.6%	7.0%	6.9%	-5.4%	53.1%	8.1%	6.8%	6.5%	-12.4%	40.8%	6.3%	6.2%	10.6%	-51.3%	69.3%	5.6%	5.5%	5.3%	-8.7%	34.0%
Reddito operativo netto (EBIT) (in milioni €)	1901.4	690.1	4201.0	-52.0	37678.0	2101.6	680.3	4443.8	1566.0	40212.0	1993.7	625.5	4810.5	423.7	43645.0	1625.3	503.9	3122.3	151.1	22004.0
Utile per azione (EPS) (in €)	8.2	3.0	24.0	-5.6	255.5	16.2	2.8	121.8	-10.8	1701.9	13.4	2.2	101.5	-11.3	1415.7	13.5	1.6	114.5	-9.7	1604.9
Performance specifica																				
Dividendo per azione (in €)	1.0	0.4	1.8	0.0	12.9	1.1	0.4	2.0	0.0	19.9	1.2	0.5	2.7	0.0	32.8	1.0	0.3	2.5	0.0	28.6
Reddito netto (in milioni €)	1164.7	353.7	2842.3	-542.6	25442.0	1352.0	446.0	3183.9	3518.0	31331.0	871.3	251.6	2882.2	521.5	26277.0	746.3	159.0	2098.1	312.5	16576.0
Vendite (in milioni €)	1711.8	6106.0	3554.9	0.5	31884.5	1798.2	6635.8	3736.0	1485.0	35578.2	2002.1	7535.5	4596.0	382.5	45836.1	1730.3	6574.8	3182.5	362.7	27818.0
Trend di borsa	22.1%	17.9%	32.1%	-74.4%	150.0%	-8.1%	-7.9%	45.7%	-100.0%	224.3%	45.2%	47.6%	24.1%	-92.4%	60.2%	32.7%	19.5%	58.4%	-89.2%	420.8%
Altre variabili																				
Numero analisti	11.7	12.0	7.4	0.0	31.0	13.0	13.0	8.2	0.0	37.0	13.4	14.0	8.3	0.0	35.0	15.6	15.0	9.6	0.0	44.0
dimensione – vendite (in milioni €)	1711.8	6106.0	3554.9	0.5	31884.5	1798.2	6635.8	3736.0	1485.0	35578.2	2002.1	7535.5	4596.0	382.5	45836.1	1730.3	6574.8	3182.5	362.7	27818.0
dimensione – attivo (in milioni €)	2294.8	8968.4	3726.2	1.7	21769.8	2459.3	9603.5	3745.3	4.1	23546.6	2625.9	9575.6	4145.1	3.9	26296.4	2594.1	9729.3	3992.5	3.9	24003.5
Rapporto tra cap,ne e patrimonio netto	2.7	2.1	2.6	-0.5	21.0	2.3	1.8	1.9	0.2	13.6	1.7	1.1	3.3	-1.9	42.7	1.7	1.4	1.4	-3.6	9.7

Sezione B

	totale					pre-crisi					post-crisi					Δ crisi			
	media	median a	dev,sd	min	max	media	median a	dev,sd	min	max	media	median a	dev,sd	min	max				
Performance complessiva																			
ROA	7.2%	6.3%	7.7%	-	51.3%	69.3%	8.4%	6.9%	6.7%	-	12.4%	53.1%	5.9%	5.8%	8.4%	-	51.3%	69.3%	-16%
Reddito operativo netto (EBIT) (in milioni €)	1905.5	606.5	4187.7	-	4233.7	43645.0	2001.5	685.8	4319.8	-	1566.0	40212.0	1809.5	539.1	4054.3	-	4233.7	43645.0	-21%
Utile per azione (EPS) (in €)	12.9	2.3	98.4	-11.3	1701.9	12.2	3.0	87.7	-10.8	1701.9	13.5	1.9	108.1	-11.3	1604.9	-36%			
Performance specifica																			
Dividendo per azione (in €)	1.1	0.4	2.3	0.0	32.8	1.0	0.4	1.9	0.0	19.9	1.1	0.4	2.6	0.0	32.8	-3%			
Reddito netto (in milioni €)	1033.6	296.1	2785.5	-	5426.0	31331.0	1258.3	403.2	3015.6	-	5426.0	31331.0	808.8	192.5	2518.4	-	5215.0	26277.0	-52%
Vendite (in milioni €)	18106.3	6678.6	37974.9	-	3825.0	458361.0	17550.2	6487.7	36423.1	-	1485.0	355782.0	18662.5	7293.2	39503.6	-	3825.0	458361.0	12%
Trend di borsa	0.3%	-1.4%	51.9%	-	100.0%	420.8%	6.9%	5.2%	42.3%	-	100.0%	224.3%	-6.2%	-14.6%	59.3%	-	92.4%	420.8%	381%
Altre variabili																			
Numero analisti	13.5	13.0	8.5	0.0	44.0	12.4	12.0	7.9	0.0	37.0	14.5	14.0	9.0	0.0	44.0	17%			
dimensione – vendite (in milioni €)	18106.3	6678.6	37974.9	-	3825.0	458361.0	17550.2	6487.7	36423.1	-	1485.0	355782.0	18662.5	7293.2	39503.6	-	3825.0	458361.0	12%
dimensione – attivo (in milioni €)	24935.5	9434.4	39011.0	1.7	262964.0	23770.6	9273.3	37319.9	1.7	235466.0	26100.4	9670.1	40645.2	3.9	262964.0	4%			
Rapporto tra cap,ne e patrimonio netto	2.1	1.6	2.4	-3.6	42.7	2.5	2.0	2.2	-0.5	21.0	1.7	1.2	2.5	-3.6	42.7	-38%			

Considerando i valori mediani per limitare l'influenza di valori estremi, il ROA pre-crisi (nel 2006 e nel 2007) era pari al 6,9% mentre nel 2008 e nel 2009, rispettivamente, al 6,2% ed al 5,5%. Il calo, dunque, è stato di circa il 16%.

Misurando, invece, la performance complessiva attraverso l'utile per azione, il calo annuale dal 2006 al 2009 ha comportato il passaggio da un valore mediano pari a 3,02 euro ad azione (nel 2006) ad uno di 1,63 euro ad azione (nel 2009). Dal periodo pre-crisi a quello della crisi, il calo dell'utile dell'azione è, pertanto, di circa il 36%.

Un ultimo indicatore utilizzato come stima di performance complessiva è il margine operativo netto (EBIT): emerge come esso sia diminuito dal 2006 al 2009 anno dopo anno passando da un valore mediano di 690 milioni di euro nel 2006 ad un valore mediano di 504 milioni di euro nel 2009. Il calo durante la crisi supera il 20%.

Analizzando, invece, il trend degli altri specifici indicatori critici economico-finanziari, i risultati sono differenti.

Il dividendo per azione, ad esempio, è aumentato dal 2006 al 2008, passando da un valore pari a 0,42 euro ad azione nel 2006 ad un valore pari a 0,49 euro ad azione nel 2008. Nel 2009, invece, si è registrato un calo, con il valore mediano del dividendo per azione pari a 0,32 euro ad azione (calo del 35% rispetto al 2008). La crescita dei dividendi per azione nel 2008, anno in cui la performance azionaria è crollata vertiginosamente, potrebbe essere dovuta al fatto che le aziende abbiano cercato di compensare il calo nel valore di mercato delle azioni, che danneggia gli investitori, con un flusso di dividendi che consenta loro, pur durante la crisi, una congrua remunerazione del capitale investito.

Il reddito netto ha avuto un andamento simile a quello delle misure di performance complessiva. Dal 2006 al 2007 esso è aumentato, passando da un valore mediano di 354 milioni di euro ad un valore di 446 milioni. Nel 2008 ed ancora di più nel 2009, invece, vi è stata una riduzione del reddito netto. L'andamento del fatturato aziendale non sembrerebbe, invece, essere influenzato dalla crisi: nel 2008 e nel 2009 il fatturato mediano risulta superiore a quello pre-crisi⁴¹⁷. Tuttavia, il 2009 è l'unico anno che registra un calo del fatturato mentre 2007 e 2008 sono anni caratterizzati da un fatturato in crescita. L'ultima variabile utilizzata per misurare la performance specifica delle aziende è il trend di borsa, misurato come differenza percentuale tra il prezzo azionario alla fine e quello ad inizio esercizio. Gli anni in cui il valore azionario è cresciuto sono il 2006 ed il 2009 mentre l'anno in cui si è registrato il crollo maggiore è quello corrispondente all'inizio della crisi finanziaria: il 2008.

Per quanto concerne il numero degli analisti finanziari, dalla tabella si evince che il loro numero è in crescita continua dal 2006 al 2009 ed anche questo fattore potrebbe incidere sull'aumento nel numero dei grafici totali e di quelli sugli indicatori critici economico-finanziari. Dal periodo pre-crisi a quello della crisi, il numero degli analisti finanziari è cresciuto del 17%. Per quanto concerne la dimensione aziendale, essa è stata stimata, di norma, attraverso il totale del fatturato. Solo nell'analisi del trend dei grafici sulle vendite, il controllo per dimensione è stato effettuato stimando quest'ultima attraverso il totale dell'attivo⁴¹⁸. Dalla tabella 4.9 (sezione B), emerge come la dimensione aziendale, stimata attraverso il totale dell'attivo, sia cresciuta dal periodo pre-crisi a quello della crisi di circa il 4%.

Un'altra variabile analizzata è rappresentata dalle opportunità di crescita, stimate attraverso il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il patrimonio netto. Mentre il valore massimo delle opportunità di crescita è stato toccato nel 2006 (periodo pre-crisi), quello minimo si è registrato nel 2008, durante la crisi. Dal periodo pre-crisi al periodo della crisi, vi è stato un calo del 38%,

⁴¹⁷ Si noti che tale aumento risulta essere superiore all'andamento dell'inflazione in quel periodo. Cfr. Eurostat, HICP - inflation rate, Annual average rate of change (%), <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

⁴¹⁸ Come scritto nel capitolo terzo, nell'analisi del trend dei grafici sulle vendite il livello del fatturato è la variabile indipendente (performance) mentre il totale dell'attivo è la variabile di controllo (dimensione aziendale).

risultato che riflette il calo del valore delle azioni in borsa. I valori del rapporto sono, però, sempre superiori ad 1, anche durante la crisi finanziaria.

Analizzando la performance dei quattro Paesi, emerge che le società britanniche registrino la performance più alta considerando il ROA mentre quelle francesi e tedesche abbiano la performance complessiva maggiore, stimandola attraverso l'utile per azione ed il margine operativo netto.

Tabella 4,10: Medie e mediane dati aziendali nei quattro Paesi

	Francia						Germania						Italia						Regno Unito						
	media	mediana	dev, standard	min	max	Δ crisi	media	mediana	dev, standard	min	max	Δ crisi	media	mediana	dev, standard	min	max	Δ crisi	media	mediana	dev, standard	min	max	Δ crisi	
Performance complessiva																									
ROA	5.7%	5.1%	4.1%	-6.0%	22.9%	-9%	7.4%	6.4%	5.9%	-8.7%	38.6%	-26%	5.8%	5.7%	5.3%	-27.0%	22.0%	-21%	9.8%	8.1%	12.1%	51.3%	69.3%	-15%	
Reddito operativo netto (EBIT) (in milioni €)	2057.0	1013.5	3586.6	150.0	25348.0	32%	1612.8	730.5	2082.9	151.0	8836.0	47%	947.8	169.1	2815.3	262.5	19455.0	34%	3004.3	705.0	6560.3	423.7	43645.0	2%	
Utile per azione (EPS) (in €)	39.1	5.9	194.1	-11.3	1701.9	25%	8.9	5.4	13.1	-5.3	84.0	-5%	1.6	0.5	5.7	-10.8	50.8	51%	1.8	0.8	3.3	-7.9	16.2	20%	
Performance specifica																									
Dividendo per azione (in €)	1.7	1.2	2.2	0.0	12.9	-2%	1.9	1.1	3.6	0.0	32.8	18%	0.2	0.1	0.3	0.0	1.4	25%	0.5	0.2	0.9	0.0	5.9	24%	
Reddito netto (in milioni €)	973.7	495.5	2020.0	-521.5	13181.0	49%	836.4	359.7	1390.0	264.0	8396.0	47%	434.2	69.1	1363.6	1167.4	10011.0	55%	1889.9	444.5	4705.4	542.6	31331.0	37%	
Trend di borsa	-3.4%	-1.5%	42.7%	-89.6%	224.3%	621%	5.4%	6.6%	44.6%	85.6%	235.8%	146%	-9.5%	-9.4%	55.2%	100.0%	180.2%	447%	8.4%	0.5%	61.3%	92.4%	420.8%	209%	
Vendite (in milioni €)	2110.1	1414.05	2361.32	459.6	16033.1	9%	2141.27	8568.2	2805.91	107.9	15158.9	23%	7039.1	1637.8	1636.52	-63.5	10814.8	3%	2287.25	6689.5	6333.6	382.5	45836.1	44%	
Altre variabili																									
Numero analisti	13.9	14.0	8.2	0.0	35.0	7%	16.4	16.0	8.7	0.0	44.0	21%	7.5	5.0	6.7	0.0	29.0	20%	16.1	15.0	7.2	0.0	36.0	18%	
dimensione – vendite (in milioni €)	2110.1	1414.05	2361.32	459.6	16033.1	9%	2141.27	8568.2	2805.91	107.9	15158.9	23%	7039.1	1637.8	1636.52	-63.5	10814.8	3%	2287.25	6689.5	6333.6	382.5	45836.1	44%	
dimensione – attivo (in milioni €)	3115.53	2228.3	3403.67	432.0	24003.5	18%	3302.46	8679.2	5058.45	193.21	26296.4	21%	1160.49	3228.3	2599.09	1.7	16045.7	13%	2395.72	9729.3	3785.96	399.9	19949.15	-3%	
Rapporto tra cap,ne e patrimonio netto	1.9	1.5	1.9	-1.9	17.7	-37%	2.0	1.7	1.4	0.0	10.8	-27%	1.6	1.3	1.4	-2.0	8.3	46%	2.7	1.7	3.9	-3.6	42.7	38%	

Le società italiane sono quelle con la più bassa performance complessiva. Considerando il trend degli altri specifici indicatori critici economico-finanziari, si evince che le società francesi abbiano la performance migliore anche in termini di dividendo per azione, vendite e reddito netto mediano mentre quelle tedesche abbiano conseguito la migliore performance di mercato e questo potrebbe spiegare l'ampio utilizzo, da parte di queste ultime, dei grafici sul trend di borsa. Le società tedesche sono anche quelle con il maggiore seguito di analisti finanziari, anche se le aziende britanniche e francesi si discostano di poco. Tra tutte le aziende, quelle con maggiori opportunità di crescita sono le britanniche e le tedesche.

Dalla tabella 4.11 emerge che il settore industriale più diffuso sia rappresentato dalla manifattura pesante, seguito dalla manifattura leggera. Dei sette settori, quello meno diffuso è rappresentato dal settore dei servizi. In generale, vi è un forte peso del settore manifatturiero e del settore trasporti, comunicazione e distribuzione. Vi sono, però, delle differenze tra i Paesi all'interno del campione. Ad esempio, le aziende britanniche del campione operano nel settore minerario e delle costruzioni, del commercio e dei servizi immobiliari più delle altre. La Germania è, invece, il Paese con la più alta percentuale di aziende all'interno del settore servizi, sempre considerando il presente campione. Tra le variabili di controllo, sono state considerate anche la quotazione in più mercati finanziari e la presenza di un consulente di comunicazione. Comparando il periodo pre-crisi e quello durante la crisi, mentre la quotazione in più mercati finanziari si è lievemente ridotta, passando dal 21,5% al 20% delle aziende, è aumentata la percentuale di aziende che affidano il design del bilancio ad un consulente di comunicazione (dal 65% al 70%). Confrontando i quattro Paesi, il Regno Unito è quello con la più alta percentuale di aziende quotate in più mercati finanziari, seguito dalla Francia. Regno Unito e Francia sono anche i Paesi, i cui redattori di bilancio si affidano maggiormente ai consulenti di comunicazione, con circa il 78% delle società. L'Italia è, invece, lo Stato con la minore percentuale di aziende quotate in più mercati finanziari e con il minore uso di consulenti di comunicazione.

Tabella 4.11 - Altre variabili di controllo (valori in percentuale), Analisi nei quattro Paesi e negli anni

Sezione A – Analisi per Paese					
	Francia	Germania	Italia	Regno Unito	media totale
% Quotazione in più mercati finanziari	26%	15%	6%	37%	21%
% con consulente	79%	64%	49%	78%	67%
Settori:					
minerario e costruzioni	10%	4%	8%	12%	9%
manifattura leggera	18%	24%	16%	24%	21%
manifattura pesante	26%	34%	36%	6%	26%
trasporti, comunicazione e distribuzione	16%	16%	20%	20%	18%
commercio all'ingrosso ed al dettaglio	14%	8%	4%	20%	12%
servizi immobiliari	10%	6%	12%	14%	11%
servizi ed altri settori	6%	8%	4%	4%	6%

Sezione B – Analisi per anno

	2006	2007	2008	2009	media totale	pre-crisi	post-crisi
% Quotazione in più mercati finanziari	22%	21%	20%	20%	21%	22%	20%
% con consulente	62%	68%	70%	70%	67%	65%	70%
Settori:							
minerario e costruzioni	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
manifattura leggera	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
manifattura pesante	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
trasporti, comunicazione e distribuzione	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
commercio all'ingrosso ed al dettaglio	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
servizi immobiliari	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
servizi ed altri settori	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Capitolo 5. L'associazione tra l'uso dei grafici e le caratteristiche aziendali ed istituzionali

5.1 Obiettivo del capitolo

5.2 L'impression management attraverso i grafici: risultati dei test di associazione

5.3 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di associazione

5.4 Status quo, isomorfismo mimetico e differenze tra Paesi: risultati dei test di associazione

5.5 L'influenza degli analisti finanziari sull'uso dei grafici: risultati dei test di associazione

5.1 Obiettivo del capitolo

L'obiettivo del presente capitolo è quello di verificare l'esistenza di un'associazione tra l'uso dei grafici ed un insieme di caratteristiche aziendali ed istituzionali, attraverso dei test parametrici e non parametrici di associazione.

Nel condurre i test di associazione, si è cercato il metodo utilizzato negli studi precedenti, con l'obiettivo di comparare i risultati del presente lavoro con l'evidenza empirica sull'uso dei grafici⁴¹⁹.

I test di associazione, tuttavia, non consentono un'analisi che faccia luce sui diversi fattori che potrebbero avere un impatto sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari. Alla luce di questo limite, nel successivo capitolo, saranno presentati i risultati di test di regressione lineare e logistica.

5.2. L'impression management attraverso i grafici: risultati dei test di associazione

Le ipotesi 1a ed 1b prevedono che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore quando la performance complessiva (1a) e specifica (1b) sono più elevate. Entrambe le ipotesi sono state verificate attraverso dei test di correlazione Spearman. L'uso dei grafici è una variabile dicotomica pari ad 1 se il bilancio contiene almeno un grafico sullo specifico indicatore critico e pari a 0 in caso contrario. Il livello della performance, invece, è stato stimato attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto della performance annuale.

La performance complessiva, se misurata attraverso il margine operativo netto (EBIT), è positivamente associata, in misura statisticamente significativa ($p < 0,001$, considerando i grafici sul trend di borsa $p < 0,01$), all'uso di ciascuno specifico indicatore critico economico-finanziario.

⁴¹⁹ La comparazione con gli studi precedenti emerge nel capitolo 7 sulla discussione dei risultati. L'evidenza empirica sull'uso dei grafici è, il più delle volte, risultato di test di associazione. Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110, dove ulteriori riferimenti bibliografici; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., pp. 442-462.

Tabella 5.1: Associazione tra l'uso di almeno un grafico ed il livello della performance (Ipotesi 1a ed 1b)

Usi Grafici:	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			ebit			EPS			coef	sign	
		coef	sign		coef	sign		coef	sign				
dividendo per azione	800	0.21	0.00	***	0.30	0.00	***	0.09	0.01	*	0.14	0.00	***
reddito netto	800	0.06	0.11		0.15	0.00	***	0.16	0.00	***	0.14	0.00	***
reddito pre imposte	800	0.09	0.01	**	0.10	0.00	**	0.00	0.93		0.10	0.00	**
trend di borsa	800	0.06	0.11		0.26	0.00	***	0.31	0.00	***	0.13 ^a	0.00	***
utile per azione	800	0.29	0.00	***	0.28	0.00	***	0.04	0.27		0.04	0.27	
vendite	800	0.12	0.00	***	0.21	0.00	***	0.16	0.00	***	0.30	0.00	***

Note:

a. Cinque osservazioni mancanti a causa dei dati mancanti sul trend di borsa.

Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

Misurando la performance complessiva attraverso l'utile per azione, invece, viene meno l'associazione positiva con i grafici sul reddito pre-imposte e sull'utile per azione. Infine, misurando la performance attraverso il ROA, l'associazione positiva è sempre supportata ad eccezione dei grafici sul trend di borsa, che si presume siano positivamente associati ad indicatori di mercato più che contabili, e ad eccezione dei grafici sul reddito netto. L'ipotesi 1a, dunque, ad una prima analisi, è supportata e la stima di performance che sembra influenzare maggiormente l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è rappresentata dal margine operativo netto (EBIT)⁴²⁰.

L'ipotesi 1b, invece, si riferisce all'associazione positiva tra l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici ed il livello degli stessi. Considerando l'intero campione, emerge che l'ipotesi è sempre supportata, con la sola eccezione dei grafici sull'utile per azione, il cui uso non sembra legato al valore assoluto dell'utile per azione (vedi tabella 5.1).

L'associazione tra l'uso dei grafici e la performance potrebbe anche essere analizzata, misurando la performance non in termini di valore assoluto, ma di incremento o decremento rispetto all'esercizio precedente, in linea con altri studi precedenti⁴²¹. Per stimare tale associazione, sono stati condotti dei test di indipendenza del Chi2, i cui risultati sono contenuti nella tabella 5.2.

Considerando la performance complessiva misurata attraverso il ROA, l'incremento del ROA non è positivamente associato all'uso dei grafici ad eccezione dei grafici sull'utile per azione ($p < 0,05$) e, in misura marginale, sulle vendite ($p < 0,1$). Misurando, invece, la performance complessiva attraverso il margine operativo netto (EBIT) ed attraverso l'utile per azione, vi è un'associazione positiva tra l'incremento di queste misure di performance e l'uso dei grafici sull'utile per azione ($p < 0,001$ stimando la performance attraverso l'EBIT; $p < 0,05$ stimando la performance attraverso l'EPS) e sul prezzo di borsa ($p < 0,01$ stimando la performance attraverso l'EBIT; $p < 0,05$ stimando la performance attraverso l'EPS) mentre in tutti gli altri casi questa associazione positiva esiste ma non è statisticamente significativa.

⁴²⁰ Sull'associazione tra la performance complessiva e l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 224-225.

⁴²¹ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., p. 299; V. A. Beattie, M.J. Jones, *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, cit., pp. 48-49; P. Mather, A. Ramsay, A. Steen, *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, op.cit., p. 76; G. Ianniello, *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, cit., p. 453; W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., p. 266.

Vi è, inoltre, un'associazione positiva tra l'uso dei singoli indicatori critici economico-finanziari e l'incremento del valore annuale degli stessi considerando il dividendo per azione ($p < 0,01$), l'utile per azione ($p < 0,05$) ed il prezzo di borsa ($p < 0,01$) mentre l'uso dei grafici sul reddito, sia esso netto o pre-imposte, e sulle vendite non sembra essere legate all'incremento della variabile rappresentata graficamente.

Tabella 5.2: Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'incremento della performance

Uso Grafici:	N	ROA		ebit		eps		perf. Specifica	
		coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.
dividendo per azione	800	0.07		1.77		0.38		6.95	**
reddito netto	800	0.30		2.44		0.01		0.01	
reddito pre imposte	800	0.09		0.43		0.51		0.43	
trend di borsa	800	0.16		7.06	**	3.72	*	9.68 ^a	**
utile per azione	800	3.80	*	10.86	***	6.43	*	6.43	*
vendite	800	1.84	†	0.39		0.23		2.53	

Note:

a. Cinque osservazioni mancanti a causa dei dati mancanti sul trend di borsa.

Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

Confrontando i coefficienti di correlazione ed i livelli di significatività (tabelle 5.1 e 5.2), si evince che l'associazione positiva tra l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari e la performance sia più forte quando la performance è misurata come valore assoluto piuttosto che come incremento rispetto all'esercizio precedente.

In sintesi, sia l'ipotesi 1a sia l'ipotesi 1b sembrano supportate: l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è positivamente associato sia alla performance complessiva sia a quella specifica, salvo alcune eccezioni.

L'ipotesi 1c si riferisce alla decisione di variare il numero degli indicatori critici economico-finanziari al variare della performance complessiva aziendale.

La variazione della performance è stata stimata in due modi: come variazione percentuale rispetto all'anno precedente e come incremento/decremento rispetto all'anno precedente⁴²².

Si evince che la variazione nel numero dei grafici economico-finanziari non sia associata, in misura statisticamente significativa, alla variazione della performance, a prescindere da come questa variazione sia misurata (si veda tabella 5.3). L'ipotesi 1c, pertanto, non è supportata.

⁴²² Nel primo caso, sono stati condotti dei test di correlazione mentre, nel secondo caso, dei test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney.

Tabella 5.3: Associazione tra la variazione dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari e la variazione della performance (ipotesi 1.c.)

sezione A – Test di correlazione

variaz. Grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanz.	N	Performance complessiva - variazione %							
		ROA		EBIT		EPS			
		coef	sign	coef	sign	coef	sign		
	600	0.04	0.39	0.05	0.26	0.02	0.65		

sezione B – Test di Wilcoxon-Mann-Whitney

variaz. Grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanz.	N	Performance complessiva - incremento							
		ROA		EBIT		EPS			
		coef	sign	coef	sign	coef	sign		
	600	-0.49	0.63	-1.45	0.15	-1.20	0.23		

Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Per potere comparare il presente lavoro con uno studio precedente di Beattie e Jones del 2000, che analizza l'associazione tra la decisione di inserire od eliminare un specifico grafico da un anno ad un altro e la variazione della performance, i test sono stati ripetuti considerando i casi di inserimento od eliminazione di un grafico da un anno ad un altro⁴²³. Si è verificato l'esistenza di un'associazione tra l'inserimento/eliminazione di un grafico e:

- l'incremento annuale della performance complessiva e specifica (test di indipendenza Chi2);
- la variazione percentuale della performance complessiva e specifica (test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney)⁴²⁴.

Le tabelle sono riportate in appendice. Dai test effettuati, non si evince un'associazione tra la decisione di inserire/eliminare un specifico grafico da un anno ad un altro e la variazione della performance, sia essa complessiva o specifica.

L'ipotesi 1d prevede, in linea con l'impression management, che la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole.

Nella tabella 5.4 sono contenuti i risultati dei test binomiali, considerando i soli grafici distorti in maniera rilevante. La variabile "distorsione favorevole" è una variabile dicotomica pari a 1 quando un grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente.

Tabella 5.4 - Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole (Ipotesi 1d)

Variabile distorsione favorevole	N.osservazioni	N.distors. Favorevoli	Valori attesi	% attesa	% osservata
	1458	917	729	0.5	0.6289
		sign.			
Pr(k >= 917)	0.0000	***			
	0				test ad una coda
Pr(k <= 917)	1.0000				
	0				test ad una coda
Pr(k <= 541 or k >= 917) =	0.0000	***			
	0				test a due code

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

⁴²³ La variabile dicotomica, pertanto, è pari ad 1 nel caso di inserimento dei grafici su uno specifico indicatore da un anno ad un altro ed è pari a 0 nel caso di eliminazione dei grafici su uno specifico indicatore da un anno ad un altro.

⁴²⁴ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226.

Emerge che, su un totale di 1458 grafici distorti, 917 (il 63%) siano distorti favorevolmente, in misura significativamente superiore ($p < 0,001$) al valore atteso, pari al 50% dei 1458 grafici totali (729 grafici). Dunque, la distorsione favorevole prevale rispetto a quella sfavorevole, in linea con un comportamento opportunistico dei redattori del bilancio finalizzato a dare un'impressione favorevole al lettore⁴²⁵.

La distorsione favorevole prevale significativamente ($p < 0,001$) rispetto a quella sfavorevole anche considerando i soli grafici che contengono, a beneficio del lettore, i valori numerici relativi al primo ed ultimo anno rappresentati. Per semplicità espositiva, i risultati dei test binomiali sono riportati nell'appendice del lavoro (si veda tabella App.5.4).

Un'altra ipotesi basata sulle teorie di impression management si riferisce all'uso dei grafici localizzati in posizione strategica in bilancio, nella sezione che contiene una sintesi dei principali risultati ottenuti (chiamata spesso "highlights"). Anche in questo caso, si prevede un'associazione positiva tra l'uso dei grafici ed il livello della performance. La variabile "uso dei grafici in posizione strategica" è rappresentata dal logaritmo naturale del numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica⁴²⁶. Si evince un'associazione positiva tra il numero di tali grafici e la performance complessiva, in misura significativa ($p < 0,01$ se la performance è stimata attraverso l'EBIT, $p < 0,01$ se la performance è stimata attraverso l'EPS). L'ipotesi 1e non sembrerebbe, invece, supportata qualora si stimi la performance complessiva attraverso il livello del ROA.

Dunque, ad una prima analisi, sembrerebbe esistere un'associazione positiva significativa tra l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica ed il livello della performance complessiva.

Tabella 5.5 - Associazione tra il numero dei grafici localizzati in posizione strategica ed il livello della performance (ipotesi 1.e)

	N	Performance complessiva							
		ROA		EBIT			EPS		
		coef	sign	coef	sign		coef	sign	
numero grafici in posizione strategica	800	-0.008	0.824	0.170	0.000	***	0.092	0.009	**

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

Le ipotesi 1.f, 1.g ed 1.h prevedono che l'uso dei grafici sia in linea con l'impression management, attraverso il ricorso alla selettività ed alla distorsione, in misura maggiore durante la crisi finanziaria (anni 2008 e 2009) rispetto al periodo pre-crisi (anni 2006 e 2007)⁴²⁷.

L'ipotesi 1.f prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tende ad aumentare quando la performance complessiva è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria⁴²⁸.

Emerge una forte associazione positiva tra le tre stime della performance complessiva e l'uso dei grafici sui singoli indicatori critici economico-finanziari sia prima che durante la crisi.

⁴²⁵ Come scritto nei paragrafi precedenti, la distorsione può essere causata dal fatto che asse ed ascisse non si intersechino nel punto 0. In questi casi, però, l'obiettivo delle aziende potrebbe non necessariamente essere quello di manipolare l'informazione ma potrebbe mirare ad enfatizzare un trend, sia esso in aumento od in diminuzione. Si è ritenuto opportuno, pertanto, condurre dei test binomiali escludendo tali casi dall'analisi. L'obiettivo è verificare se la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole, nei soli grafici disegnati correttamente con asse ed ascisse che si intersecano nel punto 0. La tabella App.5.3 (si veda appendice) mostra come, anche in questi casi, la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole, in misura significativa.

⁴²⁶ Sono stati condotti dei test di correlazione Spearman.

⁴²⁷ Entrambe le ipotesi sono state verificate attraverso dei test di correlazione Spearman.

⁴²⁸ La stima della variabile uso dei grafici non cambia: si tratta di una variabile dicotomica pari ad 1 se il bilancio contiene almeno un grafico sullo specifico indicatore critico e 0 in caso contrario. Il livello della performance è sempre stimato attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del ROA, EBIT ed EPS.

Tabella 5.6 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico ed il livello della performance prima e durante la crisi (ipotesi 1f ed 1g).

Periodo pre crisi:	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			ebit			EPS			coef	sign	
		coef	sign		coef	sign		coef	sign				
dividendo per azione	400	0.14	0.00	**	0.28	0.00	***	0.08	0.13		0.15	0.00	**
reddito netto	400	0.04	0.40		0.16	0.00	**	0.20	0.00	***	0.15	0.00	**
reddito pre imposte	400	0.13	0.01	**	0.13	0.01	*	0.06	0.20		0.13	0.01	*
trend di borsa	400	0.08	0.11		0.27	0.00	***	0.33	0.00	***	0.21	0.00	***
utile per azione	400	0.24	0.00	***	0.27	0.00	***	0.00	0.98		0.00	0.98	
vendite	400	0.12	0.01	*	0.24	0.00	***	0.19	0.00	***	0.31	0.00	***
Periodo crisi:	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			ebit			EPS			coef	sign	
		coef	sign		coef	sign		coef	sign				
dividendo per azione	400	0.28	0.00	***	0.33	0.00	***	0.11	0.04	*	0.12	0.02	*
reddito netto	400	0.09	0.09	†	0.14	0.01	**	0.14	0.01	**	0.13	0.01	**
reddito pre imposte	400	0.07	0.14		0.09	0.06	†	-0.06	0.27		0.09	0.06	†
trend di borsa	400	0.03	0.54		0.25	0.00	***	0.28	0.00	***	0.09 ^a	0.08	†
utile per azione	400	0.34	0.00	***	0.28	0.00	***	0.08	0.13		0.08	0.13	
vendite	400	0.14	0.00	**	0.19	0.00	***	0.14	0.01	**	0.29	0.00	***

Note: a. Cinque osservazioni mancanti per dati mancanti sul trend di borsa

Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Ci sono, però, delle differenze: prima della crisi finanziaria, vi era una forte associazione tra il livello del ROA e l'uso dei grafici sul reddito pre imposte ($p<0.01$), associazione che viene meno durante la crisi. Viceversa, durante la crisi finanziaria compare un'associazione positiva, marginalmente significativa ($p<0,1$), tra il livello del ROA e l'uso dei grafici sul reddito netto. Ancora, stimando la performance complessiva attraverso l'utile per azione, durante la crisi compare un'associazione positiva con l'uso dei grafici sul dividendo per azione ($p<0,05$). In generale, però, l'ipotesi 1.f non sembra essere supportata.

Anche l'ipotesi successiva 1.g, che prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tenda ad aumentare quando la performance specifica è più elevata, in misura crescente durante la crisi, non sembra supportata. L'associazione positiva tra l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici e la performance specifica, infatti, è presente sia prima che durante la crisi e, in alcuni casi, si riduce durante la crisi. Ad esempio, si riduce l'associazione positiva tra l'uso dei grafici sul trend di borsa ed il trend di borsa stesso; tra l'uso dei grafici sul dividendo per azione ed il livello del dividendo per azione; tra l'uso dei grafici sul reddito pre-imposte ed il livello dell'EBIT.

Dunque, la crisi finanziaria sembrerebbe avere lievemente attenuato le pratiche di impression management e questo risultato potrebbe essere interpretato, ad una prima analisi, alla luce della crescita dell'attenzione pubblica sulle dinamiche economico-finanziarie delle aziende, che avrebbe ridotto l'opportunità dei redattori del bilancio.

Per verificare la maggiore prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole durante la crisi finanziaria (ipotesi 1.h), è stato condotto un test di indipendenza Chi² (tabella 5.7).

Tabella 5.7 - Test Chi2 per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole, in misura crescente durante la crisi finanziaria (ipotesi 1h)

	pre-crisi	crisi
N. distorsione favorevole	519	398
N. distorsione sfavorevole	232	309
Totale	751	707
Pearson chi2	25.621	
Pr	0.0000	***

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Il risultato non è in linea con l'ipotesi: sia prima che durante la crisi la distorsione favorevole prevale rispetto a quella sfavorevole ma, durante la crisi, tale prevalenza si riduce. La differenza dal periodo pre-crisi al periodo della crisi è statisticamente significativa (p<0,001).

L'ipotesi 1.i prevede che la proporzione dei grafici sugli indicatori totali economico-finanziari sia maggiore nel periodo pre-crisi rispetto al periodo durante la crisi. Questa ipotesi, a differenza delle precedenti, tiene conto non solo degli indicatori critici economico-finanziari ma di tutti gli indicatori economico-finanziari, inclusi, ad esempio, quelli sul debito e sul cash flow. Si prevede la sostituzione dei grafici sugli indicatori economico-finanziari con altri riguardanti aspetti non economico-finanziari durante la crisi, con l'obiettivo di de-enfatizzare il trend della performance aziendale, in calo rispetto al periodo precedente.

Per verificare tale ipotesi, sono stati condotti dei test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney (tabella 5.8).

Tabella 5.8: La proporzione di grafici sugli indicatori economico-finanziari prima e durante la crisi (ipotesi 1.i)

		somma valori	somma attesa
pre-crisi	400	156165.5	160200
crisi	400	164234.5	160200
totale	800	320400	320400
z	-1.238		
Prob > z	0.2157		

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

La proporzione dei grafici economico-finanziari non è significativamente diversa nei due periodi (tabella 5.8). Questo risultato confermerebbe una strategia grafica simile anno dopo anno, con le aziende che replicano le scelte compiute negli anni precedenti, in linea con le ipotesi sullo status quo.

In sintesi, sebbene alcune ipotesi sull'impression management non siano supportate poiché emerge una tendenza delle aziende a replicare le scelte grafiche compiute negli anni precedenti, si trova un'associazione positiva tra la performance, soprattutto quella aziendale complessiva, e l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.

5.3 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di associazione

Le ipotesi basate sull'utilizzo incrementale dei grafici prevedono che le aziende incrementino l'uso dei grafici negli anni con il fine di dare un'informazione che sia più ricca ed accattivante a beneficio del lettore piuttosto che con l'obiettivo di manipolare, in maniera opportunistica, l'informazione contabile. L'uso dei grafici è stato stimato sia considerando il logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sia la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico.

L'ipotesi 2a prevede che l'uso dei grafici totali aumenti negli anni mentre l'ipotesi 2.b prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari aumenti negli anni⁴²⁹.

La tabella 5.9 evidenzia come il numero dei grafici totali sia aumentato negli anni ma non in misura statisticamente significativa. Le aziende sembrano orientate, nel tempo, ad utilizzare un numero di grafici simile. L'ipotesi 2a non è supportata.

Tabella 5.9: Numero dei grafici totali negli anni (Ipotesi 2a)

Anno	Osservaz.	Somma rank
2006	200	76249.5
2007	200	78642
2008	200	80409
2009	200	85099.5
chi2	3.946	
prob.	0.2673	

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

La tabella 5.10, invece, contiene i risultati del test Chi2, da cui emerge come la presenza di almeno un grafico all'interno dei bilanci non sia significativamente differente negli anni. L'ipotesi 2a, ancora una volta, non è supportata.

Tabella 5.10: Presenza di almeno un grafico negli anni (Ipotesi 2a)

	2006	2007	2008	2009	Totale
Presenza di almeno un grafico					
0	20	19	15	16	70
1	180	181	185	184	730
Totale	200	200	200	200	800
Pearson chi2	1.0646				
Pr	0.786				

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

⁴²⁹ Quando la variabile dipendente è rappresentata dal numero assoluto di grafici, è stato condotto un test Kruskal-Wallis non parametrico di eguaglianza mentre, quando la variabile dipendente è espressa dalla proporzione di aziende che inseriscono almeno un grafico, è stato condotto un test di indipendenza Chi2.

Dalle tabelle App.5.5 e App.5.6 si evince che anche l'ipotesi 2b, che si riferisce ai soli grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, non sia supportata. Le tabelle sono inserite in appendice. In generale, l'analisi statistica evidenzia come sia l'uso dei grafici totali sia l'uso di quelli sugli indicatori critici economico-finanziari tenda ad essere stabile negli anni.

5.4 Status quo, isomorfismo mimetico e differenze tra Paesi: risultati dei test di associazione

Il primo gruppo di ipotesi basate sulla teoria istituzionale si riferisce alla tendenza delle aziende a replicare con l'utilizzo dei grafici, da un lato, le scelte fatte dai leader di comunicazione (isomorfismo mimetico) e, dall'altro, quelle compiute nell'anno precedente (status quo). Gli studi precedenti hanno trattato dell'associazione tra l'uso dei grafici ed il trend della performance ed hanno ipotizzato un comportamento opportunistico dei manager volto a modificare le informazioni al variare della performance. Ciò che, però, potrebbe emergere e non è stato, a parere di chi scrive, sufficientemente considerato in dottrina, è una tendenza delle aziende a replicare le scelte compiute in passato⁴³⁰ ed a replicare quelle scelte adottate dai leader di comunicazione⁴³¹.

Si ipotizza che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipenda dalle scelte compiute nell'anno precedente (ipotesi 3a) e che l'uso di questi grafici dipenda dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla società leader di mercato per l'azienda (ipotesi 3b)⁴³².

Tabella 5.11 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico nell'anno precedente (Ipotesi 3a)

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	600	346.93	0.000	***
reddito netto	600	335.04	0.000	***
reddito pre- imposte	600	337.09	0.000	***
trend di borsa	600	408.16	0.000	***
utile per azione	600	433.17	0.000	***
vendite	600	340.75	0.000	***

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Come già si era evidenziato nelle tabelle descrittive del capitolo quarto⁴³³, l'uso dei grafici al tempo nell'anno sembra dipendere dalle scelte compiute nell'anno precedente. I test di associazione supportano questo risultato, con un livello di significatività statistica elevato (p<0.001).

L'ipotesi 3b prevede che l'uso dei grafici al tempo t dell'azienda i sia legato alle scelte effettuate dal leader di mercato nell'anno precedente⁴³⁴. Se tale associazione emergesse, essa potrebbe essere

⁴³⁰ Si veda, con riferimento allo status quo nella comunicazione volontaria, D. Cormier, M. Magnan, B. Van Velthoven, *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, cit., pp. 12-14.

⁴³¹ Si veda, con riferimento all'isomorfismo nella comunicazione volontaria, W. Aerts, D. Cormier, M. Magnan, *Intra-industry imitation in corporate environmental reporting: An international perspective*, Journal of Accounting and Public Policy, 25(3), 2006, pp. 325.

⁴³² Per verificare l'ipotesi 3a, sono stati condotti dei test di indipendenza Chi2 (tabella 5.11). La variabile dipendente è una variabile dicotomica pari ad 1 se esiste, al tempo t , almeno un grafico su un indicatore critico economico-finanziario e pari a 0 in caso contrario e quella indipendente coincide, ma si riferisce al tempo $t-1$.

⁴³³ Si tratta, in particolare, delle tabelle 4.1 e 4.2.

⁴³⁴ La variabile "uso dei grafici da parte del leader di mercato" è una variabile dicotomica pari ad 1 se il leader della società usava, al tempo $t-1$, almeno un grafico sulla variabile rappresentata graficamente e pari a 0 in caso contrario. Per verificare l'ipotesi 3b, sono stati condotti dei test di indipendenza Chi2.

interpretata in un'ottica di isomorfismo per cui le aziende tendono ad imitare quanto fatto da altre società in passato.

Emerge un'associazione significativa tra l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari e l'uso degli stessi da parte dei leader di mercato e di comunicazione ($p < 0,001$; se si considera l'uso dei grafici sul reddito netto, $p < 0,01$). L'unica eccezione riguarda l'uso dei grafici sul reddito pre imposte.

Tabella 5.12 - Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico da parte del leader dell'azienda nell'anno precedente (ipotesi 3b)

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	600	22.379	0.000	***
reddito netto	600	6.473	0.011	*
reddito pre imposte	600	0.084	0.773	
trend di borsa	600	18.775	0.000	***
utile per azione	600	29.254	0.000	***
vendite	600	10.745	0.001	***

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

Le ipotesi 3c e 3d prevedono un aumento dello status quo e dell'isomorfismo durante la crisi finanziaria, dato che l'attenzione pubblica verso la dinamica economico-finanziaria delle aziende è cresciuta e le aziende potrebbero essere spinte a rendere i bilanci sempre più comparabili nel tempo e sempre più simili rispetto a quelli dei loro leader, al fine di ridurre l'incertezza del lettore del bilancio.

L'ipotesi 3c prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipenda dalle scelte compiute nell'anno precedente, in misura maggiore durante la crisi finanziaria⁴³⁵. Sia prima che durante la crisi finanziaria, emerge lo status quo in maniera statisticamente significativa e, durante la crisi finanziaria, questa tendenza sembra lievemente crescere, tenuto conto dei coefficienti di associazione più elevati (tabella 5.13).

⁴³⁵ Per verificare tali ipotesi, sono stati ripetuti i test di indipendenza Chi2 ma separando il campione in due sub-campioni: pre-crisi e crisi.

Tabella 5.13. Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico nell'anno precedente, nel periodo pre-crisi e durante la crisi (ipotesi 3c)

periodo pre-crisi

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	200	113.10	0.00	***
reddito netto	200	125.64	0.00	***
reddito pre imposte	200	84.49	0.00	***
trend di borsa	200	124.79	0.00	***
utile per azione	200	141.23	0.00	***
vendite	200	90.63	0.00	***

periodo crisi

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	400	233.89	0.00	***
reddito netto	400	210.50	0.00	***
reddito pre imposte	400	255.90	0.00	***
trend di borsa	400	284.35	0.00	***
utile per azione	400	292.10	0.00	***
vendite	400	253.95	0.00	***

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

L'effetto "crisi" è più forte considerando l'isomorfismo mimetico, cioè la tendenza delle aziende a ripetere le scelte passate poste in atto dai loro leader di mercato e di comunicazione. Si evince che l'uso dei grafici sul trend di borsa dipenda dalle scelte passate effettuate dai leader di mercato nel solo periodo "crisi" ($p < 0,001$). Inoltre, tenuto conto dei coefficienti e dei livelli di significatività, cresce l'associazione tra l'uso dei grafici sul dividendo e sull'utile per azione e gli stessi grafici usati, nell'esercizio precedente, dalle aziende leader.

Tabella 5.14. Associazione tra l'uso di almeno un grafico e l'uso di almeno un grafico da parte del leader dell'azienda nell'anno precedente, nel periodo pre-crisi e durante la crisi (ipotesi 3d)

periodo pre-crisi

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	200	5.47	0.02	*
reddito netto	200	3.69	0.06	†
reddito pre imposte	200	0.48	0.49	
trend di borsa	200	1.99	0.16	
utile per azione	200	3.94	0.05	*
vendite	200	5.30	0.02	*

periodo crisi

Uso grafici	N	coeff	p	sign.
dividendo per azione	400	17.17	0.00	***
reddito netto	400	3.29	0.07	†
reddito pre imposte	400	0.04	0.83	
trend di borsa	400	17.93	0.00	***
utile per azione	400	27.39	0.00	***
vendite	400	5.67	0.02	*

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Il secondo gruppo di ipotesi basate sulla teoria istituzionale si riferisce al differente contesto in cui le aziende operano. I quattro Paesi sono stati distinti, come scritto nel capitolo 2, in due sistemi: il sistema “micro”, ad influenza angloamericana, di cui fa parte il Regno Unito, ed il sistema “macro”, di cui fanno parte Italia, Francia e Germania. Tali sistemi differiscono per il ruolo dei mercati finanziari, per la struttura proprietaria delle aziende, per il peso dei vari stakeholder aziendali⁴³⁶. Come scritto nel capitolo due, ci si aspetta che in un sistema “micro”, come il Regno Unito, in cui il ruolo di pubblica utilità che il bilancio assume è maggiore⁴³⁷, l'uso dei grafici totali (ipotesi 3.e) sia anch'esso maggiore. Ci si attende, inoltre, in un sistema “micro”, un maggiore uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dato il maggiore orientamento al mercato ed il maggior peso degli investitori interessati a conoscere la dinamica economico-finanziaria delle aziende (ipotesi 3.f)⁴³⁸.

Le ipotesi sono state verificate confrontando il sistema “micro” (Regno Unito) con il sistema “macro”⁴³⁹. Emerge che il numero dei grafici totali sia maggiore nel sistema “micro” (p<0,05) rispetto al sistema “macro”⁴⁴⁰.

⁴³⁶ Cfr. Cfr. A. Melis, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, cit., pp. 156-171.

⁴³⁷ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 201.

⁴³⁸ C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, op. cit.

⁴³⁹ I test sono stati condotti sia considerando il numero assoluto dei grafici (test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney) sia la presenza di almeno un grafico (test di indipendenza Chi2).

⁴⁴⁰ Tale risultato emerge sia considerando il numero totale dei grafici in valore assoluto che la proporzione di aziende che utilizzino almeno un grafico.

Tabella 5.15: Numero dei grafici totali nel sistema "micro" e "macro" (Ipotesi 3e)

	Osservaz.	somma rank	somma rank attesa
Sistema Paese			
Sistema micro	200	86293.5	80100
Sistema macro	600	234106.5	240300
totale	800	320400	320400
z	-2.191		
Prob > z	0.0284	*	

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Tuttavia, la differenza non è statisticamente significativa qualora si consideri non il numero totale ma la presenza di almeno un grafico in bilancio. Per semplicità, la tabella è riportata in appendice (tabella App.5.7)

Per quanto concerne i soli grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, le aziende britanniche usano i grafici in misura maggiore rispetto alla media degli altri tre Paesi ma la differenza non è significativa né considerando il numero assoluto né la presenza di almeno un grafico⁴⁴¹. I risultati sono riportati in appendice (tabelle App.5.8 e App.5.9)

L'ipotesi 3e dunque, è supportata solo considerando il numero totale dei grafici mentre l'ipotesi 3f non sembra essere supportata.

Le sei ipotesi successive si riferiscono alla relazione tra l'uso dei grafici ed il livello della performance nei due sistemi "micro" e "macro" (ipotesi dalla 3g alla 3n). Si ipotizza (ipotesi dalla 3g alla 3i) che l'impression management spieghi l'uso dei grafici in misura maggiore nel sistema "micro" rispetto a quello "macro", dato che le pratiche di impression management sono, per lo più, destinate a manipolare, con riferimento ai grafici economico-finanziari, le scelte degli azionisti-investitori, la cui influenza e partecipazione in un contesto "micro" è maggiore. Viceversa, si ipotizza (ipotesi dalla 3l alla 3n) che tali pratiche siano più diffuse nei tre Paesi che rientrano nel sistema "macro", in quanto Paesi con mercati finanziari meno sviluppati e con una minor influenza degli investitori istituzionali. Il contesto "macro", pertanto, potrebbe essere un contesto in cui è più facile per i redattori del bilancio porre in atto delle pratiche opportuniste di impression management⁴⁴².

Considerando, da un lato, il sistema "micro" (Regno Unito) e, dall'altro, il sistema "macro" (tabella 5.16), si evince che vi sia un'associazione positiva tra l'uso dei grafici e la performance complessiva nei due sistemi, ma tale associazione sia maggiore nel sub-campione dei Paesi "macro"⁴⁴³. Tale risultato emerge considerando i coefficienti ed i livelli di significatività.

Risultati simili si ottengono considerando l'associazione tra l'uso dei grafici sui singoli indicatori critici economico-finanziari e la performance specifica. Ad esempio, nel sistema "micro", è assente l'associazione tra il livello del dividendo per azione e del reddito pre imposte e l'uso dei rispettivi grafici.

⁴⁴¹ I test sono stati condotti sia considerando il numero assoluto dei grafici (test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney) sia la presenza di almeno un grafico (test di indipendenza Chi2).

⁴⁴² Le ipotesi 3g, 3h, 3l e 3m si riferiscono alla selettività nell'uso dei grafici. Ci si attende che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, nel sistema "micro" rispetto a quello "macro", tenda ad aumentare quando la performance complessiva è più elevata (ipotesi 3g) e quando la performance specifica è più elevata (ipotesi 3h). Viceversa, ci si attende che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, nel sistema "macro" rispetto a quello "micro", tenda ad aumentare quando la performance complessiva è più elevata (ipotesi 3l) e quando la performance specifica è più elevata (ipotesi 3m).

⁴⁴³ Per verificare le ipotesi, sono stati condotti dei test di correlazione Spearman.

Tabella 5.16: L'associazione tra l'uso di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari e la performance nei due sistemi "micro" e "macro" (ipotesi 3g, 3h, 3l e 3m).

Sistema "micro"

Uso grafici	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			EBIT			EPS			Perf. Specifica		
		coef	sign		coef	sign		coef	sign		coef	sign	
dividendo per azione	20 0	0.20 4	0.00 4	**	0.22 7	0.00 1	**	0.099	0.16 3		0.100	0.15 9	
reddito netto	20 0	0.16 8	0.01 8	*	0.25 6	0.00 0	**	0.263	0.00 0	**	0.240	0.00 1	***
reddito pre imposte	20 0	0.07 6	0.28 7		0.03 3	0.64 6		0.062	0.38 5		0.033	0.64 6	
trend di borsa	20 0	0.14 4	0.04 2	*	0.40 1	0.00 0	**	0.151	0.03 3	*	0.198	0.00 5	**
utile per azione	20 0	0.33 4	0.00 0	**	0.21 0	0.00 3	**	0.270	0.00 0	**	0.270	0.00 0	***
vendite	20 0	0.11 7	0.10 0	†	0.16 0	0.02 4	*	0.022	- 0.75 7		0.286	0.00 0	***

Sistema "macro"

dividendo per azione	60 0	0.14 5	0.00 0	**	0.30 8	0.00 0	**	0.217	0.00 0	**	0.256	0.00 0	***
reddito netto	60 0	0.08 0	0.05 0	†	0.15 5	0.00 0	**	0.078	0.05 6	†	0.150	0.00 0	***
reddito pre imposte	60 0	0.06 7	0.10 0	†	0.10 7	0.00 9	**	0.023	0.57 9		0.107	0.00 9	**
trend di borsa	60 0	0.13 6	0.00 1	**	0.30 7	0.00 0	**	0.242	0.00 0	**	0.154 ^a	0.00 0	***
utile per azione	60 0	0.17 2	0.00 0	**	0.27 5	0.00 0	**	0.212	0.00 0	**	0.212	0.00 0	***
vendite	60 0	0.14 0	0.00 1	**	0.23 7	0.00 0	**	0.167	0.00 0	**	0.308	0.00 0	***

Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

a: Cinque osservazioni mancanti per dati mancanti sul trend di borsa.

In sintesi, le ipotesi 3g e 3h non sembrano supportate. Viceversa, risultano supportate, ad una prima analisi, le ipotesi 3l e 3m, che prevedono che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tende ad aumentare quando la performance complessiva (ipotesi 3l) e specifica (ipotesi 3m) è elevata, in misura maggiore nel sistema "macro" rispetto a quello "micro".

Per quanto concerne la distorsione dei grafici, l'ipotesi 3i prevede che la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore nel sistema "micro" mentre l'ipotesi 3n che tale prevalenza sia maggiore nel contesto "macro". Dai test di associazione Chi2 (tabella 5.17), emerge che la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole sia nel sistema "micro" che in quello "macro". Tuttavia, nel sistema "micro", la proporzione di grafici distorti favorevolmente rispetto a quelli distorti sfavorevolmente è più elevata (p<0,001). Questo risultato supporta l'ipotesi 3i mentre non supporta l'ipotesi opposta 3n.

Tabella 5.17 - Test Chi2 per verificare la prevalenza del numero di distorsioni favorevoli rispetto a quelle sfavorevoli, nei sistemi "micro" e "macro" (ipotesi 3i e 3n)

	Macro	Micro	Totale
distorsione favorevole	594	323	917
distorsione sfavorevole	396	145	541
Totale	990	468	1458
Pearson chi2	11.07		
Pr	0.0010	***	

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

Riepilogando, le ipotesi sull'effetto istituzionale che distinguono tra il sistema "micro" (Regno Unito) e quello "macro" (Francia, Germania ed Italia) sembrano in parte supportate. Per quanto concerne la selettività nell'uso dei grafici, questa sembrerebbe, ad una prima analisi, maggiore nel sistema "macro" (Francia, Germania ed Italia) mentre, viceversa, la distorsione in linea con le teorie dell'impression management sembrerebbe prevalere nel sistema "micro" (Regno Unito). Tale risultato contrasta con uno studio di Beattie e Jones del 2000 che aveva evidenziato una maggiore selettività da parte delle aziende operanti in contesti "micro" mentre nessuna differenza statisticamente significativa tra i contesti "micro" e quelli "macro" era emersa con riferimento alla distorsione dei grafici⁴⁴⁴. Il nostro risultato evidenzia, invece, una minore selettività in Regno Unito ma, allo stesso tempo, una maggiore propensione dei redattori di bilancio britannici a distorcere i grafici favorevolmente. La minore selettività nell'uso dei grafici da parte dei redattori britannici potrebbe riflettere la volontà di inserire dei grafici comparabili nel tempo, onde ridurre l'incertezza e la scarsa leggibilità dei bilanci. Al tempo stesso, però, l'obiettivo, attraverso la distorsione favorevole, sarebbe quello di enfatizzare i risultati positivi e de-enfatizzare quelli negativi.

5.5 L'influenza degli analisti finanziari sull'uso dei grafici: risultati dei test di associazione

Le ipotesi che si riferiscono al ruolo degli analisti finanziari prevedono che il numero degli analisti possa influenzare positivamente l'uso dei grafici e che possa, al contempo, ridurre le pratiche di impression management.

L'ipotesi 4a prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore nelle aziende seguite da più analisti finanziari, dato che, al crescere degli analisti, i redattori del bilancio dovrebbero arricchire il contenuto del bilancio per soddisfare la loro domanda di informazioni.

Emerge una forte associazione tra il numero di analisti e l'uso dei grafici, sia considerando il valore assoluto dei grafici ($p < 0,001$) che la proporzione di aziende che utilizza almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari ($p < 0,001$)⁴⁴⁵. L'ipotesi 4a sembrerebbe supportata: le aziende seguite da più analisti tendono ad utilizzare i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari in maggior numero e con maggiore frequenza ($p < 0,001$).

⁴⁴⁴ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 179.

⁴⁴⁵ Per verificare l'ipotesi 4a, si è considerato sia il numero assoluto di grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico. I test condotti sono dei test di correlazione Spearman.

Tabella 5.18: Associazione tra l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari ed il numero degli analisti finanziari (ipotesi 4a)

Numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari

Osservazioni	800
Coeff.	0.3682
Prob > t	0.000 ***

Proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari

Osservazioni	800
Coeff.	0.3551
Prob > t	0.000 ***

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Le altre tre ipotesi si riferiscono alle pratiche di impression management al variare del numero degli analisti⁴⁴⁶.

Le ipotesi 4.b ed 4.c. prevedono che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tende ad aumentare quando la performance complessiva (ipotesi 4.b) e specifica (ipotesi 4.c) sono elevate, nelle aziende seguite da meno analisti finanziari⁴⁴⁷. In altri termini, ci si attende un uso più selettivo ed opportunistico dei grafici, in linea con l'impression management, da parte delle aziende con pochi analisti e, pertanto, soggette ad un minore scrutinio.

Si evince che le pratiche di impression management non sembrano essere differenti nelle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (tabella 5.24). Questo risultato comporterebbe che le aziende usino i grafici in maniera selettiva, anche quando seguite da "molti" analisti finanziari. La tabella, per semplicità, è riportata in appendice (tabella App.5.10)

L'ultima ipotesi 4.d si riferisce al ruolo degli analisti nel ridurre la distorsione dei grafici finalizzata a dare un'impressione favorevole al lettore del bilancio⁴⁴⁸.

La distorsione favorevole prevale sempre rispetto a quella sfavorevole, sia nel sub campione delle aziende seguite da pochi analisti che in quello delle aziende seguite da molti analisti. Tuttavia, emerge come nel sub campione delle aziende seguite da molti analisti la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole sia maggiore.

Tabella 5.19 - Test Chi2 per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole, nelle aziende seguite da "molti" e da "pochi" analisti finanziari (ipotesi 4d).

	"pochi" analisti	"molti" analisti	Totale
distorsione favorevole	469	448	917
distorsione sfavorevole	314	227	541
Totale	783	675	1,458
Pearson chi2	6.5074		
Pr	0.011	**	

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Dunque, l'ipotesi 4.d., in base a cui la distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore nelle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari, non sembra supportata. Le aziende seguite da "molti" analisti finanziari sembrano più propense (p<0,01) a distorcere i grafici con l'obiettivo di fornire una rappresentazione favorevole

⁴⁴⁶ Per verificare tali ipotesi, il campione è stato suddiviso nelle aziende seguite da "molti" analisti finanziari e da "pochi" analisti finanziari. La suddivisione è avvenuta creando una variabile dicotomica pari ad 1 se il numero degli analisti finanziari è superiore al valore mediano e 0 in caso contrario.

⁴⁴⁷ Per verificare le ipotesi 4b e 4c, sono stati condotti dei test di correlazione Spearman.

⁴⁴⁸ Sono stati condotti dei test di indipendenza del Chi2 per verificare l'associazione tra la distorsione favorevole ed il numero di analisti finanziari.

della realtà economico-finanziaria. La strategia delle aziende, pertanto, sembra essere quella di distorcere i grafici con l'obiettivo di manipolare le impressioni degli analisti finanziari sulla dinamica economico-finanziaria.

Capitolo 6: L'influenza delle variabili aziendali ed istituzionali

sull'uso dei grafici: risultati dei test di regressione

- 6.1 L'uso dei grafici in un'ottica di impression management: risultati dei test di regressione
- 6.2 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di regressione.
- 6.3 Status quo, isomorfismo mimetico e contesto istituzionale: risultati dei test di regressione
- 6.4 L'influenza degli analisti finanziari sull'uso dei grafici: risultati dei test di regressione

I test condotti nel precedente capitolo hanno evidenziato un uso dei grafici positivamente associato al livello della performance, in particolar modo alla performance complessiva. I test hanno, inoltre, evidenziato un uso dei grafici associato al comportamento delle aziende nell'anno precedente ed alle scelte poste in atto dai leader di mercato nell'anno precedente. Sono emerse, inoltre, delle differenze nell'uso dei grafici tra un Paese appartenente al sistema "micro", come il Regno Unito, e Paesi appartenenti al sistema "macro" (Francia, Germania ed Italia). Il limite dei test fino ad ora condotti è che sono test di associazione e, pertanto, non consentono di indagare le relazioni causa-effetto tra molteplici variabili. Ciò che sembra emergere è un'influenza di un insieme di fattori sull'uso dei grafici, influenza spiegabile attraverso differenti teorie. Ad esempio, l'uso dei grafici sembrerebbe influenzato dalla performance, ma ancor di più dall'uso degli stessi nell'anno precedente (status quo).

In questo capitolo, i test statistici sono condotti attraverso dei modelli che contemplino l'influenza di differenti variabili sull'uso dei grafici. I modelli utilizzati sono, di norma, modelli di regressione logistica, dato che le variabili dipendenti sono variabili dicotomiche (di solito pari ad 1 se esiste almeno un grafico sull'indicatore critico economico-finanziario e 0 in caso contrario).

6.1 L'uso dei grafici in un'ottica di impression management: risultati dei test di regressione

Le ipotesi basate sull'impression management prevedono che l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari sia influenzato dal livello della performance, complessiva (ipotesi 1a) e specifica (ipotesi 1b).

Il modello utilizzato è il seguente⁴⁴⁹:

$$\begin{aligned} \text{USO GRAFICI}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \\ & + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Nel controllo per anno, è stato escluso il 2006, dato che mancano i dati sull'uso dei grafici nell'anno precedente e sull'uso dei grafici da parte del leader nell'anno precedente, dati relativi al 2005. I test sono stati ripetuti per cinque volte in base a come la variabile performance è stata stimata:

- Performance complessiva stimata in termini di livello assoluto del ROA
- performance complessiva stimata in termini di livello assoluto del margine operativo netto (EBIT)
- performance complessiva stimata in termini di livello assoluto dell'utile per azione (EPS)
- performance specifica stimata in termini di livello assoluto della performance rappresentata graficamente

⁴⁴⁹ La variabile performance è stimata come performance complessiva per testare l'ipotesi 1a e come performance specifica per testare l'ipotesi 1b. La variabile dimensione è sempre stata stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del fatturato, ad eccezione dei test in cui si analizza l'influenza sull'uso dei grafici sul fatturato. In quel caso, la dimensione è stata stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto dell'attivo.

- performance specifica stimata in termini di incremento annuale della performance rappresentata graficamente.

Poiché ci si attende un'influenza del comportamento aziendale sull'uso dei grafici, si è provveduto a creare dei cluster, rappresentati dalle singole aziende. I modelli seguenti, pertanto, controllano per gli effetti della variabile azienda, correggendo gli errori standard sulla base dei cluster⁴⁵⁰.

Considerando i grafici sul dividendo per azione (tabella 6.1), emerge che l'uso dei grafici al tempo t sia positivamente influenzato, in misura significativa, dall'uso degli stessi al tempo $t-1$ ($p<0,001$), dal numero degli analisti finanziari ($p<0,001$) e dall'aver sede in Regno Unito ($p<0,05$), mentre sia negativamente, ma in maniera marginale ($p<0,10$), influenzato dalla quotazione in più mercati finanziari (tabella 6.1). Infine, la performance assoluta ROA influenza, ma in misura marginale, l'uso di tali grafici ($p<0,10$). Non vi è, invece, un'influenza significativa della performance complessiva EBIT ed EPS e della performance specifica, stimata come livello assoluto del dividendo per azione e come incremento annuale del dividendo per azione.

Neanche i grafici sul reddito netto (tabella 6.2) sono influenzati dalla performance complessiva o specifica mentre, invece, dipendono dall'uso degli stessi al tempo $t-1$ ($p<0,001$) e dall'uso degli stessi da parte delle aziende leader al tempo $t-1$ ($p<0,05$). Inoltre, le società con maggiori opportunità di crescita fanno maggiore uso di tali grafici ($p<0,05$).

Per quanto concerne i grafici sul reddito pre-imposte (tabella 6.3), le aziende sono influenzate dall'uso degli stessi nell'anno precedente ($p<0,001$) ma anche dalla dimensione, in misura marginalmente significativa ($p<0,1$), e dall'aver sede in Regno Unito ($p<0,001$). L'uso di tali grafici dipende, inoltre, positivamente, dall'operare nel settore dei trasporti, comunicazione e distribuzione (cosiddetto utilities) ($p<0,01$) e, negativamente, dall'operare nel settore dei servizi ($p<0,1$). La performance, sia essa quella complessiva aziendale o quella specifica, non sembra influenzarne l'uso.

Passando all'analisi dei grafici sul trend di borsa, il loro uso sembra influenzato positivamente dallo status quo ($p<0,001$), dal contesto tedesco ($p<0,01$) ed italiano ($p<0,05$), dalle opportunità di crescita ($p<0,05$) e dalla presenza di almeno un consulente di comunicazione ($p<0,1$), come si evince dalla tabella 6.4. Inoltre, emerge come le aziende con sede in Regno Unito usino meno grafici sul trend di borsa ($p<0,05$), ma questo risultato è dovuto al fatto che le aziende britanniche sono già obbligate ad inserire grafici di questo tipo nella sezione sulla remunerazione degli amministratori. Non c'è, ancora una volta, un'influenza significativa della performance complessiva o specifica.

L'uso dei grafici sull'utile per azione, invece, sembra dipendere dalla performance, in linea con l'impression management. Più precisamente, la performance assoluta, se stimata attraverso il ROA ($p<0,05$), e la performance specifica, misurata in termini assoluti ($p<0,05$) e come incremento annuale ($p<0,05$), sembrano influenzare l'uso di questi grafici. Dalla tabella 6.5, inoltre, emerge che l'uso dei grafici sull'utile per azione sembra dipendere, oltre che dallo status quo ($p<0,001$), dal numero degli analisti finanziari ($p<0,05$). Inoltre, emerge come le aziende britanniche usino maggiormente, seppure in misura marginale, tali grafici ($p<0,1$) rispetto a quelle francesi. Le aziende italiane ($p<0,05$) e, in misura marginale, tedesche ($p<0,1$) usano significativamente meno grafici sull'utile per azione rispetto a quelle francesi.

Infine, l'uso dei grafici sulle vendite (tabella 6.6) sembra dipendere dallo status quo ($p<0,001$), dal numero degli analisti finanziari ($p<0,001$), dall'operare nel settore del commercio ($p<0,01$) e dall'aver almeno un consulente di comunicazione ($p<0,1$). Inoltre, vi è un'influenza positiva della performance specifica assoluta ($p<0,05$) ed un'influenza negativa, marginalmente significativa ($p<0,1$) della dimensione aziendale.

In sintesi, l'uso dei grafici sugli indicatori critici successo economico-finanziari sembra essere fortemente influenzato dall'uso degli stessi nell'anno precedente. Sembra, inoltre, influenzato dal contesto istituzionale in cui l'azienda ha sede, dal numero degli analisti finanziari e, in taluni casi,

⁴⁵⁰ Come scritto nel capitolo terzo, paragrafo 3.6, a cui si rimanda, non si è optato per il modello ad effetti fissi per diverse ragioni.

dalla presenza del consulente di comunicazione. Non è, invece, influenzato dalla performance, ad eccezione dell'uso dei grafici sull'utile per azione, e, considerando la performance specifica, dell'uso dei grafici sulle vendite. Pertanto, un modello più completo rispetto a quelli presentati nel capitolo precedente mostra come vi siano altri effetti che influenzano l'uso dei grafici piuttosto che il livello della performance. Sulla base dei modelli di regressione fin qui presentati, si può affermare che l'ipotesi 1a, che prevede che l'uso dei grafici sia associato al livello della performance complessiva, è supportata considerando i grafici sull'utile per azione, mentre l'ipotesi 1b, che prevede un'associazione con il livello della performance specifica rappresentata graficamente, è supportata considerando i grafici sull'utile per azione e quelli sulle vendite. Questo risultato è contro intuitivo rispetto a quanto emerso in gran parte degli studi precedenti, che evidenziavano un comportamento opportunistico dei redattori del bilancio volto a dare un'impressione favorevole dell'azienda attraverso l'uso selettivo dei grafici associato al livello/variazione della performance⁴⁵¹.

⁴⁵¹ Per una rassegna della letteratura sull'associazione tra l'uso dei grafici ed il trend della performance, si rinvia a quanto scritto nel paragrafo 2.4.

Tabella 6.1: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a ed 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul dividendo per azione.

Grafici sul dividendo per azione	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z								
performance ROA	1.65	0.10 †								
performance EBIT			0.46	0.65						
performance EPS					0.68	0.49				
performance specifica							0.66	0.51		
performance spec_incremento									1.50	0.14
dimensione	1.60	0.11	0.94	0.35	1.06	0.29	1.88	0.06 †	1.83	0.07 †
uso grafici T-1	11.29	0.00 ***	11.25	0.00 ***	11.11	0.00 ***	11.27	0.00 ***	11.49	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-0.66	0.51	-0.60	0.55	-0.65	0.52	-0.62	0.54	-0.54	0.59
analisti	3.69	0.00 ***	3.65	0.00 ***	3.64	0.00 ***	3.69	0.00 ***	3.67	0.00 ***
Germania	0.35	0.73	0.41	0.68	0.41	0.68	0.38	0.71	0.44	0.66
Italia	-1.68	0.09 †	-1.66	0.10 †	-1.28	0.20	-1.43	0.15	-1.52	0.13
Regno Unito	2.33	0.02 *	2.39	0.02 *	2.37	0.02 *	2.68	0.01 **	2.32	0.02 *
2008	-0.77	0.4	-0.78	0.4	-0.76	0.5	-0.78	0.4	-0.81	0.4
2009 ^a	0.17	0.9	0.22	0.8	0.27	0.8	0.19	0.9	0.72	0.5
Manifatturiero leggero	-0.61	0.54	-0.58	0.56	-0.57	0.57	-0.59	0.56	-0.65	0.52
Manifatturiero pesante	-0.30	0.76	-0.28	0.78	-0.25	0.81	-0.34	0.73	-0.42	0.67
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.09	0.93	0.07	0.94	0.17	0.86	0.08	0.94	0.10	0.92
Commercio	-1.51	0.13	-1.47	0.14	-1.38	0.17	-1.48	0.14	-1.52	0.13
Immobiliare	0.82	0.41	0.92	0.36	0.82	0.41	1.09	0.28	1.24	0.22
Servizi	-0.49	0.62	-0.46	0.64	-0.36	0.72	-0.38	0.70	-0.42	0.67
Opportunità di crescita	0.11	0.91	0.08	0.94	0.10	0.92	0.13	0.89	0.02	0.98
Quotazione altri mercati	-1.92	0.05 †	-1.90	0.06 †	-1.80	0.07 †	-1.94	0.05 †	-1.92	0.06 †
Consulente	-1.14	0.26	-1.18	0.24	-1.25	0.21	-1.17	0.24	-1.08	0.28
costante	-4.76	0.00 ***	-4.83	0.00 ***	-4.80	0.00 ***	-4.93	0.00 ***	-4.88	0.00 ***
Numero osservazioni	600		600		600		600		600	
Wald chi2(19)	180.63	***	182.76	***	184.19	***	183.83	***	198.04	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	4.90	0.77	6.96	0.54	3.97	0.86	1.80	0.99	2.80	0.95
classificaz. Corrette (%)	0.91		0.91		0.91		0.91		0.91	
VIF	1.86		1.97		1.97		1.92		1.88	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.2: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a ed 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito netto.

Grafici sul reddito netto	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z								
performance ROA	-1.19	0.23								
performance EBIT			-0.90	0.37						
performance EPS					-0.84	0.40				
performance specifica							-0.34	0.74		
performance spec_incremento									0.41	0.68
dimensione	0.49	0.62	0.68	0.50	0.62	0.54	0.46	0.65	0.38	0.70
uso grafici T-1	11.49	0.00 ***	11.61	0.00 ***	11.55	0.00 ***	11.57	0.00 ***	11.46	0.00 ***
uso grafici leader T-1	2.06	0.04 *	2.07	0.04 *	2.06	0.04 *	2.02	0.04 *	1.97	0.05 *
analisti	0.60	0.55	0.62	0.54	0.42	0.68	0.60	0.55	0.57	0.57
Germania	0.00	1.00	-0.02	0.98	-0.01	0.99	-0.01	1.00	-0.04	0.97
Italia	1.17	0.24	1.14	0.26	0.73	0.47	1.09	0.27	1.04	0.30
Regno Unito	0.29	0.78	0.30	0.76	0.05	0.96	0.26	0.80	0.21	0.83
2008	0.77	0.44	0.75	0.46	0.75	0.46	0.70	0.49	0.89	0.37
2009 ^a	0.86	0.39	0.76	0.45	0.82	0.41	0.83	0.41	0.98	0.33
Manifatturiero leggero	1.34	0.18	1.33	0.18	1.29	0.20	1.30	0.19	1.34	0.18
Manifatturiero pesante	0.30	0.77	0.25	0.80	0.25	0.80	0.25	0.80	0.36	0.72
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.16	0.25	1.17	0.24	1.07	0.28	1.17	0.24	1.22	0.22
Commercio	0.54	0.59	0.51	0.61	0.50	0.62	0.52	0.60	0.58	0.56
Immobiliare	1.16	0.24	1.10	0.27	1.14	0.26	1.04	0.30	1.11	0.27
Servizi	0.53	0.59	0.53	0.60	0.45	0.65	0.50	0.62	0.51	0.61
Opportunità di crescita	1.96	0.05 *	2.05	0.04 *	1.96	0.05 *	2.01	0.05 *	1.84	0.07 †
Quotazione altri mercati	-0.59	0.55	-0.63	0.53	-0.66	0.51	-0.60	0.55	-0.59	0.56
Consulente	0.32	0.75	0.37	0.71	0.39	0.70	0.38	0.70	0.35	0.73
costante	-3.99	0.00 ***	-3.97	0.00 ***	-3.85	0.00 ***	-3.83	0.00 ***	-3.94	0.00 ***
Numero osservazioni	600		600		600		600		600	
Wald chi2(19)	179.10	***	182.20	***	178.59	***	179.15	***	178.16	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	6.68	0.57	6.28	0.62	8.63	0.37	4.67	0.79	8.54	0.38
classificaz. Corrette (%)	0.89		0.89		0.89		0.89		0.89	
VIF	1.85		1.96		1.95		1.89		1.85	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.3: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.

Grafici sul reddito pre imposte	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z								
performance ROA	-0.98	0.33								
performance EBIT			-0.82	0.42						
performance EPS					-0.64	0.53				
performance specifica							-0.82	0.42		
performance spec_incremento									1.03	0.31
dimensione	1.89	0.06 †	1.91	0.06 †	1.73	0.08 †	1.91	0.06 †	1.60	0.11
uso grafici T-1	13.02	0.00 ***	13.06	0.00 ***	13.03	0.00 ***	13.06	0.00 ***	12.75	0.00 ***
uso grafici leader T-1	1.18	0.24	1.20	0.23	1.19	0.23	1.20	0.23	1.11	0.27
analisti	0.61	0.54	0.65	0.52	0.43	0.67	0.65	0.52	0.58	0.56
Germania	1.38	0.17	1.35	0.18	1.38	0.17	1.35	0.18	1.34	0.18
Italia	1.69	0.09 †	1.66	0.10 †	1.30	0.20	1.66	0.10 †	1.61	0.11
Regno Unito	3.82	0.00 ***	3.83	0.00 ***	3.53	0.00 ***	3.83	0.00 ***	3.76	0.00 ***
2008 ^a	1.53	0.13	1.51	0.13	1.51	0.13	1.51	0.13	1.66	0.10 †
2009	0.61	0.54	0.48	0.63	0.55	0.58	0.48	0.63	0.93	0.35
Manifatturiero leggero	1.06	0.29	1.05	0.29	1.02	0.31	1.05	0.29	1.02	0.31
Manifatturiero pesante	1.42	0.16	1.35	0.18	1.38	0.17	1.35	0.18	1.52	0.13
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.78	0.01 **	2.83	0.01 **	2.71	0.01 **	2.83	0.01 **	2.75	0.01 **
Commercio	0.13	0.90	0.10	0.92	0.10	0.92	0.10	0.92	0.11	0.91
Immobiliare	1.54	0.12	1.45	0.15	1.58	0.12	1.45	0.15	1.54	0.12
Servizi	-1.82	0.07 †	-1.81	0.07 †	-1.89	0.06 †	-1.81	0.07 †	-1.98	0.05 *
Opportunità di crescita	0.18	0.86	0.22	0.83	0.17	0.87	0.22	0.83	0.13	0.90
Quotazione altri mercati	-1.34	0.18	-1.37	0.17	-1.42	0.16	-1.37	0.17	-1.29	0.20
Consulente	1.46	0.15	1.50	0.13	1.51	0.13	1.50	0.13	1.50	0.13
costante	-5.17	0.00 ***	-5.30	0.00 ***	-5.09	0.00 ***	-5.30	0.00 ***	-5.17	0.00 ***
Numero osservazioni	600		600		600		600		600	
Wald chi2(19)	203.39	***	201.47	***	198.46	***	201.47	***	196.49	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	12.36	0.14	12.98	0.11	10.83	0.21	12.98	0.11	12.51	0.13
classificaz. Corrette (%)	0.88		0.88		0.88		0.88		0.88	
VIF	1.81		1.93		1.92		1.93		1.81	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.4: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul trend di borsa.

Grafici sul trend di borsa	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.38	0.17								
performance EBIT			-0.49	0.63						
performance EPS					-0.32	0.75				
performance specifica							1.29	0.20		
performance spec_incremento									0.34	0.73
dimensione	1.90	0.06 †	1.59	0.11	1.52	0.13	1.47	0.14	1.55	0.12
uso grafici T-1	10.89	0.00 ***	11.03	0.00 ***	11.01	0.00 ***	10.98	0.00 ***	11.09	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-1.50	0.13	-1.52	0.13	-1.52	0.13	-1.48	0.14	-1.55	0.12
analisti	1.12	0.26	1.02	0.31	0.82	0.42	1.22	0.22	1.10	0.27
Germania	2.89	0.00 **	2.83	0.01 **	2.84	0.00 **	2.62	0.01 **	2.75	0.01 **
Italia	2.42	0.02 *	2.26	0.02 *	1.91	0.06 †	2.16	0.03 *	2.10	0.04 *
Regno Unito	-1.70	0.09 †	-2.00	0.05 *	-2.06	0.04 *	-2.24	0.03 *	-2.13	0.03 *
2008 ^a	1.20	0.23	1.22	0.22	1.23	0.22	1.74	0.08 †	1.35	0.18
2009	1.52	0.13	1.61	0.11	1.68	0.09 †	0.94	0.35	1.52	0.13
Manifatturiero leggero	-0.25	0.80	-0.29	0.77	-0.30	0.76	-0.11	0.91	-0.25	0.80
Manifatturiero pesante	0.93	0.35	1.04	0.30	1.08	0.28	1.19	0.23	1.02	0.31
Trasporti, comunicazione e distribuz.	0.67	0.51	0.82	0.41	0.78	0.44	1.01	0.31	0.85	0.39
Commercio	-0.19	0.85	-0.07	0.95	-0.05	0.96	0.16	0.87	-0.03	0.97
Immobiliare	0.13	0.90	0.12	0.90	0.15	0.88	0.43	0.67	0.14	0.89
Servizi	0.08	0.93	0.14	0.89	0.12	0.91	0.31	0.76	0.16	0.87
Opportunità di crescita	2.76	0.01 **	2.75	0.01 **	2.73	0.01 **	2.29	0.02 *	2.49	0.01 *
Quotazione altri mercati	1.19	0.24	1.15	0.25	1.15	0.25	1.05	0.30	1.12	0.26
Consulente	2.02	0.04 *	2.03	0.04 *	2.06	0.04 *	1.95	0.05 †	1.91	0.06 †
costante	-4.43	0.00 ***	-4.33	0.00 ***	-4.22	0.00 ***	-4.61	0.00 ***	-4.27	0.00 ***
Numero osservazioni	600		600		600		599 ^b		599 ^b	
Wald chi2(19)	187.73	***	193.17	***	190.33	***	185.06	***	190.71	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	2.74	0.95	6.58	0.58	6.70	0.57	4.44	0.82	3.48	0.90
classificaz. Corrette (%)	0.92		0.92		0.92		0.92		0.92	
VIF	1.86		1.97		1.97		1.94		1.94	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009; b) Un'osservazione mancante causa di dati mancanti sul trend di borsa

Tabella 6.5: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sull'utile per azione.

Grafici sull'utile per azione	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	2.25	0.025 *								
performance EBIT			0.25	0.802						
performance EPS					1.99	0.046 *				
performance specifica							1.99	0.046 *		
performance spec_incremento									2.12	0.034 *
dimensione	-1.46	0.143	-0.94	0.345	-1.69	0.091 †	-1.69	0.091 †	-1.27	0.203
uso grafici T-1	10.87	0 ***	11.09	0 ***	10.8	0 ***	10.8	0 ***	11.41	0 ***
uso grafici leader T-1	0.63	0.531	0.65	0.517	0.56	0.572	0.56	0.572	0.7	0.481
analisti	2.2	0.028 *	2.21	0.027 *	2.26	0.024 *	2.26	0.024 *	2.17	0.03 *
Germania	-1.96	0.05 *	-1.82	0.068 †	-1.86	0.063 †	-1.86	0.063 †	-1.86	0.063 †
Italia	-3.16	0.002 **	-3.72	0 ***	-2.5	0.012 *	-2.5	0.012 *	-3.77	0 ***
Regno Unito	1.62	0.106	1.66	0.097 †	2.51	0.012 *	2.51	0.012 *	1.63	0.102
2008 ^a	-0.82	0.41	-0.84	0.40	-0.77	0.44	-0.77	0.44	-0.69	0.49
2009	0.20	0.84	0.22	0.82	0.43	0.67	0.43	0.67	0.59	0.55
Manifatturiero leggero	1.1	0.271	1.11	0.269	1.24	0.216	1.24	0.216	0.8	0.423
Manifatturiero pesante	0.8	0.424	0.78	0.436	1.16	0.247	1.16	0.247	0.61	0.542
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.7	0.482	0.66	0.509	1.03	0.305	1.03	0.305	0.46	0.644
Commercio	0.35	0.728	0.34	0.737	0.63	0.531	0.63	0.531	0.11	0.916
Immobiliare	0.21	0.83	0.33	0.739	0.18	0.857	0.18	0.857	0.24	0.812
Servizi	0.87	0.385	0.9	0.369	1.13	0.257	1.13	0.257	0.68	0.495
Opportunità di crescita	-0.96	0.335	-0.97	0.333	-0.86	0.389	-0.86	0.389	-1.05	0.293
Quotazione altri mercati	-1.53	0.127	-1.49	0.136	-1.11	0.268	-1.11	0.268	-1.53	0.125
Consulente	-1.02	0.306	-1.01	0.313	-1.14	0.253	-1.14	0.253	-1.27	0.204
costante	-2.16	0.031 *	-2.19	0.028 *	-2.24	0.025 *	-2.24	0.025 *	-2.2	0.028 *
Numero osservazioni	600		600		600		600		600	
Wald chi2(19)	217.13	***	238.65	***	244.38	***	244.38	***	250.14	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	8.94	0.35	4.64	0.80	7.82	0.45	7.82	0.45	6.97	0.54
classificaz. Corrette (%)	94.50%		94.50%		94.67%		94.67%		94.33%	
VIF	1.86		1.97		1.97		1.97		1.86	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.6: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari (Ipotesi 1a e 1b). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sulle vendite.

Grafici sulle vendite	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5	
	z	P>z								
performance ROA	-0.68	0.50								
performance EBIT			1.24	0.22						
performance EPS					1.09	0.28				
performance specifica							2.39	0.02 *		
performance spec_incremento									1.14	0.25
dimensione	-1.51	0.13	-1.82	0.07 †	-1.91	0.06 †	-2.09	0.04 *	-1.70	0.09 †
uso grafici T-1	10.93	0.00 ***	10.97	0.00 ***	10.97	0.00 ***	10.97	0.00 ***	10.88	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.56	0.57	0.41	0.69	0.44	0.66	0.46	0.65	0.52	0.61
analisti	3.67	0.00 ***	3.55	0.00 ***	3.85	0.00 ***	3.34	0.00 ***	3.72	0.00 ***
Germania	-0.04	0.97	-0.04	0.97	-0.07	0.95	-0.06	0.95	-0.08	0.93
Italia	-0.12	0.90	-0.14	0.89	0.16	0.87	-0.09	0.93	-0.17	0.86
Regno Unito	-0.43	0.67	-0.44	0.66	-0.16	0.88	-0.26	0.79	-0.44	0.66
2008 ^a	-1.32	0.19	-1.22	0.22	-1.23	0.22	-1.17	0.24	-1.26	0.21
2009	-1.57	0.12	-1.40	0.16	-1.47	0.14	-1.45	0.15	-0.91	0.36
Manifatturiero leggero	0.84	0.40	0.85	0.40	0.89	0.37	0.83	0.41	0.89	0.37
Manifatturiero pesante	1.42	0.15	1.56	0.12	1.57	0.12	1.52	0.13	1.56	0.12
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.94	0.35	0.96	0.34	1.08	0.28	0.98	0.33	0.94	0.35
Commercio	2.56	0.01 **	2.62	0.01 **	2.59	0.01 **	2.60	0.01 **	2.64	0.01 **
Immobiliare	-0.44	0.66	-0.22	0.83	-0.35	0.73	0.29	0.78	-0.25	0.80
Servizi	0.87	0.38	0.94	0.35	0.97	0.33	0.98	0.33	0.84	0.40
Opportunità di crescita	0.15	0.88	0.13	0.90	0.15	0.88	0.24	0.81	-0.09	0.93
Quotazione altri mercati	-0.07	0.94	-0.09	0.93	-0.03	0.98	-0.07	0.94	-0.08	0.94
Consulente	2.06	0.04 *	2.14	0.03 *	2.10	0.04 *	2.12	0.03 *	2.04	0.04 *
costante	-1.88	0.06 †	-2.16	0.03 *	-2.24	0.03 *	-2.43	0.02 *	-2.26	0.02 *
Numero osservazioni	600		600		600		600		600	
Wald chi2(19)	175.88	***	177.20	***	175.81	***	176.07	***	175.59	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	10.94	0.21	7.45	0.49	7.78	0.46	6.17	0.63	15.69	0.05 ^b
classificaz. Corrette (%)	0.88		0.88		0.88		0.88		0.89	
VIF	1.88		1.88		1.91		1.93		1.86	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

b) Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica n. 4 abbia una scarsa capacità predittiva (p<0,05). I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

L'ipotesi 1c si riferisce alla decisione di modificare il numero degli indicatori critici economico-finanziari da un esercizio ad un altro. L'obiettivo, in questo caso, è quello di verificare se tale decisione sia influenzata dalla variazione della performance complessiva oltre che da altri fattori. La variazione della performance è stata stimata in due modi: come mero incremento/decremento rispetto all'esercizio precedente e come variazione percentuale rispetto all'esercizio precedente⁴⁵². Il modello è il seguente⁴⁵³:

$$\Delta \text{GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$$

La variazione della performance, a prescindere da come stimata, non sembra influenzare la decisione di modificare il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da un anno ad un altro⁴⁵⁴. L'ipotesi 1c non è, pertanto, supportata, così come era già emerso nel capitolo precedente. L'unica variabile che sembra influenzare la variazione del numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è rappresentata dal contesto del Regno Unito ($p < 0.001$).

L'ipotesi 1d prevede, in linea con l'impression management, che la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole. I test condotti nel capitolo cinque supportano tale ipotesi. Sono stati, inoltre, effettuati dei test di regressione logistica per verificare quali fattori influenzino la distorsione favorevole dei grafici. I risultati dei test sono contenuti nella tabella 6.7⁴⁵⁵. Il modello è il seguente:

$$\text{DIST.FAV.GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{ANALISTI}_{it} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$$

Come si evince dalla tabella 6.7, il numero di distorsioni favorevoli sembra dipendere dal contesto istituzionale, con le aziende tedesche e britanniche che tendono a distorcere favorevolmente i grafici più di quelle francesi ($p < 0.05$). Ancora, emerge come il numero di distorsioni favorevoli si riduca nel 2008 rispetto al 2006 ($p < 0.001$) e che dipenda dal settore in cui le aziende operano, dato che le aziende operanti nel settore immobiliare sembrano maggiormente orientate a distorcere favorevolmente i grafici ($p < 0.01$). Infine, le aziende con maggiori opportunità di crescita sembrano, anche se in misura marginale, maggiormente propense a distorcere i grafici favorevolmente ($p < 0.1$).

⁴⁵² A differenza del modello precedente, non è stata considerata, come variabile indipendente, la variabile uso dei grafici nell'anno precedente, dato che l'obiettivo è quello di verificare quali variabili influenzino la variazione dei grafici e non lo status quo, che è ampiamente emerso in precedenza.

⁴⁵³ La variabile dimensione è sempre stata stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del fatturato.

⁴⁵⁴ La tabella contenente i test è inserita in appendice (tabella App.6.1).

⁴⁵⁵ La variabile dipendente, come scritto, è una variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente. In questo caso, pertanto, l'unità d'analisi è il grafico e non l'azienda. Inoltre, così come già effettuato nel capitolo 5, si sono considerate le sole distorsioni rilevanti, cioè quelle che, dati i valori dell'indice di discrepanza relativo RGD superiori alla soglia minima, possono influenzare il lettore del bilancio.

Tabella 6.7: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente (ipotesi 1d). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.

Numero di grafici distorti favorevolmente	Modello 1			Modello 2			Modello 3		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-1.12	0.3							
performance EBIT				-0.21	0.8				
performance EPS							-0.65	0.5	
dimensione	2.33	0	*	1.89	0.1	†	2.22	0	*
analisti	0.83	0.4		0.9	0.4		0.73	0.5	
Germania	2.23	0	*	2.14	0	*	2.13	0	*
Italia	1.29	0.2		1.17	0.2		0.84	0.4	
Regno Unito	2.43	0	*	2.21	0	*	2	0	*
2007	-2.37	0		-2.33	0		-2.34	0	
2008	-5.01	0	***	-4.95	0	***	-5.01	0	***
2009	-1.46	0.1		-1.4	0.2		-1.45	0.1	
Manifatturiero leggero	-1.05	0.3		-1.04	0.3		-1.06	0.3	
Manifatturiero pesante	-0.79	0.4		-0.71	0.5		-0.75	0.5	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.97	0.3		-0.82	0.4		-0.93	0.4	
Commercio	0.98	0.3		1.04	0.3		0.94	0.3	
Immobiliare	2.66	0	**	2.61	0	**	2.63	0	**
Servizi	-0.87	0.4		-0.91	0.4		-0.93	0.4	
Opportunità di crescita	1.99	0	*	1.94	0.1	†	1.93	0.1	†
Quotazione altri mercati	-0.03	1		-0.09	0.9		-0.12	0.9	
Consulente	-0.09	0.9		-0.08	0.9		-0.02	1	
costante	-1.39	0.2		-1.31	0.2		-1.27	0.2	
Numero osservazioni	1454 ^a			1454 ^a			1454 ^a		
Wald chi2(18)	71.85		***	70.19		***	68.48		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.57	0.48		6.12	0.63		4.17	0.84	
classificaz. Corrette (%)	0.652			0.65			0.65		
VIF	1.83			1.93			1.96		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) quattro osservazioni in meno a causa di dati mancanti sulle opportunità di crescita

La successiva ipotesi si riferisce all'uso dei grafici localizzati in posizione strategica (tabella n. 6.8). Si prevede che tale uso aumenti quando la performance complessiva sia più elevata e che si riduca nel caso opposto. Il modello è il seguente⁴⁵⁶:

$$\begin{aligned} \text{NUM.GRAFICI posiz. strategica}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \\ & + \beta_3 \text{NUM.GRAFICI posiz. strategica}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER posiz. strategica}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \\ & + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Il livello della performance complessiva non influenza in misura significativa l'uso di questi grafici⁴⁵⁷. Vi è, invece, un'influenza del contesto istituzionale: le società tedesche utilizzano in misura minore tali grafici (p<0,01) rispetto a quelle francesi e quelle britanniche in misura significativamente maggiore (p<0,01) delle francesi. Vi è, inoltre, un'influenza positiva (p<0,05)

⁴⁵⁶ Si tratta dello stesso modello utilizzato ad inizio paragrafo, con la sola differenza che, in questo caso, la variabile dipendente è rappresentata dal numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica. Inoltre, per verificare la presenza di status quo, è stato considerato il numero di grafici localizzati in posizione strategica nell'esercizio precedente.

⁴⁵⁷ I test sono stati ripetuti considerando la variazione percentuale della performance complessiva e l'incremento rispetto all'esercizio precedente. I risultati, però, non evidenziano un'influenza significativa della performance.

della presenza del consulente di comunicazione. Infine, resta forte la tendenza allo status quo ($p < 0,001$).

Tabella 6.8: L'influenza della performance sul numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica (Ipotesi 1e). Variabile dipendente: numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica.

Numero grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	t	P>t	t	P>t	t	P>t
performance ROA	-0.45	0.65				
performance EBIT			1.23	0.22		
performance EPS					1.50	0.13
dimensione	1.87	0.06 †	0.52	0.60	0.73	0.47
Numero grafici T-1	23.50	0.00 ***	23.53	0.00 ***	23.30	0.00 ***
Numero grafici leader T-1	-0.94	0.35	-1.03	0.30	-0.98	0.33
analisti	1.82	0.07 †	1.69	0.09 †	2.13	0.03 *
Germania	-3.07	0.00 **	-3.08	0.00 **	-3.08	0.00 **
Italia	1.68	0.09 †	1.61	0.11	2.08	0.04 *
Regno Unito	2.82	0.01 **	2.71	0.01 **	3.10	0.00 **
2008 ^a	-0.63	0.53	-0.57	0.57	-0.56	0.58
2009	-0.58	0.56	-0.38	0.71	-0.41	0.68
Manifatturiero leggero	0.27	0.79	0.25	0.80	0.32	0.75
Manifatturiero pesante	0.75	0.46	0.88	0.38	0.91	0.36
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.41	0.68	0.42	0.68	0.60	0.55
Commercio	-0.07	0.95	0.02	0.98	0.02	0.99
Immobiliare	0.77	0.44	0.76	0.45	0.62	0.54
Servizi	-1.30	0.19	-1.33	0.18	-1.22	0.22
Opportunità di crescita	0.15	0.88	0.06	0.95	0.16	0.87
Quotazione altri mercati	-1.41	0.16	-1.38	0.17	-1.28	0.20
Consulente	2.10	0.04 *	2.13	0.04 *	2.05	0.04 *
costante	-0.62	0.53	-0.41	0.68	-0.75	0.45
Numero osservazioni	600		600		600	
F(19, 199)	91.65		94.61		100.05	
Prob > F	0.00	***	0.00	***	0.00	***
R2	0.69		0.69		0.69	
VIF	1.83		1.94		1.94	

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se la variazione nell'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

In linea con l'impression management, ci si attende, inoltre, un ricorso maggiore alla selettività ed alla distorsione durante la crisi finanziaria (anni 2008 e 2009) rispetto al periodo pre-crisi (anni 2006 e 2007). Il campione è stato suddiviso in due sub-campioni: il primo fa riferimento al periodo precedente la crisi finanziaria mentre il secondo al periodo della crisi finanziaria. Comparando i coefficienti ed i livelli di significatività, è possibile confrontare l'influenza della performance sull'uso dei grafici nei due sub campioni⁴⁵⁸.

⁴⁵⁸ La variabile uso dei grafici è una variabile dicotomica pari ad 1 se il bilancio contiene almeno un grafico sullo specifico indicatore critico e 0 in caso contrario. Il livello della performance complessiva (ipotesi 1.f) e specifica (ipotesi 1.g) è sempre stimato attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto della performance. La variabile dimensione, come già scritto, è stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del fatturato, ad eccezione dei test in cui si analizza l'influenza sull'uso dei grafici sul fatturato. In quel caso, la dimensione è stata stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto dell'attivo. I modelli di regressione logistica coincidono con quello iniziale, ma viene meno il controllo per anno dato che si stanno confrontando due periodi differenti: quello pre-crisi e quello della crisi.

$$\begin{aligned}
1) \text{USO GRAFICI}_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \\
&+ \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \\
&+ \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Settore} + \gamma_3 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_5 \text{Consulente}_{it} \\
&+ \varepsilon_i \text{ se Periodo Crisi} = 0; \qquad \qquad \qquad 459 \\
2) \text{USO GRAFICI}_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \\
&+ \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \\
&+ \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Settore} + \gamma_3 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_5 \text{Consulente}_{it} \\
&+ \varepsilon_i \text{ se Periodo Crisi} = 1
\end{aligned}$$

L'ipotesi 1.f prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tende ad aumentare quando la performance complessiva è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria, mentre l'ipotesi 1.g si basa sulla performance specifica e non su quella complessiva aziendale.

In generale, emerge che, né prima né durante la crisi, la performance, sia essa complessiva o specifica, influenzi in misura significativa l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari perché altri effetti, come il contesto istituzionale e la tendenza allo status quo, prevalgono (tabelle dalla n. 6.9 alla 6.14).

finanziaria. Nelle tabelle dalla n. 6.10 alla 6.15 ci sono quattro diversi modelli tenuto conto di come la variabile performance sia stata stimata: nel primo, la performance è stata stimata in termini di performance complessiva ROA, nel secondo in termini di performance complessiva EBIT, nel terzo in termini di performance complessiva EPS e, infine, nel quarto in termini di performance specifica.

⁴⁵⁹ La variabile Periodo crisi è pari a 0 nel periodo pre-crisi ed è pari ad 1 nel periodo della crisi

Tabella 6.9: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul dividendo per azione.

Uso dei grafici sul dividendo per azione - periodo pre-crisi

	Modello 1		†	Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	1.94	0.05	†									
performance EBIT				-0.06	0.95							
performance EPS							0.57	0.57				
performance specifica										0.94	0.35	
dimensione	-0.38	0.71		-0.17	0.87		-0.58	0.56		-0.41	0.68	
uso grafici T-1	6.85	0.00	***	6.83	0.00	***	6.92	0.00	***	6.70	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.22	0.83		-0.18	0.86		-0.19	0.85		-0.23	0.82	
analisti	2.50	0.01	*	2.58	0.01	**	2.56	0.01	**	2.44	0.02	*
Germania	0.83	0.41		0.90	0.37		0.84	0.40		0.79	0.43	
Italia	-0.69	0.49		-0.64	0.53		-0.52	0.60		-0.42	0.67	
Regno Unito	2.23	0.03	*	2.40	0.02	*	2.27	0.02	*	2.70	0.01	**
Manifatturiero leggero	-0.91	0.37		-0.92	0.36		-0.89	0.37		-0.93	0.35	
Manifatturiero pesante	-0.18	0.86		-0.23	0.82		-0.20	0.84		-0.19	0.85	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-1.23	0.22		-1.31	0.19		-1.18	0.24		-1.30	0.19	
Commercio	-2.59	0.01	**	-2.50	0.01	*	-2.36	0.02	*	-2.60	0.01	**
Immobiliare	-1.27	0.20		-1.24	0.22		-1.39	0.16		-1.02	0.31	
Servizi	-0.94	0.35		-0.95	0.34		-0.86	0.39		-0.84	0.40	
Opportunità di crescita	-0.28	0.78		-0.27	0.79		-0.27	0.79		-0.19	0.85	
Quotazione altri mercati	-1.83	0.07	†	-1.81	0.07	†	-1.71	0.09	†	-1.83	0.07	†
Consulente	-0.90	0.37		-0.91	0.36		-0.97	0.33		-0.95	0.34	
costante	-1.75	0.08	†	-1.91	0.06	†	-1.70	0.09	†	-1.93	0.05	†
Numero osservazioni		200			200			200			200	
Wald chi2(17)		74.59	***		79.40	***		77.30	***		75.00	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.97	0.44		7.60	0.47		8.62	0.38		6.44	0.60	
classificaz. Corrette (%)	0.91			0.90			0.91			0.91		
VIF	1.90			2.21			2.07			2.00		
Sezione b: Uso dei grafici sul dividendo per azione - periodo crisi												
performance ROA	0.46	0.65										
performance EBIT				0.24	0.81							

	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance EPS							0.57	0.57				
performance specifica										0.07	0.94	
dimensione	2.97	0.00	**	2.11	0.04	*	2.22	0.03	*	3.13	0.00	**
uso grafici T-1	9.17	0.00	***	9.14	0.00	***	9.18	0.00	***	9.19	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.05	0.96		-0.05	0.96		-0.11	0.91		-0.03	0.98	
analisti	2.24	0.03	*	2.25	0.02	*	2.15	0.03	*	2.24	0.03	*
Germania	-0.12	0.90		-0.10	0.92		-0.09	0.93		-0.11	0.91	
Italia	-0.91	0.36		-0.94	0.35		-0.70	0.48		-0.90	0.37	
Regno Unito	1.18	0.24		1.18	0.24		1.27	0.20		1.26	0.21	
Manifatturiero leggero	0.10	0.92		0.11	0.92		0.11	0.92		0.11	0.91	
Manifatturiero pesante	-0.23	0.82		-0.21	0.83		-0.17	0.86		-0.24	0.81	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.51	0.13		1.51	0.13		1.55	0.12		1.52	0.13	
Commercio	0.45	0.65		0.46	0.64		0.49	0.63		0.46	0.64	
Immobiliare	2.68	0.01	**	2.73	0.01	**	2.71	0.01	**	2.75	0.01	**
Servizi	0.26	0.79		0.27	0.79		0.31	0.76		0.28	0.78	
Opportunità di crescita	0.32	0.75		0.31	0.76		0.31	0.76		0.32	0.75	
Quotazione altri mercati	-0.76	0.45		-0.74	0.46		-0.70	0.49		-0.77	0.44	
Consulente	-0.80	0.42		-0.81	0.42		-0.82	0.41		-0.82	0.42	
costante	-5.60	0.00	***	-5.59	0.00	***	-5.50	0.00	***	-5.50	0.00	***
Numero osservazioni		400			400			400			400	
Wald chi2(17)		159.58	***		160.60	***		158.04	***		159.75	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	3.51	0.90		3.38	0.91		6.86	0.55		3.51	0.90	
classificaz. Corrette (%)	0.91			0.91			0.91			0.91		
VIF	1.90			1.99			2.00			1.96		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella 6.10: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito netto.

Uso dei grafici sul reddito netto - periodo pre-crisi

	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-0.01	0.99										
performance EBIT				-1.51	0.13							
performance EPS							-1.29	0.20				
performance specifica										-0.92	0.36	
dimensione	2.72	0.01	**	2.89	0.00	**	2.73	0.01	**	2.63	0.01	**
uso grafici T-1	4.73	0.00	***	4.86	0.00	***	5.18	0.00	***	4.86	0.00	***
uso grafici leader T-1	2.46	0.01	*	2.35	0.02	*	2.45	0.01	*	2.25	0.02	*
analisti	0.27	0.79		0.32	0.75		-0.41	0.68		0.30	0.77	
Germania	-0.43	0.67		-0.36	0.72		-0.37	0.72		-0.36	0.72	
Italia	2.16	0.03	*	2.14	0.03	*	1.36	0.18		2.13	0.03	*
Regno Unito	0.81	0.42		0.90	0.37		0.38	0.71		0.87	0.39	
Manifatturiero leggero	1.68	0.09	†	1.63	0.10		1.43	0.15		1.58	0.11	
Manifatturiero pesante	-0.65	0.51		-0.67	0.51		-0.70	0.48		-0.66	0.51	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.44	0.66		-0.43	0.67		-0.70	0.49		-0.41	0.68	
Commercio	-0.03	0.97		-0.17	0.86		-0.37	0.71		-0.10	0.92	
Immobiliare	-0.88	0.38		-0.60	0.55		-0.46	0.65		-0.81	0.42	
Servizi	0.55	0.58		0.57	0.57		0.36	0.72		0.53	0.60	
Opportunità di crescita	-0.84	0.40		-0.60	0.55		-0.58	0.56		-0.57	0.57	
Quotazione altri mercati	-1.96	0.05	*	-1.95	0.05	†	-2.03	0.04	*	-2.00	0.05	*
Consulente	-0.42	0.67		-0.45	0.65		-0.32	0.75		-0.49	0.62	
costante	-3.26	0.00	***	-3.24	0.00	***	-3.22	0.00	***	-3.23	0.00	***
Numero osservazioni	200			200			200			200		
Wald chi2(17)	85.37 ***			69.82 ***			86.25 ***			67.82 ***		
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	12.39 0.13			13.10 0.11			10.34 0.24			13.60 0.09		
classificaz. Corrette (%)	0.92			0.93			0.92			0.93		
VIF	1.92			2.23			2.08			1.99		
Sezione b: Uso dei grafici sul reddito netto - periodo crisi												

Uso dei grafici sul reddito netto - periodo crisi	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.09	0.28						
performance EBIT			-0.18	0.86				
performance EPS					-0.01	0.99		
performance specifica							0.06	0.95
dimensione	0.62	0.54	0.50	0.62	0.48	0.63	0.42	0.67
uso grafici T-1	10.20	0.00 ***	10.22	0.00 ***	10.20	0.00 ***	10.23	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.60	0.55	0.56	0.57	0.55	0.58	0.55	0.58
analisti	0.06	0.96	0.06	0.95	0.05	0.96	0.05	0.96
Germania	0.88	0.38	0.86	0.39	0.86	0.39	0.87	0.38
Italia	1.27	0.20	1.20	0.23	1.11	0.27	1.17	0.24
Regno Unito	0.42	0.68	0.37	0.71	0.36	0.72	0.35	0.73
Manifatturiero leggero	0.43	0.66	0.41	0.68	0.41	0.68	0.42	0.68
Manifatturiero pesante	0.67	0.50	0.68	0.50	0.70	0.49	0.70	0.48
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.32	0.19	1.33	0.18	1.33	0.18	1.33	0.19
Commercio	0.67	0.50	0.68	0.50	0.69	0.49	0.69	0.49
Immobiliare	2.36	0.02 *	2.27	0.02 *	2.29	0.02 *	2.27	0.02 *
Servizi	0.68	0.50	0.66	0.51	0.66	0.51	0.66	0.51
Opportunità di crescita	2.09	0.04 *	2.11	0.04 *	2.08	0.04 *	2.07	0.04 *
Quotazione altri mercati	0.08	0.94	0.08	0.94	0.08	0.93	0.09	0.93
Consulente	0.93	0.35	0.98	0.33	0.98	0.33	0.99	0.32
costante	-4.20	0.00 ***	-4.14	0.00 ***	-4.11	0.00 ***	-3.99	0.00 ***
Numero osservazioni	400		400		400		400	
Wald chi2(17)	141.54	***	141.63	***	139.81	***	138.94	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	3.43	0.90	1.92	0.98	1.34	1.00	1.33	1.00
classificaz. Corrette (%)	0.88		0.88		0.88		0.88	
VIF	1.86		1.96		1.96		1.90	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella 6.11: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.

Uso dei grafici sul reddito pre-imposte - periodo pre-crisi

	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	
performance ROA	-0.48	0.63							
performance EBIT			-0.91	0.36					
performance EPS					0.39	0.69			
performance specifica							-0.91	0.36	
dimensione	0.13	0.90	0.72	0.47	-0.10	0.92	0.72	0.47	
uso grafici T-1	4.31	0.00	***	4.29	0.00	***	4.30	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.66	0.51		-0.74	0.46		-0.69	0.49	
analisti	1.02	0.31		1.03	0.30		1.07	0.28	
Germania	1.84	0.07	†	1.84	0.07	†	1.83	0.07	†
Italia	0.97	0.33		0.97	0.33		1.02	0.31	
Regno Unito	2.59	0.01	**	2.58	0.01	**	2.54	0.01	*
Manifatturiero leggero	0.51	0.61		0.55	0.58		0.52	0.60	
Manifatturiero pesante	0.74	0.46		0.71	0.48		0.77	0.44	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.06	0.95		0.00	1.00		-0.01	1.00	
Commercio	-1.00	0.32		-1.02	0.31		-0.98	0.33	
Immobiliare	-0.65	0.51		-0.61	0.55		-0.73	0.47	
Servizi	-1.53	0.13		-1.50	0.13		-1.49	0.14	
Opportunità di crescita	-0.75	0.46		-0.67	0.50		-0.75	0.46	
Quotazione altri mercati	-1.18	0.24		-1.13	0.26		-1.15	0.25	
Consulente	2.03	0.04	*	2.11	0.04	*	2.00	0.05	*
costante	-1.67	0.09	†	-1.79	0.07	†	-1.69	0.09	†
Numero osservazioni		200.00			200.00			200.00	
Wald chi2(17)		31.23	***		29.84	***		29.65	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	18.23	0.02	^a	18.55	0.02	^a	11.59	0.17	
classificaz. Corrette (%)	0.70			0.70			0.71		
VIF	1.91			2.22			2.08		

Sezione b; Uso dei grafici sul reddito pre-imposte - periodo crisi

Usso dei grafici sul reddito pre-imposte - periodo crisi	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	
performance ROA	-0.89	0.37							
performance EBIT			-1.37	0.17					
performance EPS					-0.60	0.55			
performance specifica							-1.37	0.17	
dimensione	-0.14	0.89	0.46	0.65	0.02	0.98	0.46	0.65	
uso grafici T-1	4.70	0.00	***	4.71	0.00	***	4.72	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.48	0.63		0.59	0.56		0.52	0.60	
analisti	1.55	0.12		1.63	0.10		1.40	0.16	
Germania	2.90	0.00	**	2.85	0.00	**	2.87	0.00	**
Italia	2.36	0.02	*	2.37	0.02	*	2.10	0.04	*
Regno Unito	3.93	0.00	***	3.94	0.00	***	3.73	0.00	***
Manifatturiero leggero	-0.46	0.65		-0.45	0.66		-0.50	0.62	
Manifatturiero pesante	0.91	0.36		0.82	0.42		0.87	0.39	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.66	0.10	†	1.69	0.09	†	1.61	0.11	
Commercio	-1.06	0.29		-1.10	0.27		-1.08	0.28	
Immobiliare	-0.39	0.70		-0.53	0.59		-0.43	0.67	
Servizi	-2.91	0.00	**	-2.88	0.00	**	-2.95	0.00	**
Opportunità di crescita	0.40	0.69		0.45	0.65		0.41	0.68	
Quotazione altri mercati	-0.99	0.32		-1.08	0.28		-1.07	0.28	
Consulente	2.08	0.04	*	2.05	0.04	*	2.12	0.03	*
costante	-2.80	0.01	**	-2.90	0.00	**	-2.73	0.01	**
Numero osservazioni		400.00			400.00			400.00	
Wald chi2(17)		56.61	***		56.02	***		55.21	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)		11.52	0.17		8.26	0.41		9.59	0.29
classificaz. Corrette (%)		0.72			0.72			0.73	
VIF		1.82			1.93			1.93	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a. Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica, considerando il periodo pre-crisi, abbia una scarsa capacità predittiva (p<0,05). I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Tabella 6.12: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sul trend di borsa

Uso dei grafici sul trend di borsa - periodo pre-crisi

	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-1.65	0.10	†									
performance EBIT				-1.79	0.07	†						
performance EPS							0.20	0.84				
performance specifica										0.49	0.62	
dimensione	2.33	0.02	*	2.42	0.02	*	1.99	0.05	*	2.17	0.03	*
uso grafici T-1	5.76	0.00	***	5.56	0.00	***	5.59	0.00	***	5.53	0.00	***
uso grafici leader T-1	-1.13	0.26		-1.29	0.20		-1.30	0.19		-1.27	0.20	
analisti	-1.52	0.13		-1.61	0.11		-1.57	0.12		-1.50	0.13	
Germania	2.47	0.01	*	2.17	0.03	*	2.12	0.03	*	2.19	0.03	*
Italia	2.81	0.01	**	2.84	0.01	**	2.79	0.01	**	2.45	0.01	*
Regno Unito	0.94	0.35		0.66	0.51		0.50	0.61		0.43	0.66	
Manifatturiero leggero	1.78	0.08	†	2.01	0.04	*	1.82	0.07	†	1.91	0.06	†
Manifatturiero pesante	2.61	0.01	**	2.72	0.01	**	2.91	0.00	**	2.54	0.01	*
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.07	0.28		1.36	0.17		1.41	0.16		1.33	0.18	
Commercio	-0.54	0.59		-0.34	0.73		-0.18	0.86		-0.18	0.86	
Immobiliare	0.49	0.62		0.77	0.44		0.37	0.72		0.50	0.62	
Servizi	3.11	0.00	**	3.10	0.00	**	3.15	0.00	**	3.02	0.00	**
Opportunità di crescita	0.92	0.36		0.86	0.39		0.80	0.42		0.43	0.67	
Quotazione altri mercati	-0.12	0.91		-0.05	0.96		-0.03	0.98		-0.16	0.87	
Consulente	2.99	0.00	**	3.04	0.00	**	3.06	0.00	**	2.89	0.00	**
costante	-3.42	0.00	***	-3.42	0.00	***	-3.45	0.00	***	-3.32	0.00	***
Numero osservazioni		200.00			200.00			200.00			200.00	
Wald chi2(17)		69.94	***		60.28	***		59.24	***		58.40	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	8.18	0.42		8.47	0.39		6.50	0.59		7.68	0.47	
classificaz. Corrette (%)	0.92			0.92			0.92			0.92		
VIF	1.88			2.18			2.05			1.93		
Sezione b: Uso dei grafici sul trend di borsa - periodo crisi												

Uso dei grafici sul trend di borsa - periodo crisi	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-0.82	0.41										
performance EBIT				-0.26	0.80							
performance EPS							-0.39	0.70				
performance specifica										1.61	0.11	
dimensione	1.68	0.09	†	1.42	0.16		1.44	0.15		1.62	0.11	
uso grafici T-1	9.69	0.00	***	9.72	0.00	***	9.70	0.00	***	9.52	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.01	1.00		-0.12	0.90		-0.15	0.88		-0.04	0.97	
analisti	1.10	0.27		1.08	0.28		0.92	0.36		1.04	0.30	
Germania	1.63	0.10		1.59	0.11		1.60	0.11		1.46	0.15	
Italia	1.44	0.15		1.28	0.20		1.00	0.32		1.27	0.21	
Regno Unito	-1.81	0.07	†	-1.99	0.05	*	-2.08	0.04	*	-2.25	0.02	*
Manifatturiero leggero	-1.88	0.06	†	-1.91	0.06	†	-1.90	0.06	†	-1.78	0.08	†
Manifatturiero pesante	-1.03	0.30		-0.97	0.33		-1.00	0.32		-0.79	0.43	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.60	0.55		-0.55	0.58		-0.59	0.56		-0.37	0.71	
Commercio	-0.88	0.38		-0.83	0.41		-0.82	0.41		-0.67	0.50	
Immobiliare	0.34	0.73		0.15	0.88		0.15	0.88		0.42	0.67	
Servizi	-2.23	0.03	*	-2.22	0.03	*	-2.25	0.03	*	-2.14	0.03	*
Opportunità di crescita	1.90	0.06	†	1.94	0.05	†	1.94	0.05	†	1.99	0.05	*
Quotazione altri mercati	0.86	0.39		0.87	0.38		0.85	0.39		0.97	0.33	
Consulente	-0.12	0.90		-0.08	0.94		-0.08	0.94		0.06	0.95	
costante	-3.40	0.00	***	-3.23	0.00	***	-3.07	0.00	**	-3.28	0.00	***
Numero osservazioni		400.00			400.00			400.00			400.00	
Wald chi2(17)		149.43	***		152.09	***		149.84	***		141.14	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	9.69	0.29		6.28	0.62		10.92	0.21		8.85	0.36	
classificaz. Corrette (%)	0.93			0.93			0.93			0.93		
VIF	1.92			2.02			2.02			2.07		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella 6.13: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sull'utile per azione.

Uso dei grafici sull'utile per azione - periodo pre-crisi

	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	
performance ROA	1.22	0.22							
performance EBIT			-2.62	0.01	**				
performance EPS					0.26	0.80			
performance specifica							0.26	0.80	
dimensione	-0.72	0.47	1.21	0.23	-0.56	0.58	-0.56	0.58	
uso grafici T-1	5.54	0.00	***	5.95	0.00	***	5.34	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.17	0.87		-0.35	0.73		-0.18	0.85	
analisti	2.89	0.00	**	3.28	0.00	***	2.97	0.00	**
Germania	-2.27	0.02	*	-1.86	0.06	†	-2.20	0.03	*
Italia	-2.09	0.04	*	-1.76	0.08	†	-1.92	0.06	†
Regno Unito	0.51	0.61		0.68	0.49		0.86	0.39	
Manifatturiero leggero	1.87	0.06	†	1.65	0.10	†	1.87	0.06	†
Manifatturiero pesante	1.25	0.21		0.69	0.49		1.20	0.23	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.28	0.02	*	1.94	0.05	†	2.22	0.03	*
Commercio	1.44	0.15		1.17	0.24		1.47	0.14	
Immobiliare	0.59	0.56		0.31	0.76		0.55	0.58	
Servizi	1.60	0.11		1.35	0.18		1.71	0.09	†
Opportunità di crescita	-1.20	0.23		-0.70	0.48		-1.11	0.27	
Quotazione altri mercati	-1.78	0.08	†	-1.51	0.13		-1.59	0.11	
Consulente	-1.16	0.25		-0.61	0.54		-1.19	0.24	
costante	-2.08	0.04	*	-2.32	0.02	*	-2.25	0.02	*
Numero osservazioni		200.00			200.00			200.00	
Wald chi2(17)		82.02	***		88.02	***		87.93	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	6.40	0.60		2.13	0.98		8.38	0.40	
classificaz. Corrette (%)	0.95			0.96			0.95		
VIF	1.92			2.23			2.09		

Sezione b: Uso dei grafici sull'utile per azione - periodo crisi

Usso dei grafici sull'utile per azione - periodo crisi	Modello 1			Modello 2		Modello 3			Modello 4			
	z	P>z		z	P>z	z	P>z		z	P>z		
performance ROA	2.76	0.01	**									
performance EBIT				1.52	0.13							
performance EPS						2.23	0.03	*				
performance specifica									2.23	0.03	*	
dimensione	-2.94	0.00	**	-1.47	0.14	-1.81	0.07	†	-1.81	0.07	†	
uso grafici T-1	8.29	0.00	***	7.95	0.00	***	8.45	0.00	***	8.45	0.00	***
uso grafici leader T-1	1.00	0.32		1.07	0.29		0.75	0.45		0.75	0.45	
analisti	0.61	0.54		0.22	0.83		0.99	0.32		0.99	0.32	
Germania	-1.29	0.20		-0.52	0.61		-0.90	0.37		-0.90	0.37	
Italia ^a	omesso			omesso		omesso			omesso			
Regno Unito	1.46	0.14		1.98	0.05	*	2.53	0.01	*	2.53	0.01	*
Manifatturiero leggero	-0.22	0.83		0.04	0.97		0.16	0.88		0.16	0.88	
Manifatturiero pesante	0.42	0.67		0.52	0.60		0.60	0.55		0.60	0.55	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.87	0.38		-0.69	0.49		-0.50	0.62		-0.50	0.62	
Commercio	-1.21	0.23		-1.08	0.28		-0.95	0.34		-0.95	0.34	
Immobiliare	-0.18	0.86		0.27	0.78		0.31	0.76		0.31	0.76	
Servizi	-0.12	0.91		0.23	0.82		0.42	0.68		0.42	0.68	
Opportunità di crescita	-0.50	0.62		-0.48	0.63		-0.42	0.68		-0.42	0.68	
Quotazione altri mercati	-1.09	0.28		-0.80	0.43		-0.55	0.58		-0.55	0.58	
Consulente	-0.74	0.46		-0.43	0.67		-0.61	0.54		-0.61	0.54	
costante	-1.08	0.28		-1.40	0.16		-2.07	0.04	*	-2.07	0.04	*
Numero osservazioni		300.00			300.00			300.00			300.00	
Wald chi2(17)		93.18	***		105.03	***		99.78	***		99.78	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	2.88	0.94		4.75	0.78		1.23	1.00		1.23	1.00	
classificaz. Corrette (%)	0.93			0.94			0.93			0.93		
VIF	1.92			2.02			2.03			2.03		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) No informazioni sul Paese Italia perché, durante la crisi, nessuna società italiana utilizza grafici sull'utile per azione.

Tabella 6.14: L'influenza della performance sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi 1f ed 1g). Variabile dipendente: uso di almeno un grafico sulle vendite.

Uso dei grafici sulle vendite - periodo pre-crisi

	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	
performance ROA	-0.79	0.43							
performance EBIT			0.11	0.92					
performance EPS					-0.23	0.82			
performance specifica							-0.07	0.94	
dimensione	-1.19	0.24	-1.28	0.20	-1.14	0.26	-1.16	0.25	
uso grafici T-1	6.45	0.00	***	6.39	0.00	***	6.44	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.47	0.64		0.44	0.66		0.48	0.63	
analisti	1.22	0.22		1.20	0.23		1.11	0.27	
Germania	0.11	0.91		0.12	0.91		0.12	0.90	
Italia	-0.78	0.44		-0.77	0.44		-0.80	0.42	
Regno Unito	0.36	0.72		0.41	0.68		0.29	0.77	
Manifatturiero leggero	2.27	0.02	*	2.31	0.02	*	2.27	0.02	*
Manifatturiero pesante	2.57	0.01	**	2.64	0.01	**	2.63	0.01	**
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.02	0.31		1.04	0.30		0.97	0.33	
Commercio	1.76	0.08	†	1.78	0.08	†	1.78	0.08	†
Immobiliare	0.80	0.43		0.74	0.46		0.78	0.43	
Servizi	1.59	0.11		1.70	0.09	†	1.65	0.10	†
Opportunità di crescita	-0.09	0.93		-0.09	0.93		-0.09	0.93	
Quotazione altri mercati	1.07	0.28		1.00	0.32		1.04	0.30	
Consulente	1.81	0.07	†	1.85	0.07	†	1.83	0.07	†
costante	-0.87	0.38		-1.22	0.22		-1.20	0.23	
Numero osservazioni		200			200			200	
Wald chi2(17)		66.79	***		65.79	***		65.77	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	9.69	0.29		9.21	0.33		7.80	0.45	
classificaz. Corrette (%)	0.87			0.86			0.87		
VIF	1.96			1.95			2.01		
Sezione b: Uso dei grafici sulle vendite - periodo crisi									
	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z	

	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4					
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z				
performance ROA	-0.37	0.71										
performance EBIT			1.25	0.21								
performance EPS					1.40	0.16						
performance specifica							2.71	0.01	**			
dimensione	-1.27	0.20	-1.56	0.12	-1.67	0.10	†	-1.98	0.05	*		
uso grafici T-1	9.46	0.00	***	9.49	0.00	***	9.53	0.00	***	9.47	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.57	0.57		0.46	0.65		0.52	0.60		0.62	0.54	
analisti	3.69	0.00	***	3.75	0.00	***	3.80	0.00	***	3.58	0.00	***
Germania	-0.39	0.69		-0.40	0.69		-0.42	0.67		-0.47	0.64	
Italia	0.66	0.51		0.63	0.53		0.98	0.33		0.66	0.51	
Regno Unito	-1.21	0.23		-1.29	0.20		-0.97	0.33		-1.13	0.26	
Manifatturiero leggero	-1.09	0.27		-1.09	0.28		-1.05	0.29		-1.15	0.25	
Manifatturiero pesante	-0.82	0.41		-0.68	0.50		-0.65	0.52		-0.79	0.43	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.44	0.66		0.47	0.64		0.61	0.54		0.48	0.63	
Commercio	1.21	0.23		1.27	0.20		1.25	0.21		1.30	0.19	
Immobiliare	-1.43	0.15		-1.13	0.26		-1.19	0.23		-0.23	0.82	
Servizi	-0.09	0.93		-0.07	0.95		-0.04	0.97		-0.04	0.97	
Opportunità di crescita	-0.04	0.97		-0.08	0.94		-0.11	0.91		0.10	0.92	
Quotazione altri mercati	-1.14	0.26		-1.09	0.27		-1.00	0.32		-0.99	0.32	
Consulente	1.06	0.29		1.13	0.26		1.08	0.28		1.15	0.25	
costante	-1.90	0.06	†	-2.14	0.03	*	-2.20	0.03	*	-2.46	0.01	*
Numero osservazioni		400			400			400			400	
Wald chi2(17)		121.40	***		119.11	***		119.27	***		122.09	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	14.11	0.08		3.59	0.89		7.87	0.45		6.00	0.65	
classificaz. Corrette (%)	0.91			0.91			0.91			0.91		
VIF	1.94			1.95			1.97			2.01		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tra le eccezioni, in linea con le ipotesi 1.f ed 1.g, c'è l'uso dei grafici sull'utile per azione, influenzato dalla performance complessiva quando stimata attraverso il ROA ($p < 0,01$) e dalla performance specifica ($p < 0,05$), in misura significativa solo durante la crisi finanziaria e. Anche l'uso dei grafici sulle vendite è influenzato dalla performance specifica solo durante la crisi finanziaria, in linea con l'ipotesi 1.g ($p < 0,01$)⁴⁶⁰.

In sintesi, così come già evidenziato nel capitolo 5, emerge che la crisi finanziaria non abbia incrementato, salvo eccezioni, le pratiche di impression management attraverso l'uso dei grafici nei bilanci.

L'ipotesi 1.h, che prevede una maggiore prevalenza della distorsione favorevole sulla sfavorevole durante la crisi rispetto al periodo pre-crisi, è stata verificata e non supportata nel capitolo 5. Ulteriori test sono stati condotti per verificare se la crisi finanziaria, tenuto conto dell'influenza di altre variabili di controllo, abbia incrementato il numero di distorsioni favorevoli⁴⁶¹. Il modello è il seguente:

$$\begin{aligned} \text{DIST.FAV.GRAFICI}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \\ & + \beta_3 \text{ANALISTI}_{it} + \beta_4 \text{PeriodoCrisi} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_5 \text{Opportunitàcrescita}_{it} + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Emerge che il numero di distorsioni favorevoli non è aumentato ma, al contrario, è significativamente diminuito durante la crisi economico-finanziaria ($p < 0,001$; tabella 6.15). Il maggiore scrutinio pubblico sulle aziende potrebbe, pertanto, avere ridotto la loro propensione a distorcere favorevolmente un trend.

⁴⁶⁰ Altri due risultati interessanti, anche se non in linea con le nostre ipotesi, sono i seguenti: nel periodo pre-crisi, l'uso dei grafici sull'utile per azione è influenzato negativamente dalla performance complessiva, se stimata attraverso l'EBIT ($p < 0,01$) mentre l'uso dei grafici sul trend di borsa è influenzato negativamente, seppure in maniera marginale ($p < 0,1$), dalla performance complessiva, se stimata attraverso il ROA e l'EBIT.

⁴⁶¹ La variabile dipendente è una variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente.

Tabella 6.15: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente tenuto conto dell'effetto "crisi" (ipotesi 1h). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.

Numero di grafici distorti favorevolmente	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.00	0.32				
performance EBIT			-0.83	0.41		
performance EPS					-0.95	0.34
dimensione analisti	2.60	0.01 **	2.35	0.02 *	2.56	0.01 *
periodo crisi	1.16	0.24	1.31	0.19	1.00	0.32
Germania	-3.18	0.00 ***	-3.19	0.00 ***	-3.23	0.00 ***
Italia	2.23	0.03 *	2.11	0.04 *	2.11	0.04 *
Regno Unito	1.58	0.11	1.47	0.14	1.00	0.32
Manifatturiero leggero	2.73	0.01 **	2.57	0.01 **	2.22	0.03 *
Manifatturiero pesante	-1.28	0.20	-1.28	0.20	-1.29	0.20
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-1.00	0.32	-0.94	0.35	-0.95	0.34
Commercio	-1.22	0.22	-1.08	0.28	-1.20	0.23
Immobiliare	0.75	0.45	0.78	0.44	0.69	0.49
Servizi	2.63	0.01 **	2.61	0.01 **	2.60	0.01 **
Opportunità di crescita	-0.92	0.36	-0.96	0.34	-1.00	0.32
Quotazione altri mercati	2.18	0.03 *	2.16	0.03 *	2.11	0.04 *
Consulente	-0.17	0.87	-0.25	0.80	-0.29	0.77
costante	-0.07	0.94	-0.09	0.93	0.01	0.99
Numero osservazioni	-2.24	0.03 *	-2.20	0.03 *	-2.10	0.04 *
Wald chi2(16)	1454 ^a		1454 ^a		1454 ^a	
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	53.13	***	52.45	***	52.59	***
classificaz. Corrette (%)	5.11	0.75	7.51	0.48	9.63	0.29
VIF	0.64		0.64		0.65	
	1.83		1.94		1.98	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) quattro osservazioni in meno a causa di dati mancanti sulle opportunità di crescita

L'ipotesi 1.i prevede che la proporzione dei grafici sugli indicatori totali economico-finanziari sia maggiore nel periodo pre-crisi rispetto al periodo durante la crisi. Questa ipotesi, a differenza delle precedenti, tiene conto non solo degli indicatori critici economico-finanziari ma di tutti gli indicatori economico-finanziari, inclusi, ad esempio, quelli sul debito, sul patrimonio netto e sul cash flow.

Si prevede, durante la crisi, la sostituzione dei grafici sugli indicatori economico-finanziari con altri riguardanti aspetti non economico-finanziari, con l'obiettivo di celare il trend della performance aziendale economico-finanziaria.

Il test condotto è un test di regressione lineare ed il modello è il seguente⁴⁶²:

$$\text{Proporz.GRAFICI EF}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{Proporz.GRAFICI EF}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER EF}_{it} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \beta_6 \text{PeriodoCrisi} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Settore}_i + \gamma_3 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_5 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$$

⁴⁶² La variabile dipendente è rappresentata dalla proporzione di grafici economico-finanziari, pari al rapporto tra il numero dei grafici economico-finanziari ed il totale dei grafici. Rispetto al modello iniziale, viene meno il controllo per anno perché si considera, tra le variabili indipendenti, la variabile "periodo crisi". La performance, infine, è stata stimata come performance complessiva aziendale, attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del ROA, EBIT ed utile per azione.

La proporzione dei grafici economico-finanziari è aumentata, seppur in maniera non statisticamente significativa, durante la crisi economico-finanziaria, non in linea con l'ipotesi 1i. Emerge, inoltre, che tale proporzione sia significativamente influenzata dalla tendenza allo status quo ($p < 0,001$) e dal settore in cui l'azienda opera, con i settori manifatturiero pesante ($p < 0,01$) e quello delle cosiddette "utilities" (trasporti, comunicazione e distribuzione) ($p < 0,05$) a registrare una proporzione di grafici economico-finanziari più elevata⁴⁶³.

6.2 L'utilizzo incrementale dei grafici: risultati dei test di regressione.

Le ipotesi basate sull'utilizzo incrementale dei grafici prevedono che le aziende incrementino l'uso dei grafici negli anni non con l'obiettivo di dare un'impressione fuorviante quanto piuttosto con il fine di dare un'informazione in bilancio che sia più chiara. Si prevede un aumento della disclosure volontaria nei bilanci e, pertanto, un aumento dell'uso dei grafici nel tempo.

L'uso dei grafici è stato stimato sia considerando il logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sia la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico. L'ipotesi 2a prevede che l'uso dei grafici totali aumenti negli anni mentre l'ipotesi 2b prevede che l'uso dei grafici totali sugli indicatori critici economico-finanziari aumenti negli anni⁴⁶⁴.

I modelli sono i seguenti⁴⁶⁵:

a) ipotesi 2a – utilizzo incrementale nel tempo dei grafici totali, economico-finanziari e non:

$$\begin{aligned} \text{USO GRAFICI tot.}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI tot.}_{it-1} + \\ & + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER tot.}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \beta_6 \text{Anno} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_3 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_5 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

b) ipotesi 2b – utilizzo incrementale nel tempo dei grafici totali sugli indicatori critici economico-finanziari:

$$\begin{aligned} \text{USO GRAFICI ind.crit.}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI ind.crit.}_{it-1} + \\ & + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER ind.crit.}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \beta_6 \text{Anno} + \gamma_1 \text{Paese}_i + \gamma_2 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_3 \text{Quotazione n mercati}_{it} + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_{it} + \gamma_5 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Dal primo paragrafo del capitolo, analizzando l'effetto della performance sull'uso degli specifici indicatori critici economico-finanziari, era emerso che la variabile "anno" non avesse un'influenza significativa. I test di regressione per verificare l'ipotesi 2a evidenziano che l'uso dei grafici totali, sia considerando il numero assoluto che la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico, sembra aumentare nel tempo ma non in misura significativa. Infatti, come scritto anche nel capitolo precedente, l'uso dei grafici da un anno ad un altro è molto simile, in linea con la tendenza delle aziende a mantenere lo status quo. Emerge, invece, come l'uso dei grafici totali dipenda dal numero degli analisti finanziari ($p < 0,001$).

⁴⁶³ La tabella, per semplicità, è inserita in appendice (tabella App.6.2).

⁴⁶⁴ Quando la variabile dipendente è rappresentata dal numero assoluto dei grafici, è stato condotto un test di regressione lineare mentre quando la variabile dipendente è espressa dalla proporzione di aziende che inseriscono almeno un grafico, è stato condotto un test di regressione logistica. Il modello è uguale rispetto a quello presentato ad inizio capitolo. La sola differenza è che la variabile dipendente non fa riferimento all'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari.

⁴⁶⁵ La performance è stata stimata come performance complessiva aziendale, attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del ROA, EBIT ed EPS.

Tabella 6.16: L'uso dei grafici totali negli anni (ipotesi 2a). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici.

Numero dei grafici totali negli anni	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	t	P>t	t	P>t	t	P>t
performance ROA	-2.34	0.02 *				
performance EBIT			-0.79	0.43		
performance EPS					-1.01	0.32
dimensione	-0.04	0.97	0.27	0.79	0.21	0.83
uso grafici T-1	26.35	0.00 ***	26.26	0.00 ***	26.43	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.94	0.35	0.86	0.39	0.88	0.38
analisti	3.91	0.00 ***	3.96	0.00 ***	3.72	0.00 ***
Germania	2.07	0.04 *	2.04	0.04 *	2.03	0.04 *
Italia	1.30	0.19	1.22	0.23	0.83	0.41
Regno Unito	2.83	0.01 **	2.85	0.01 **	2.39	0.02 *
2008 ^a	0.12	0.90	0.11	0.92	0.09	0.93
2009	0.62	0.54	0.55	0.59	0.54	0.59
Manifatturiero leggero	-0.61	0.54	-0.61	0.54	-0.64	0.52
Manifatturiero pesante	-0.07	0.95	-0.10	0.92	-0.12	0.90
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.08	0.94	-0.06	0.96	-0.18	0.86
Commercio	-0.32	0.75	-0.34	0.74	-0.33	0.74
Immobiliare	0.61	0.55	0.43	0.67	0.52	0.60
Servizi	-1.12	0.26	-1.12	0.27	-1.18	0.24
Opportunità di crescita	0.74	0.46	0.77	0.44	0.74	0.46
Quotazione altri mercati	-1.26	0.21	-1.29	0.20	-1.35	0.18
Consulente	1.98	0.05 *	2.02	0.05 *	2.05	0.04 *
costante	-0.40	0.69	-0.40	0.69	-0.22	0.82
Numero osservazioni		600		600		600
F(19, 199)		168.94		148.72		150.15
Prob > F		0.00 ***		0.00 ***		0.00 ***
R2		0.78		0.78		0.78
VIF		1.87		1.98		1.97

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.17: L'uso dei grafici totali negli anni (ipotesi 2a). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico in bilancio.

Proporz. aziende con almeno un grafico negli anni	Modello 1			Modello 2			Modello 3		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-3.22	0	** *						
performance EBIT				-0.64	0.52				
performance EPS							-0.55	0.58	
dimensione	-0.02	1		0.07	0.95		-0.13	0.9	
uso grafici T-1	4.4	0	** *	4.93	0	** *	4.97	0	** *
uso grafici leader T-1	0.39	0.7		0.66	0.51		0.5	0.61	
analisti	3.99	0	** *	4.02	0	** *	3.66	0	** *
Italia ^a	1.15	0.3		0.71	0.48		0.34	0.74	
Regno Unito	0.17	0.9		0.46	0.64		0.13	0.9	
2008 ^b	1.22	0.2		1.16	0.25		1.22	0.22	
2009	0.44	0.7		0.38	0.7		0.49	0.63	
Manifatturiero leggero ^c	- 20.92	0	** *	-19.56	0	** *	-23.15	0	** *
Manifatturiero pesante	- 20.11	0	** *	-19.73	0	** *	-21.68	0	** *
Trasporti,comunic., distribuzione	- 19.73	0	** *	-19.08	0	** *	-21.57	0	** *
Commercio	- 19.01	0	** *	-18.31	0	** *	-20.17	0	** *
Immobiliare	- 11.15	0	** *	-14.08	0	** *	-14.62	0	** *
Servizi	- 20.29	0	** *	-19.74	0	** *	-21.58	0	** *
Opportunità di crescita	2.1	0	*	2.2	0.03	*	2.24	0.03	*
Quotazione altri mercati	-0.95	0.3		-0.82	0.41		-0.82	0.42	
Consulente	2.54	0	*	2.73	0.01	**	2.79	0.01	**
costante	8.72	0	** *	9.27	0	** *	9.07	0	** *
Numero osservazioni	450				898. 8			450	
Wald chi2(18)	1463		** *	Wald chi2(17)	898. 8	** *	Wald chi2(18)	1444. 6	** *
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	6.42	0.6		1.46	0.99		3.12	0.93	
Classicaz. Corrette	0.93				0.93			0.93	
VIF	1.83			1.94			1.94		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile "Germania" è omessa perché tutte le società tedesche hanno almeno un grafico.

b) La variabile 2007 è omessa perché è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

c) Il settore ha un'influenza sempre statisticamente significativa e negativa perché il confronto è con il settore minerario e delle costruzioni, dove tutte le società usano sempre almeno un grafico.

Come si evince dalle tabelle 6.16 e 6.17, vi è un'influenza negativa, statisticamente significativa, della performance assoluta ROA, sul numero assoluto totale dei grafici ($p < 0,05$) e sulla proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico ($p < 0,001$). Le società meno redditizie, pertanto, sembrano essere quelle più propense ad utilizzare i grafici. La strategia di queste azione potrebbe essere quella di legittimarsi all'esterno, incrementando l'uso dei grafici.

Per quanto concerne l'ipotesi 2b, mentre il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari non sembra aumentare nel tempo, la proporzione di aziende che inseriscono almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari aumenta, significativamente, nel 2009 ($p < 0,05$). Pertanto, l'ipotesi 2b è, in parte, supportata. Dalla tabella 6.18 emerge, inoltre, che il numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è influenzato, oltre che dallo status quo ($p < 0,001$), dal numero degli analisti ($p < 0,01$) e dal contesto britannico ($p < 0,01$)⁴⁶⁶.

Tabella 6.18: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (ipotesi 2b). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.

Numero dei grafici sugli indicatori critici negli anni	Modello 1		Modello 2		Modello 3				
	t	P>t	t	P>t	t	P>t			
performance ROA	-1.01	0.312							
performance EBIT			-1.23	0.221					
performance EPS					-0.65	0.518			
dimensione	1.29	0.198	1.82	0.071	†	1.34	0.18		
uso grafici T-1	28.28	0	***	28.35	0	***	28.19	0	***
uso grafici leader T-1	0.07	0.945		0.11	0.91		0.07	0.944	
analisti	2.63	0.009	**	2.68	0.008	**	2.3	0.023	*
Germania	1.19	0.235		1.14	0.254		1.15	0.25	
Italia	1.25	0.214		1.25	0.212		0.82	0.415	
Regno Unito	2.92	0.004	**	3.03	0.003	**	2.5	0.013	*
2008 ^a	0.39	0.698		0.35	0.73		0.37	0.715	
2009	0.76	0.447		0.59	0.556		0.69	0.494	
Manifatturiero leggero	0.58	0.56		0.58	0.564		0.55	0.586	
Manifatturiero pesante	1.2	0.232		1.08	0.28		1.13	0.259	
Trasporti, comunicazione, distribuzione	0.94	0.347		0.95	0.342		0.84	0.401	
Commercio	0.19	0.85		0.13	0.899		0.16	0.87	
Immobiliare	0.79	0.431		0.69	0.492		0.77	0.439	
Servizi	-0.42	0.674		-0.41	0.679		-0.46	0.643	
Opportunità di crescita	0.74	0.46		0.8	0.427		0.74	0.462	
Quotazione altri mercati	-1	0.318		-1.04	0.298		-1.08	0.283	
Consulente	0.85	0.397		0.86	0.388		0.9	0.367	
costante	-1.01	0.312		-1.13	0.262		-0.9	0.372	
Numero osservazioni		600			600			600	
F(19, 199)		112.26			108.93			109.50	
Prob > F		0.00	***		0.00	***		0.00	***
R2		0.71			0.71			0.71	
VIF		1.82			1.93			1.93	

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

⁴⁶⁶ Per quanto concerne, invece, la proporzione di aziende con almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari (tabella 6.21), essa dipende dallo status quo ($p < 0,001$), dal numero degli analisti ($p < 0,001$), dalle opportunità di crescita ($p < 0,05$) e dalla presenza del consulente di comunicazione ($p < 0,05$).

Tabella 6.19: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (ipotesi 2b). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio.

Proporz. Di aziende con almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari negli anni	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.06	0.29				
performance EBIT			-1.05	0.29		
performance EPS					-1.06	0.29
dimensione	0.75	0.46	1.06	0.29	0.95	0.34
uso grafici T-1	8.15	0.00 ***	8.25	0.00 ***	8.33	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.48	0.63	0.66	0.51	0.52	0.60
analisti	3.56	0.00 ***	3.52	0.00 ***	3.10	0.00 **
Germania	2.56	0.01 *	2.56	0.01 **	2.56	0.01 **
Italia	2.07	0.04 *	2.01	0.05 *	1.35	0.18
Regno Unito	1.30	0.19	1.32	0.19	0.83	0.41
2008 ^a	1.60	0.11	1.55	0.12	1.53	0.13
2009	2.25	0.02 *	2.14	0.03 *	2.15	0.03 *
Manifatturiero leggero	-1.32	0.19	-1.26	0.21	-1.38	0.17
Manifatturiero pesante	-0.81	0.42	-0.99	0.32	-0.97	0.33
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.66	0.51	-0.62	0.54	-0.75	0.45
Commercio	-0.41	0.68	-0.42	0.67	-0.33	0.74
Immobiliare	-0.94	0.35	-1.17	0.24	-1.10	0.27
Servizi	-0.94	0.35	-0.95	0.34	-1.01	0.31
Opportunità di crescita	2.24	0.03 *	2.17	0.03 *	2.07	0.04 *
Quotazione altri mercati	-0.12	0.90	-0.22	0.83	-0.27	0.79
Consulente	2.03	0.04 *	2.05	0.04 *	2.14	0.03 *
costante	-3.40	0.00 ***	-3.47	0.00 ***	-3.27	0.00 ***
Numero osservazioni	600		600		600	
Wald chi2(19)	136.59		136.17		135.24	
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	6.59	0.58	8.42	0.39	6.70	0.57
Classicaz. Corrette	0.93		0.93		0.93	
VIF	1.82		1.93		1.93	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

6.3 Status quo, isomorfismo mimetico e contesto istituzionale: risultati dei test di regressione

L'ipotesi 3a prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipenda dalle scelte compiute nell'anno precedente. Dall'analisi dei coefficienti e livelli di significatività contenuti nelle tabelle dalla 6.1 alla 6.6, si evince che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nell'esercizio $t-1$ influenzi l'uso degli stessi al tempo t in misura maggiore delle altre variabili aziendali ed istituzionali. L'ipotesi 3a, pertanto, è supportata, così come già evidenziato nel capitolo 5.

L'ipotesi successiva 3b prevede che l'uso dei grafici di un'azienda nell'esercizio corrente sia legato alle scelte effettuate nell'esercizio precedente dal leader di mercato di quell'azienda. Se tale

associazione emergesse, essa potrebbe essere interpretata in un'ottica di isomorfismo mimetico, per cui le aziende tendono ad imitare quanto fatto da altre società in passato.

Come già emerso nel primo paragrafo (tabelle dalla 6.1 alla 6.6), tale ipotesi non sembrerebbe confermata.

Gli unici tipi di grafici, la cui presenza dipende dall'uso da parte del leader nell'anno precedente, sono i grafici sul reddito netto ($p < 0.05$).

Le ipotesi 3c e 3d prevedono una maggiore tendenza allo status quo e all'isomorfismo mimetico durante la crisi finanziaria, dato che le aziende potrebbero essere spinte a rendere i bilanci sempre più comparabili negli anni e simili rispetto a quelli dei loro leader, al fine di ridurre l'incertezza del lettore del bilancio. Più precisamente, l'ipotesi 3c prevede che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipenda dalle scelte compiute nell'anno precedente, in misura maggiore durante la crisi finanziaria⁴⁶⁷. Sia prima che durante la crisi finanziaria, emerge lo status quo in maniera statisticamente significativa e, durante la crisi finanziaria, questa tendenza sembra crescere (si vedano le tabelle dalla n. 6.9 alla n.6.14)⁴⁶⁸.

Viceversa, l'ipotesi 3d non è supportata: l'isomorfismo mimetico, tenuto conto dei coefficienti, è maggiore durante la crisi finanziaria⁴⁶⁹, ma non esercita un'influenza significativa⁴⁷⁰.

Il secondo gruppo di ipotesi basate sulla teoria istituzionale si riferisce al contesto nel quale le aziende hanno sede. Come scritto nel capitolo due, ci si aspetta che in un sistema "micro", come il Regno Unito, in cui il ruolo di pubblica utilità che il bilancio assume è maggiore, l'uso dei grafici (ipotesi 3.e) sia maggiore. Ci si aspetta, allo stesso tempo, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro", dato il maggiore orientamento al mercato ed il maggior peso degli azionisti-investitori, un maggior ricorso ai grafici sugli indicatori critici economico-finanziari (ipotesi 3.f).

Per verificare l'ipotesi 3e, il modello è il seguente⁴⁷¹:

$$\begin{aligned} \text{USO GRAFICI tot.}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI tot.}_{it-1} + \\ & + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER tot.}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALISTI}_{it} + \beta_6 \text{Sistema Micro} + \gamma_1 \text{Anno} + \gamma_2 \text{Settore}_i + \\ & + \gamma_3 \text{Quotazione n mercato}_i + \gamma_4 \text{Opportunità crescita}_i + \gamma_5 \text{Consulente}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Considerando, da un lato, il sistema "micro", maggiormente orientato al mercato, e, dall'altro, il sistema "macro", maggiormente orientato agli stakeholder, emerge che il numero dei grafici totali sia significativamente maggiore ($p < 0,05$) nel contesto "micro" (tabella 6.20) mentre non è significativamente maggiore la proporzione di aziende che utilizza almeno un grafico (tabella 6.21).

⁴⁶⁷ Per la verifica di tali ipotesi, sono state ripetute le analisi di regressione logistica ma suddividendo il campione in due sub campioni: periodo pre-crisi e periodo crisi (si riconsiderino le tabelle dalla n. 6.9 alla n.6.14).

⁴⁶⁸ La crescita dello status quo è stata stimata comparando i coefficienti ed i livelli di significatività di due periodi: periodo pre-crisi e periodo crisi.

⁴⁶⁹ Qualora si considerino i grafici sul reddito netto, al contrario, l'isomorfismo mimetico è presente nel periodo pre-crisi ($p < 0,05$) mentre viene meno durante la crisi.

⁴⁷⁰ Come già scritto, né prima né durante la crisi emerge una tendenza delle aziende a riprodurre le scelte poste in atto dai propri leader di mercato nell'anno precedente, una volta considerato l'effetto di altre variabili.

⁴⁷¹ Per verificare l'ipotesi 3f, la variabile dipendente è rappresentata dall'uso dei grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanziari. Le ipotesi 3e e 3f sono state verificate confrontando il Regno Unito, sistema "micro", con il sistema "macro". L'uso di tutti i grafici e di quelli sugli indicatori critici economico-finanziari è stato stimato sia considerando il numero totale dei grafici in valore assoluto (modello di regressione lineare) sia la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico (modello di regressione logistica). I modelli sono simili a quello iniziale. La variabile "sistema micro" è pari ad 1 quando l'azienda appartiene ad un sistema "micro", ad influenza angloamericana, cioè al Regno Unito, ed è pari a 0 in caso contrario.

Tabella 6.20: L'uso dei grafici totali nei sistemi micro e macro (ipotesi 3e). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici.

Numero dei grafici totali nei sistemi micro e macro	Modello 1			Modello 2			Modello 3		
	t	P>t		t	P>t		t	P>t	
performance ROA	-1.81	0.07	†						
performance EBIT				-0.81	0.42				
performance EPS							-1.09	0.28	
dimensione	-0.37	0.71		-0.02	0.99		0.04	0.97	
uso grafici T-1	26.78	0.00	***	26.74	0.00	***	27.34	0.00	***
uso grafici leader T-1	1.43	0.15		1.40	0.16		1.46	0.15	
analisti	3.91	0.00	***	3.96	0.00	***	3.80	0.00	***
sistema micro	2.18	0.03	*	2.25	0.03	*	1.85	0.07	†
2008 ^a	0.12	0.90		0.10	0.92		0.09	0.93	
2009	0.64	0.53		0.56	0.58		0.53	0.60	
Manifatturiero leggero	-0.48	0.63		-0.49	0.63		-0.52	0.60	
Manifatturiero pesante	0.05	0.96		0.01	0.99		-0.01	0.99	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.02	0.99		0.04	0.97		-0.09	0.93	
Commercio	-0.17	0.87		-0.18	0.86		-0.10	0.92	
Immobiliare	0.43	0.67		0.28	0.78		0.42	0.68	
Servizi	-1.06	0.29		-1.04	0.30		-1.08	0.28	
Opportunità di crescita	0.80	0.42		0.83	0.41		0.80	0.42	
Quotazione altri mercati	-1.52	0.13		-1.54	0.13		-1.58	0.12	
Consulente	1.70	0.09	†	1.75	0.08	†	1.80	0.07	†
costante	-0.34	0.73		-0.39	0.70		-0.42	0.67	
Numero osservazioni		600			600			600	
F(17, 199)		177.03			164.03			166.90	
Prob > F		0.00	***		0.00	***		0.00	***
R2		0.78			0.78			0.78	
VIF		1.87			1.82			1.97	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.21: L'uso dei grafici totali nei sistemi micro e macro (ipotesi 3e). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico in bilancio.

Proporz. aziende con almeno un grafico nei sistemi micro e macro	Modello 1			Modello 2			Modello 3		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-3.30	0.00	***						
performance EBIT				-0.56	0.58				
performance EPS							-0.27	0.79	
dimensione	-0.20	0.84		0.02	0.99		-0.23	0.82	
uso grafici T-1	4.53	0.00	***	5.24	0.00	***	5.41	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.24	0.81		0.42	0.67		0.36	0.72	
analisti	3.92	0.00	***	4.05	0.00	***	3.95	0.00	***
sistema micro	-0.79	0.43		-0.35	0.73		-0.44	0.66	
2008 ^a	1.34	0.18		1.33	0.18		1.36	0.18	
2009	0.53	0.60		0.45	0.65		0.56	0.58	
Manifatturiero leggero ^b	-			-			-		
	23.78	0.00	***	20.88	0.00	***	23.07	0.00	***
Manifatturiero pesante	-			-			-		
	21.24	0.00	***	19.17	0.00	***	20.36	0.00	***
Trasporti, comunicazione e	-			-			-		
distribuzione	22.87	0.00	***	19.41	0.00	***	21.91	0.00	***
Commercio	-			-			-		
	21.13	0.00	***	18.63	0.00	***	21.21	0.00	***
Immobiliare	-			-			-		
	11.77	0.00	***	13.31	0.00	***	13.35	0.00	***
Servizi	-			-			-		
	23.28	0.00	***	19.56	0.00	***	21.05	0.00	***
Opportunità di crescita	2.63	0.01	**	2.74	0.01	**	2.70	0.01	**
Quotazione altri mercati	-1.36	0.17		-1.16	0.24		-1.11	0.27	
Consulente	2.49	0.01	*	2.73	0.01	**	2.77	0.01	**
costante	10.63	0.00	***	10.82	0.00	***	11.19	0.00	***
Numero osservazioni		600			600			600	
		2015.2			976.4			1457.4	
Wald chi2(17)		3	***		9	***		0	***
			0.7			0.8			0.8
Hosmer-Lemeshow chi2(8)		5.33	2		3.71	8		3.67	9
Classicaz. Corrette		0.95			0.95			0.95	
VIF	1.94			1.78			1.94		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

b) Il settore ha un'influenza sempre statisticamente significativa e negativa perché il confronto è con il settore minerario e delle costruzioni, dove tutte le società usano almeno un grafico.

Per quanto concerne i soli grafici sugli indicatori critici economico-finanziari (ipotesi 3f), le aziende del sistema “micro” utilizzano i grafici in misura maggiore rispetto alla media degli altri tre Paesi (tabelle 6.22 e 6.23). Tali risultati, però, riguardano solo il numero assoluto totale dei grafici e non la proporzione di aziende che utilizza almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici.

Tabella 6.22: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nei sistemi micro e macro (ipotesi 3f). Variabile dipendente: logaritmo naturale del numero assoluto dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.

Numero dei grafici sugli indicatori critici nei sistemi micro e macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3				
	t	P>t	t	P>t	t	P>t			
performance ROA	-0.68	0.50							
performance EBIT			-1.23	0.22					
performance EPS					-0.90	0.37			
dimensione	1.09	0.28	1.66	0.10	†	1.31	0.19		
uso grafici T-1	28.82	0.00	***	28.85	0.00	***	28.69	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.06	0.95		0.09	0.93		0.15	0.89	
analisti	2.59	0.01	**	2.64	0.01	**	2.33	0.02	*
sistema micro	2.77	0.01	**	2.90	0.00	**	2.47	0.01	*
2008 ^a	0.39	0.70		0.35	0.73		0.36	0.72	
2009	0.78	0.44		0.60	0.55		0.67	0.50	
Manifatturiero leggero	0.65	0.52		0.65	0.52		0.60	0.55	
Manifatturiero pesante	1.29	0.20		1.17	0.24		1.20	0.23	
Trasporti, comunicaz., distribuzione	1.01	0.31		1.02	0.31		0.89	0.38	
Commercio	0.12	0.90		0.05	0.96		0.14	0.89	
Immobiliare	0.66	0.51		0.57	0.57		0.74	0.46	
Servizi	-0.40	0.69		-0.40	0.69		-0.44	0.66	
Opportunità di crescita	0.76	0.45		0.82	0.42		0.77	0.44	
Quotazione altri mercati	-1.11	0.27		-1.14	0.25		-1.19	0.24	
Consulente	0.66	0.51		0.67	0.50		0.76	0.45	
costante	-0.64	0.53		-0.76	0.45		-0.71	0.48	
Numero osservazioni		600			600			600	
F(17, 199)		120.86			118.02			118.75	
Prob > F		0.00	***		0.00	***		0.00	***
R2		0.71			0.71			0.71	
VIF		1.77			1.89			1.85	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.23: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nei sistemi micro e macro (ipotesi 3f). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio.

Proporz. Di aziende con almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici nei sistemi micro e macro	Modello 1			Modello 2		Modello 3	
	z	P>z		z	P>z	z	P>z
performance ROA	-0.84	0.40					
performance EBIT				-0.93	0.35		
performance EPS						-1.31	0.19
dimensione	0.39	0.70		0.79	0.43	0.80	0.43
uso grafici T-1	8.59	0.00	***	8.73	0.00	8.90	0.00
uso grafici leader T-1	0.62	0.54		0.79	0.43	0.73	0.46
analisti	3.44	0.00	***	3.40	0.00	3.10	0.00
sistema micro	-0.17	0.86		-0.13	0.90	-0.45	0.65
2008 ^a	1.68	0.09	†	1.64	0.10	1.63	0.10
2009	2.37	0.02	*	2.26	0.02	2.27	0.02
Manifatturiero leggero	-0.79	0.43		-0.74	0.46	-0.90	0.37
Manifatturiero pesante	-0.19	0.85		-0.36	0.72	-0.42	0.67
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.30	0.77		-0.25	0.80	-0.45	0.65
Commercio	-0.16	0.87		-0.18	0.86	-0.01	1.00
Immobiliare	-0.58	0.56		-0.71	0.48	-0.61	0.54
Servizi	-0.87	0.38		-0.87	0.38	-0.95	0.34
Opportunità di crescita	2.51	0.01	*	2.40	0.02	2.35	0.02
Quotazione altri mercati	-0.73	0.47		-0.80	0.42	-0.78	0.44
Consulente	1.47	0.14		1.46	0.14	1.70	0.09
costante	-3.86	0.00	***	-3.86	0.00	-4.00	0.00
Numero osservazioni		600			600		600
Wald chi2(17)		146.80	***		143.09		141.96
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.23	0.51		5.14	0.74	5.90	0.66
Classicaz. Corrette		0.93			0.92		0.92
VIF	1.77			1.89		1.84	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Riassumendo, le ipotesi 3e e 3f sono supportate considerando il numero assoluto dei grafici mentre non sono supportate considerando la proporzione di aziende che utilizza almeno un grafico.

Le ipotesi 3g e 3h, invece, si riferiscono alla selettività nell'uso dei grafici: si attende che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, in un sistema "micro" più che in uno "macro", sia maggiore quando la performance complessiva (ipotesi 3g) e specifica (ipotesi 3h) sono più elevate. Viceversa, le ipotesi 3l e 3m prevedono che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore quando la performance complessiva (ipotesi 3l) e specifica (ipotesi 3m) sono più elevate, in misura maggiore nel sistema "macro" rispetto a quello "micro".

I modelli di regressione logistica sono i seguenti⁴⁷²:

⁴⁷² Si è provveduto, pertanto, ad analizzare separatamente i due sistemi "micro" e "macro". Come scritto, la variabile "sistema micro" è pari ad 1 quando l'azienda appartiene ad un sistema "micro", cioè al Regno Unito, ed è pari a 0 in caso contrario.

$$1) USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \\ + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \\ \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ rescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i \text{ se Sistema Micro} = 1;$$

$$2) USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \\ + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \\ \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ rescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i \text{ se Sistema Micro} = 0$$

Emerge come il contesto istituzionale, rappresentato dai due sistemi “micro” e “macro”, non pare influenzare significativamente la relazione tra la performance e l’uso dei grafici⁴⁷³. Le ipotesi non sono, pertanto, supportate. La selettività nell’uso dei grafici sembra maggiore in un contesto “micro”, con riferimento a due indicatori: il dividendo per azione ed il trend di borsa. Le tabelle, per semplicità, sono riportate in appendice⁴⁷⁴.

Per quanto concerne la distorsione dei grafici, si prevede che la distorsione favorevole prevalga rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore in un contesto “micro”, sulla base dell’ipotesi 3i. Viceversa, si prevede una maggiore prevalenza nel sistema “macro” sulla base dell’ipotesi 3n⁴⁷⁵. I risultati, riportati in appendice, evidenziano che il numero di distorsioni favorevoli sia maggiore nel sistema “micro” ma non in misura significativa⁴⁷⁶. Dunque, tenuto conto di altri effetti aziendali ed istituzionali, non sembrerebbe esserci una distorsione favorevole significativamente maggiore nel sistema “micro” o “macro”: né l’ipotesi 3i né l’ipotesi 3n sembrano supportate.

6.4 L’influenza degli analisti finanziari sull’uso dei grafici: risultati dei test di regressione

Le ipotesi che si riferiscono al ruolo degli analisti finanziari prevedono, da un lato, che il numero degli analisti possa incidere positivamente sull’uso dei grafici e che possa, al contempo, ridurre le pratiche di impression management.

L’ipotesi 4a prevede che l’uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia maggiore nelle aziende seguite da più analisti finanziari⁴⁷⁷. Il modello utilizzato è il seguente:

$$USO\ GRAFICI\ ind.\ crit.\ _{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI\ ind.\ crit.\ _{it-1} + \\ + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ ind.\ crit.\ _{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 Anno + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore_i + \\ + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ rescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i \quad 478$$

L’ipotesi 4a, come emerge dalle tabelle 6.18 e 6.19, inserite sopra, è supportata, sia considerando il numero assoluto dei grafici ($p < 0,05$) sia la proporzione di aziende che utilizzano almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari ($p < 0,01$). La presenza degli analisti finanziari, dunque, spinge le aziende ad inserire più grafici che rappresentano la performance economico-finanziaria.

Le altre tre ipotesi si riferiscono alle pratiche di impression management al variare del numero degli analisti.

⁴⁷³ Se dai test contenuti nel precedente capitolo era emersa un’associazione tra l’uso dei grafici ed il livello assoluto della performance nei due sistemi, tale associazione viene meno nel momento in cui si considerano anche altri effetti, come la tendenza allo status quo ed il numero degli analisti finanziari.

⁴⁷⁴ Si vedano le tabelle dalla App.6.3 alla App.6.8.

⁴⁷⁵ Dai test condotti nel precedente capitolo era emersa una prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole in misura maggiore nel sistema “micro”, in linea con l’ipotesi 3i.

⁴⁷⁶ Si veda la tabella App.6.9.

⁴⁷⁷ Per verificare tale ipotesi, è stato considerato sia il numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sia la proporzione di aziende che ha utilizzato almeno un grafico di questo tipo. Nel primo caso, è stato condotto un test di regressione lineare mentre nel secondo caso un test di regressione logistica.

⁴⁷⁸ La performance è, in questo caso, la performance complessiva, stimata attraverso il logaritmo naturale del valore assoluto del ROA, EBIT ed EPS.

Le ipotesi 4.b e 4.c. prevedono che l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari tende ad aumentare quando la performance complessiva (ipotesi 4.b) e specifica (ipotesi 4.c) sono elevate, nelle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari. In altri termini, ci si attende un uso più selettivo dei grafici, in linea con l'impression management, da parte delle aziende con "pochi" analisti. Per testare le ipotesi, il campione è stato suddiviso nelle aziende seguite da "molti" e da "pochi" analisti finanziari⁴⁷⁹.

Il modello di regressione è il seguente:

$$\begin{aligned}
 1) \text{ USO GRAFICI}_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{ PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{ DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{ USO GRAFICI}_{it-1} + \\
 &+ \beta_4 \text{ USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \gamma_1 \text{ Paese}_i + \gamma_2 \text{ Anno} + \gamma_3 \text{ Settore}_i + \\
 &\gamma_4 \text{ Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{ Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{ Consulente}_{it} + \varepsilon_i \text{ se Molti Analisti} = 1; \\
 2) \text{ USO GRAFICI}_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{ PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{ DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{ USO GRAFICI}_{it-1} + \\
 &+ \beta_4 \text{ USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \gamma_1 \text{ Paese}_i + \gamma_2 \text{ Anno} + \gamma_3 \text{ Settore}_i + \\
 &\gamma_4 \text{ Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{ Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{ Consulente}_{it} + \varepsilon_i \text{ se Molti Analisti} = 0
 \end{aligned}$$

Emerge che l'uso dei grafici sul dividendo per azione (tabella 6.24), nel sub campione delle aziende seguite da "molti" analisti finanziari, sia influenzato positivamente dalla performance complessiva, se stimata attraverso il ROA e l'utile per azione ($p < 0,01$) e, marginalmente, l'EBIT ($p < 0,1$). Anche l'uso dei grafici sul reddito netto (tabella 6.25) e sul reddito pre imposte (tabella 6.26) è positivamente influenzato dalla performance complessiva misurata attraverso il ROA, nel sub campione delle aziende seguite da "molti" analisti finanziari, seppure in misura marginale ($p < 0,1$). Passando ai grafici sul trend di borsa (tabella 6.27), emerge un'influenza positiva della performance specifica nelle aziende seguite da "molti" analisti finanziari ($p < 0,05$).

L'uso dei grafici sull'utile per azione è influenzato positivamente dal ROA ($p < 0,01$) e dalla performance specifica ($p < 0,05$), nel sub campione delle aziende seguite da "molti" analisti finanziari (tabella 6.28). Infine, l'uso dei grafici sulle vendite non sembra dipendere dalla performance a prescindere dal sub campione considerato.

In generale, le ipotesi 4b e 4c non sono supportate, anzi emerge come l'uso di taluni grafici, quelli sul dividendo per azione, sul trend di borsa e sull'utile per azione, sia influenzato positivamente dal livello della performance complessiva e/o specifica nelle aziende seguite da "molti" analisti finanziari.

L'uso selettivo dei grafici, pertanto, sembra maggiore nelle aziende seguite da "molti" analisti finanziari e l'obiettivo delle aziende potrebbe essere quello di manipolare le impressioni di questa categoria di stakeholder⁴⁸⁰.

⁴⁷⁹ La suddivisione è avvenuta creando una variabile dicotomica pari ad 1 se il numero degli analisti finanziari è uguale o superiore al valore mediano ("molti" analisti) e pari a 0 in caso contrario ("pochi" analisti).

⁴⁸⁰ Dalle tabelle 6.24, 6.26 e 6.27 si evince anche un'influenza negativa della performance sull'uso dei grafici, nel sub campione delle aziende seguite da "pochi" analisti. Più specificamente, emerge in queste aziende un'influenza negativa della performance complessiva EPS sull'uso dei grafici sul dividendo per azione e sul trend di borsa ($p < 0,05$); della performance complessiva ROA ($p < 0,1$) ed EBIT ($p < 0,05$) sull'uso dei grafici sul reddito pre imposte.

Tabella 6.24: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul dividendo per azione.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul dividendo per azione - "molti analisti" (≥ 13 analisti)	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	3.05	0.00	**									
performance EBIT				1.75	0.08	†						
performance EPS							2.60	0.01	**			
performance specifica										1.35	0.18	
dimensione	-0.60	0.55		0.50	0.62		0.47	0.64		1.95	0.05	†
uso grafici T-1	9.58	0.00	***	9.69	0.00	***	9.14	0.00	***	9.51	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.92	0.36		-0.96	0.34		-1.15	0.25		-0.92	0.36	
Germania	-0.07	0.95		0.56	0.58		0.41	0.68		0.56	0.58	
Italia	-1.08	0.28		-0.91	0.37		-0.36	0.72		-0.49	0.62	
Regno Unito	0.88	0.38		1.92	0.05		3.09	0.00		2.82	0.01	
2008 ^a	-0.80	0.42		-0.82	0.41		-0.74	0.46		-0.83	0.41	
2009	0.99	0.32		0.91	0.37		1.15	0.25		0.74	0.46	
Manifatturiero leggero	0.42	0.67		0.84	0.40		0.98	0.33		0.80	0.42	
Manifatturiero pesante	0.88	0.38		0.79	0.43		0.97	0.33		0.57	0.57	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.38	0.17		1.13	0.26		1.64	0.10	†	1.18	0.24	
Commercio	-0.05	0.96		-0.26	0.80		0.14	0.89		-0.22	0.82	
Immobiliare	1.62	0.11		1.92	0.05	†	1.89	0.06	†	2.34	0.02	*
Servizi	0.24	0.81		0.67	0.50		1.11	0.27		0.92	0.36	
Opportunità di crescita	-1.48	0.14		-1.03	0.30		-0.89	0.37		-0.81	0.42	
Quotazione altri mercati	-0.58	0.56		-0.61	0.54		-0.18	0.86		-0.75	0.45	
Consulente	-1.78	0.08	†	-1.48	0.14		-1.85	0.06	†	-1.48	0.14	
costante	-0.96	0.34		-2.37	0.02	*	-2.76	0.01	**	-2.98	0.00	**
Numero osservazioni	334			334			334			334		
Wald chi2(18)	136.89		***	149.23		***	128.68		***	125.98		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	5.95	0.65		3.07	0.93		1.52	0.99		5.04	0.75	
Classicaz. Corrette	0.88			0.88			0.89			0.88		
VIF	1.90			1.91			1.94			1.89		

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul dividendo per azione - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	0.97	0.33						
performance EBIT			-0.82	0.41				
performance EPS					-2.18	0.03		
performance specifica							-1.30	0.19
dimensione	0.19	0.85	1.11	0.27	1.23	0.22	0.25	0.80
uso grafici T-1	5.06	0.00 ***	5.21	0.00 ***	5.25	0.00 ***	4.93	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.38	0.71	0.29	0.77	0.33	0.74	0.55	0.59
Germania	0.86	0.39	0.86	0.39	0.67	0.50	0.98	0.33
Italia	-1.61	0.11	-1.60	0.11	-2.21	0.03	-1.97	0.05
Regno Unito	2.18	0.03	2.19	0.03	1.17	0.24	1.58	0.11
2008 ^a	0.52	0.60	0.41	0.68	0.17	0.86	0.51	0.61
2009	0.10	0.92	-0.10	0.92	-0.24	0.81	0.00	1.00
Manifatturiero leggero	-1.03	0.30	-1.06	0.29	-1.15	0.25	-1.20	0.23
Manifatturiero pesante	-0.61	0.54	-0.69	0.49	-0.73	0.46	-0.71	0.48
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.63	0.53	-0.68	0.50	-0.91	0.36	-0.88	0.38
Commercio ^b	omesso		omesso		omesso		omesso	
Immobiliare	-0.73	0.47	-0.72	0.47	-0.93	0.35	-1.09	0.28
Servizi	0.42	0.67	0.42	0.68	0.07	0.94	0.05	0.96
Opportunità di crescita	3.58	0.00 ***	3.47	0.00 ***	3.31	0.00 ***	3.70	0.00 ***
Quotazione altri mercati	-0.13	0.90	-0.08	0.94	-0.10	0.92	-0.08	0.94
Consulente	0.69	0.49	0.68	0.50	0.44	0.66	0.46	0.65
costante	-3.00	0.00 **	-3.08	0.00 **	-2.62	0.01 **	-2.71	0.01 **
Numero osservazioni	241		241		241		241	
Wald chi2(17)	61.79	***	78.87	***	88.43	***	60.37	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	13.99	0.08 † ^c	12.80	0.12	8.14	0.42	8.79	0.36
Classicaz. Corrette	0.93		0.93		0.94		0.94	
VIF	1.87		2.00		2.00		1.93	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

b) Il settore del commercio è omesso perché l'uso dei grafici sul dividendo per azione, nelle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari, non varia in questo settore. Di conseguenza, vi sono 25 osservazioni mancanti.

c) Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica, considerando il modello 1 ed il sub campione delle aziende seguite da pochi analisti finanziari, abbia una scarsa capacità predittiva (p<0,1). I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Tabella 6.25: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito netto.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito netto - "molti analisti" (>= 13 analisti)	Modello 1			Modello 2		Modello 3		Modello 4				
	z	P>z		z	P>z	z	P>z	z	P>z			
performance ROA	1.79	0.07	†									
performance EBIT				-0.19	0.85							
performance EPS						1.59	0.11					
performance specifica								-0.19	0.85			
dimensione	1.74	0.08	†	1.91	0.06	†	1.17	0.24	1.88	0.06	†	
uso grafici T-1	8.29	0.00	***	8.35	0.00	***	8.36	0.00	***	8.36	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.02	0.98		0.16	0.88		-0.06	0.95		0.18	0.86	
Germania	-0.41	0.68		-0.03	0.98		-0.17	0.86		-0.02	0.98	
Italia	1.02	0.31		1.58	0.11		1.79	0.07		1.59	0.11	
Regno Unito	0.15	0.88		0.83	0.41		1.12	0.26		0.85	0.40	
2008 ^a	-0.27	0.79		-0.25	0.81		-0.19	0.85		-0.26	0.79	
2009	0.89	0.37		0.59	0.56		0.82	0.41		0.58	0.56	
Manifatturiero leggero	0.87	0.38		0.94	0.35		1.12	0.27		0.95	0.34	
Manifatturiero pesante	1.53	0.13		1.18	0.24		1.55	0.12		1.14	0.25	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.01	0.31		0.69	0.49		1.21	0.23		0.69	0.49	
Commercio	0.85	0.40		0.60	0.55		1.05	0.29		0.59	0.55	
Immobiliare	-0.50	0.62		-0.55	0.58		-1.21	0.23		-0.56	0.57	
Servizi	1.08	0.28		1.15	0.25		1.40	0.16		1.15	0.25	
Opportunità di crescita	1.52	0.13		2.12	0.03	*	1.98	0.05	*	2.10	0.04	*
Quotazione altri mercati	-2.09	0.04	*	-1.94	0.05	†	-1.43	0.15		-2.00	0.05	*
Consulente	-0.82	0.41		-0.65	0.52		-0.90	0.37		-0.64	0.52	
costante	-3.02	0.00	**	-3.01	0.00	**	-2.80	0.01	**	-2.99	0.00	**
Numero osservazioni	334			334			334			334		
Wald chi2(18)	108.13		***	106.93		***	110.42		***	107.68		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	10.01	0.26		2.62	0.96		5.16	0.74		2.46	0.96	
Classicaz. Corrette	0.90			0.90			0.90			0.90		
VIF	1.91			1.92			1.94			1.88		

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul sul reddito netto - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.01	0.31						
performance EBIT			-0.75	0.45				
performance EPS					-1.84	0.07		
performance specifica							-0.26	0.80
dimensione	1.19	0.24	1.12	0.26	1.79	0.07 †	0.99	0.32
uso grafici T-1	6.94	0.00 ***	6.90	0.00 ***	6.94	0.00 ***	6.98	0.00 ***
uso grafici leader T-1	3.08	0.00 **	2.94	0.00 **	3.07	0.00 **	2.87	0.00 **
Germania	1.60	0.11	1.36	0.17	1.13	0.26	1.54	0.12
Italia	1.89	0.06	1.61	0.11	0.81	0.42	1.61	0.11
Regno Unito	0.87	0.38	0.70	0.48	0.21	0.83	0.73	0.46
2008 ^a	1.45	0.15	1.37	0.17	1.31	0.19	1.33	0.18
2009	0.50	0.62	0.44	0.66	0.49	0.62	0.52	0.60
Manifatturiero leggero	1.52	0.13	1.46	0.15	1.50	0.13	1.37	0.17
Manifatturiero pesante	-0.89	0.37	-0.92	0.36	-0.89	0.37	-0.91	0.36
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.25	0.21	1.18	0.24	1.20	0.23	1.18	0.24
Commercio	0.09	0.93	0.08	0.94	0.30	0.76	0.10	0.92
Immobiliare	2.28	0.02 *	2.07	0.04 *	2.25	0.03 *	1.77	0.08 †
Servizi	-0.22	0.83	-0.17	0.87	-0.29	0.77	-0.22	0.82
Opportunità di crescita	2.04	0.04 *	1.91	0.06 †	1.85	0.06 †	1.94	0.05 †
Quotazione altri mercati	2.75	0.01 **	2.64	0.01 **	2.49	0.01 *	2.60	0.01 **
Consulente	1.70	0.09 †	1.86	0.06 †	1.62	0.10	1.85	0.07 †
costante	-4.54	0.00 ***	-4.41	0.00 ***	-4.27	0.00 ***	-4.43	0.00 ***
Numero osservazioni	266		266		266		266	
Wald chi2(18)	99.77	***	94.54	***	92.03	***	102.20	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	4.65	0.79	7.88	0.45	9.38	0.31	8.43	0.39
Classicaz. Corrette	0.90		0.89		0.90		0.90	
VIF	1.85		1.99		1.99		1.91	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella 6.26: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito pre imposte - "molti analisti" (>= 13 analisti)	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	1.91	0.06	†									
performance EBIT				0.98	0.33							
performance EPS							0.82	0.41				
performance specifica										0.98	0.33	
dimensione	0.22	0.83		0.74	0.46		0.76	0.45		0.74	0.46	
uso grafici T-1	9.44	0.00	***	9.45	0.00	***	9.44	0.00	***	9.45	0.00	***
uso grafici leader T-1	1.03	0.30		1.08	0.28		1.04	0.30		1.08	0.28	
Germania	0.62	0.54		0.86	0.39		0.90	0.37		0.86	0.39	
Italia	0.56	0.58		0.66	0.51		0.95	0.34		0.66	0.51	
Regno Unito	2.83	0.01	**	3.37	0.00		3.74	0.00		3.37	0.00	
2008 ^a	1.34	0.18		1.38	0.17		1.38	0.17		1.38	0.17	
2009	2.01	0.04	*	2.06	0.04	*	2.04	0.04	*	2.06	0.04	*
Manifatturiero leggero	0.78	0.44		0.94	0.35		0.99	0.32		0.94	0.35	
Manifatturiero pesante	2.09	0.04	*	1.98	0.05	*	1.91	0.06	†	1.98	0.05	*
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.77	0.01	**	2.62	0.01	**	2.60	0.01	**	2.62	0.01	**
Commercio	0.47	0.64		0.34	0.73		0.44	0.66		0.34	0.73	
Immobiliare	0.43	0.67		0.50	0.62		0.36	0.72		0.50	0.62	
Servizi	-1.60	0.11		-1.37	0.17		-1.19	0.23		-1.37	0.17	
Opportunità di crescita	0.17	0.87		0.38	0.71		0.44	0.66		0.38	0.71	
Quotazione altri mercati	-0.67	0.50		-0.59	0.55		-0.43	0.67		-0.59	0.55	
Consulente	0.49	0.63		0.67	0.51		0.54	0.59		0.67	0.51	
costante	-2.96	0.00	**	-3.63	0.00	***	-3.58	0.00	***	-3.63	0.00	***
Numero osservazioni	334			334			334			334		
Wald chi2(18)	102.61		***	107.99		***	110.90		***	107.99		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	5.04	0.75		9.91	0.27		10.98	0.20		9.91	0.27	
Classicaz. Corrette	0.86			0.86			0.86			0.86		
VIF	1.85			1.87			1.91			1.87		

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul sul reddito pre imposte - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-1.64	0.10	†									
performance EBIT				-2.26	0.02	*						
performance EPS							-1.60	0.11				
performance specifica										-2.26	0.02	*
dimensione	1.91	0.06	†	2.54	0.01	*	1.98	0.05	*	2.54	0.01	*
uso grafici T-1	8.32	0.00	***	8.25	0.00	***	8.39	0.00	***	8.25	0.00	***
uso grafici leader T-1	0.59	0.56		0.75	0.46		0.62	0.54		0.75	0.46	
Germania	1.28	0.20		0.94	0.35		1.02	0.31		0.94	0.35	
Italia	1.20	0.23		0.75	0.45		0.11	0.91		0.75	0.45	
Regno Unito	2.02	0.04		1.76	0.08		1.27	0.20		1.76	0.08	
2008 ^a	0.67	0.50		0.56	0.58		0.63	0.53		0.56	0.58	
2009	-1.21	0.23		-1.34	0.18		-1.27	0.21		-1.34	0.18	
Manifatturiero leggero	0.94	0.35		0.91	0.37		0.81	0.42		0.91	0.37	
Manifatturiero pesante	0.72	0.47		0.66	0.51		0.69	0.49		0.66	0.51	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.07	0.04	*	2.28	0.02	*	2.15	0.03	*	2.28	0.02	*
Commercio	0.18	0.86		0.16	0.87		0.49	0.63		0.16	0.87	
Immobiliare	1.23	0.22		1.04	0.30		1.33	0.18		1.04	0.30	
Servizi ^b	omesso			omesso			omesso			omesso		
Opportunità di crescita	-0.15	0.88		-0.29	0.77		-0.35	0.73		-0.29	0.77	
Quotazione altri mercati	-0.66	0.51		-0.95	0.34		-1.05	0.29		-0.95	0.34	
Consulente	1.54	0.12		1.68	0.09	†	1.51	0.13		1.68	0.09	†
costante	-3.07	0.00	**	-2.86	0.00	**	-2.55	0.01	*	-2.86	0.00	**
Numero osservazioni	257			257			257			257		
Wald chi2(17)	79.76		***	81.75		***	82.47		***	81.75		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	6.43	0.60		9.65	0.29		4.40	0.82		9.65	0.29	
Classicaz. Corrette	0.89			0.90			0.89			0.90		
VIF	1.85			2.00			1.99			2.00		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- b) Il settore dei servizi è omesso perché l'uso dei grafici sul reddito pre-imposte, nelle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari, non varia in questo settore. Di conseguenza, vi sono 9 osservazioni mancanti.

Tabella 6.27: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul trend di borsa.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul trend di borsa - "molti analisti" (>= 13 analisti)	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-0.93	0.36										
performance EBIT				0.14	0.89							
performance EPS							1.20	0.23				
performance specifica										1.98	0.05	*
dimensione	2.15	0.03	*	1.79	0.07	†	1.35	0.18		1.75	0.08	†
uso grafici T-1	7.11	0.00	***	7.19	0.00	***	7.18	0.00	***	6.87	0.00	***
uso grafici leader T-1	-1.66	0.10	†	-1.59	0.11		-1.68	0.09	†	-1.53	0.13	
Germania	3.17	0.00	**	3.17	0.00		3.14	0.00		2.96	0.00	
Italia	3.33	0.00	***	3.48	0.00		3.65	0.00		3.83	0.00	
Regno Unito	-0.65	0.51		-0.96	0.34		-0.56	0.58		-1.34	0.18	
2008 ^a	0.58	0.57		0.63	0.53		0.64	0.52		1.38	0.17	
2009	0.86	0.39		1.06	0.29		1.15	0.25		0.30	0.77	
Manifatturiero leggero	-1.25	0.21		-1.13	0.26		-1.03	0.31		-0.73	0.47	
Manifatturiero pesante	-0.96	0.34		-0.56	0.57		-0.27	0.78		-0.33	0.74	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.72	0.47		-0.48	0.63		-0.18	0.85		0.04	0.97	
Commercio	-1.61	0.11		-1.22	0.22		-0.97	0.33		-0.93	0.35	
Immobiliare	-0.36	0.72		-0.61	0.54		-0.78	0.44		-0.07	0.94	
Servizi	-1.01	0.31		-0.84	0.40		-0.66	0.51		-0.49	0.63	
Opportunità di crescita	2.04	0.04	*	1.91	0.06	†	1.91	0.06	†	1.72	0.09	†
Quotazione altri mercati	0.20	0.84		0.22	0.82		0.43	0.67		0.14	0.89	
Consulente	1.10	0.27		1.05	0.29		0.97	0.33		1.14	0.26	
costante	-2.61	0.01	**	-2.50	0.01	*	-2.34	0.02	*	-2.58	0.01	**
Numero osservazioni	334			334			334			334		
Wald chi2(18)	103.79		***	106.98		***	109.32		***	104.77		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	5.61	0.69		5.59	0.69		4.82	0.78		7.11	0.53	
Classicaz. Corrette	0.91			0.91			0.91			0.92		
VIF	1.92			1.93			1.97			1.95		

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul trend di borsa - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-1.51	0.13										
performance EBIT				-1.07	0.29							
performance EPS							-2.26	0.02	*			
performance specifica										-0.74	0.46	
dimensione	1.81	0.07	†	1.76	0.08	†	2.92	0.00	**	1.11	0.27	
uso grafici T-1	6.85	0.00	***	7.35	0.00	***	7.43	0.00	***	7.31	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.63	0.53		-0.65	0.52		-0.65	0.52		-0.80	0.42	
Germania	0.63	0.53		0.61	0.54		0.74	0.46		0.57	0.57	
Italia	0.64	0.52		0.56	0.58		-0.20	0.85		0.15	0.88	
Regno Unito	-2.09	0.04		-2.02	0.04		-3.00	0.00		-2.50	0.01	
2008 ^a	1.51	0.13		1.04	0.30		1.03	0.30		1.35	0.18	
2009	1.23	0.22		1.01	0.31		1.12	0.26		1.63	0.10	
Manifatturiero leggero	1.31	0.19		0.74	0.46		0.72	0.47		1.04	0.30	
Manifatturiero pesante	1.97	0.05	*	1.55	0.12		1.75	0.08	†	1.68	0.09	†
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.14	0.03	*	1.95	0.05	†	2.04	0.04	*	2.21	0.03	*
Commercio	1.91	0.06		1.54	0.13		2.48	0.01		1.66	0.10	
Immobiliare	1.14	0.26		0.79	0.43		1.44	0.15		0.86	0.39	
Servizi	2.22	0.03		2.05	0.04		2.11	0.04		2.01	0.04	
Opportunità di crescita	2.12	0.03	*	1.33	0.19		1.40	0.16		1.78	0.08	†
Quotazione altri mercati	0.83	0.41		0.88	0.38		0.82	0.41		0.92	0.36	
Consulente	1.73	0.08	†	1.67	0.10	†	1.61	0.11		1.45	0.15	
costante	-3.19	0.00	***	-2.89	0.00	**	-3.33	0.00	***	-2.76	0.01	**
Numero osservazioni	266			266			266			266		
Wald chi2(18)	79.47		***	97.49		***	99.53		***	76.06		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	17.82	0.02 ^b	*	16.25	0.04 ^b	*	8.29	0.41		15.46	0.05 ^b	†
Classicaz. Corrette	0.94			0.94			0.94			0.94		
VIF	2.33			2.41			2.23			1.94		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- b) Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica abbia una scarsa capacità predittiva. I risultati relativi al sub campione delle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Tabella 6.28: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sull'utile per azione.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sull'utile per azione - "molti analisti" (>= 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	3.11	0.00 **						
performance EBIT			0.60	0.55				
performance EPS					2.26	0.02 *		
performance specifica							2.26	0.02 *
Dimensione	-1.63	0.10	-0.46	0.64	-0.70	0.49	-0.70	0.49
uso grafici T-1	8.59	0.00 ***	8.45	0.00 ***	8.57	0.00 ***	8.57	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.66	0.51	0.39	0.70	0.22	0.83	0.22	0.83
Germania	-1.71	0.09 †	-0.97	0.33	-1.14	0.26	-1.14	0.26
Italia ^a	omesso		omesso		omesso		omesso	
Regno Unito	1.04	0.30	1.95	0.05	2.98	0.00	2.98	0.00
2008 ^b	-1.28	0.20	-1.22	0.22	-1.12	0.26	-1.12	0.26
2009	0.45	0.65	0.45	0.65	0.58	0.56	0.58	0.56
Manifatturiero leggero	1.54	0.12	1.73	0.08 †	2.05	0.04 *	2.05	0.04 *
Manifatturiero pesante	1.02	0.31	0.69	0.49	1.09	0.28	1.09	0.28
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.35	0.18	0.77	0.44	1.40	0.16	1.40	0.16
Commercio	0.02	0.99	-0.08	0.94	0.57	0.57	0.57	0.57
Immobiliare	0.19	0.85	0.68	0.49	0.68	0.50	0.68	0.50
Servizi	0.68	0.50	1.18	0.24	1.58	0.11	1.58	0.11
Opportunità di crescita	-2.41	0.02 *	-1.72	0.09 †	-1.43	0.15	-1.43	0.15
Quotazione altri mercati	-2.27	0.02 *	-1.97	0.05 *	-1.53	0.13	-1.53	0.13
Consulente	-0.92	0.36	-0.55	0.58	-0.78	0.44	-0.78	0.44
Costante	-0.36	0.72	-1.77	0.08 †	-2.49	0.01 *	-2.49	0.01 *
Numero osservazioni	305		305		305		305	
Wald chi2(17)	115.52	***	135.80	***	128.51	***	128.51	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	4.43	0.82	4.01	0.86	7.47	0.49	7.47	0.49
Classicaz. Corrette	0.94		0.93		0.93		0.93	
VIF	1.94		1.95		1.99		1.99	

Influenza della performance sull'uso dei grafici sull'utile per azione - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	0.74	0.46						
performance EBIT			-0.81	0.42				
performance EPS					-0.12	0.90		
performance specifica							-0.12	0.90
dimensione	-1.51	0.13	-0.53	0.60	-0.99	0.32	-0.99	0.32
uso grafici T-1	3.60	0.00 ***	6.01	0.00 ***	3.37	0.00 ***	3.37	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.22	0.82	0.27	0.79	0.28	0.78	0.28	0.78
Germania	-1.57	0.12	-1.85	0.06	-1.66	0.10	-1.66	0.10
Italia	-2.98	0.00	-3.51	0.00	-2.60	0.01	-2.60	0.01
Regno Unito	-0.16	0.87	-0.11	0.91	-0.23	0.82	-0.23	0.82
2008 ^b	0.30	0.76	0.00	1.00	0.27	0.79	0.27	0.79
2009	-1.00	0.32	-1.32	0.19	-1.07	0.29	-1.07	0.29
Manifatturiero leggero	-0.83	0.41	-0.76	0.44	-0.75	0.45	-0.75	0.45
Manifatturiero pesante	0.63	0.53	0.54	0.59	0.58	0.56	0.58	0.56
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.13	0.89	-0.18	0.86	-0.20	0.84	-0.20	0.84
Commercio	0.73	0.47	0.59	0.56	0.74	0.46	0.74	0.46
Immobiliare	-0.79	0.43	-1.20	0.23	-0.83	0.41	-0.83	0.41
Servizi ^c	omesso		omesso		omesso		omesso	
Opportunità di crescita	1.04	0.30	0.64	0.53	1.01	0.31	1.01	0.31
Quotazione altri mercati	-0.09	0.93	-0.08	0.94	-0.12	0.91	-0.12	0.91
Consulente	-1.04	0.30	-0.91	0.36	-0.93	0.35	-0.93	0.35
costante	-0.46	0.65	-0.24	0.81	-0.48	0.63	-0.48	0.63
Numero osservazioni	257		257		257		257	
Wald chi2(17)	144.44	***	145.22	***	171.50	***	171.50	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	2.30	0.97	0.86	1.00	3.27	0.92	3.27	0.92
Classicaz. Corrette	0.96		0.96		0.96		0.96	
VIF	1.92		2.06		2.06		2.06	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) Il Paese Italia è omesso perché in questo Paese non ci sono aziende, seguite da "molti analisti", che utilizzano grafici sull'utile per azione.

b) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

c) Il settore dei servizi è omesso perché l'uso dei grafici sull'utile per azione, nelle aziende seguite da "pochi" analisti finanziari, non varia in questo settore. Di conseguenza, vi sono 9 osservazioni mancanti.

Tabella 6.29: L'influenza della performance sull'uso dei grafici delle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (ipotesi 4b e 4c). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sulle vendite.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sulle vendite - "molti analisti" (>= 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	1.49	0.14						
performance EBIT			1.09	0.28				
performance EPS					1.39	0.16		
performance specifica							1.61	0.11
dimensione	-0.76	0.45	-0.93	0.35	-1.09	0.27	-1.63	0.10
uso grafici T-1	7.98	0.00 ***	8.00	0.00 ***	7.99	0.00 ***	8.02	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-0.34	0.74	-0.39	0.70	-0.44	0.66	-0.27	0.79
Germania	-0.18	0.86	-0.13	0.89	-0.21	0.83	-0.12	0.91
Italia	-0.76	0.45	-0.65	0.52	-0.44	0.66	-0.54	0.59
Regno Unito	-0.75	0.45	-0.48	0.63	-0.12	0.90	-0.28	0.78
2008 ^a	-1.22	0.22	-1.17	0.24	-1.16	0.25	-1.16	0.25
2009	-0.63	0.53	-0.68	0.50	-0.61	0.55	-0.65	0.51
Manifatturiero leggero	1.62	0.11	1.71	0.09 †	1.82	0.07 †	1.62	0.11
Manifatturiero pesante	1.71	0.09 †	1.58	0.11	1.70	0.09 †	1.40	0.16
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.41	0.02 *	2.32	0.02 *	2.47	0.01 *	2.50	0.01 *
Commercio	3.23	0.00 ***	3.12	0.00 **	3.19	0.00 ***	2.98	0.00 **
Immobiliare	0.75	0.45	0.72	0.47	0.60	0.55	1.62	0.11
Servizi	1.61	0.11	1.53	0.13	1.66	0.10 †	1.56	0.12
Opportunità di crescita	0.51	0.61	0.74	0.46	0.74	0.46	0.76	0.45
Quotazione altri mercati	0.41	0.68	0.65	0.51	0.81	0.42	0.50	0.62
Consulente	0.12	0.91	0.13	0.90	0.02	0.98	-0.01	1.00
costante	-0.40	0.69	-0.27	0.78	-0.22	0.83	-0.32	0.75
Numero osservazioni	334		334		334		334	
Wald chi2(18)	106.90	***	107.45	***	105.62	***	97.91	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	8.06	0.43	20.04	0.01 ^b *	17.88	0.02 ^b *	13.22	0.10
Classicaz. Corrette	0.88		0.88		0.89		0.88	
VIF	1.83		1.86		1.91		1.96	

Influenza della performance sull'uso dei grafici sulle vendite - "pochi analisti" (< 13 analisti)	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-0.23	0.81						
performance EBIT			1.03	0.30				
performance EPS					0.12	0.91		
performance specifica							1.40	0.16
dimensione	-0.08	0.94	-0.37	0.71	-0.06	0.95	-0.48	0.63
uso grafici T-1	7.47	0.00 ***	7.43	0.00 ***	7.46	0.00 ***	7.35	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.78	0.44	0.61	0.54	0.77	0.44	0.65	0.51
Germania	0.70	0.48	0.76	0.45	0.71	0.48	0.76	0.45
Italia	0.27	0.78	0.44	0.66	0.34	0.73	0.66	0.51
Regno Unito	-0.34	0.73	-0.26	0.80	-0.22	0.83	-0.04	0.97
2008 ^a	-0.45	0.65	-0.26	0.79	-0.43	0.67	-0.23	0.82
2009	-1.07	0.29	-0.87	0.39	-1.07	0.29	-0.98	0.33
Manifatturiero leggero	-0.67	0.50	-0.64	0.52	-0.66	0.51	-0.66	0.51
Manifatturiero pesante	0.44	0.66	0.58	0.56	0.47	0.64	0.61	0.54
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-1.17	0.24	-1.22	0.22	-1.17	0.24	-1.23	0.22
Commercio	-0.29	0.77	-0.11	0.91	-0.30	0.76	-0.08	0.94
Immobiliare	-1.70	0.09 †	-1.21	0.23	-1.62	0.11	-0.75	0.46
Servizi	-0.34	0.73	-0.31	0.76	-0.32	0.75	-0.24	0.81
Opportunità di crescita	-0.77	0.44	-0.54	0.59	-0.73	0.47	-0.37	0.71
Quotazione altri mercati	-0.16	0.87	0.29	0.77	-0.04	0.97	0.66	0.51
Consulente	2.64	0.01 **	2.65	0.01 **	2.58	0.01 **	2.66	0.01 **
costante	-0.80	0.43	-1.15	0.25	-1.07	0.29	-1.48	0.14
Numero osservazioni	266		266		266		266	
Wald chi2(18)	97.77	***	100.58	***	98.87	***	97.41	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	8.33	0.40	7.65	0.47	8.22	0.41	7.19	0.52
Classicaz. Corrette	0.89		0.88		0.88		0.88	
VIF	1.94		1.86		1.90		1.87	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica abbia una scarsa capacità predittiva. I risultati relativi al sub campione delle aziende seguite da "molti" analisti finanziari vanno, pertanto, interpretati con cautela.

L'ultima ipotesi 4d si riferisce al ruolo degli analisti nel ridurre la distorsione dei grafici finalizzata a dare un'impressione favorevole al lettore del bilancio⁴⁸¹. Emerge che il numero degli analisti finanziari influenzi positivamente il numero delle distorsioni favorevoli ma non in misura statisticamente significativa (si riveda la tabella 6.7).

La tabella finale del capitolo indica, per ogni ipotesi, se le ipotesi siano supportate, parzialmente supportate o non supportate. Emerge come le ipotesi pienamente supportate siano quelle che si riferiscono allo status quo e quelle relative all'influenza positiva del numero degli analisti finanziari sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari. Le altre ipotesi, pertanto, non sembrano pienamente supportate. In particolare, non sembra emergere un'associazione positiva tra l'uso dei grafici ed il livello della performance, così come ipotizzato sulla base dell'impression management. Nel capitolo successivo, vengono interpretati i principali risultati ottenuti, alla luce anche della dottrina sull'uso dei grafici.

⁴⁸¹ L'analisi condotta nel capitolo precedente evidenziava che la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole fosse maggiore nelle aziende seguite da "molti" analisti finanziari.

Tabella 6.30: Elenco delle ipotesi ed evidenza empirica nel presente lavoro

Ipotesi	Supporto Empirico
1a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata.</i>	Non supportata
1b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata.</i>	Non supportata
1c: <i>Le aziende utilizzano, in misura maggiore da un anno ad un altro, i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari quando la performance complessiva aumenta e, viceversa, li riducono quando la performance complessiva si riduce.</i>	Non supportata
1d: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole.</i>	Supportata
1e: <i>I grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanziari tendono ad essere localizzati in posizione strategica, quando la performance complessiva è più elevata.</i>	Non supportata
1f: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.</i>	Non supportata
1g: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.</i>	Non supportata
1h: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura crescente durante la crisi finanziaria.</i>	Non supportata
1i: <i>La proporzione di grafici sugli indicatori totali economico-finanziari è maggiore nel periodo pre-crisi rispetto al periodo durante la crisi.</i>	Non supportata
2a: <i>L'uso dei grafici è maggiore negli anni.</i>	Non supportata
2b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore negli anni.</i>	Parzialmente supportata
3a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente</i>	Supportata
3b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla società "leader" di mercato per quell'azienda.</i>	Non supportata
3c: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente, in misura maggiore durante la crisi finanziaria</i>	Parzialmente supportata
3d: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla società "leader" di mercato per quell'azienda, in misura maggiore durante la crisi finanziaria</i>	Non supportata
3e: <i>L'uso dei grafici è maggiore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Parzialmente supportata
3f: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Parzialmente supportata
3g: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Non supportata

Ipotesi	Supporto Empirico
3h: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Non supportata
3i: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Non supportata
3l: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Non supportata
3m: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Non supportata
3n: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Non supportata
4a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nelle aziende seguite da più analisti finanziari</i>	Supportata
4b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i>	Non supportata
4c: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i>	Non supportata
4d: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i>	Non supportata

Capitolo 7: Le caratteristiche aziendali ed istituzionali che influenzano l'uso dei grafici: interpretazione dei risultati e confronto con gli studi precedenti

7.1. L'influenza delle caratteristiche aziendali

7.1.1 Performance

7.1.2 - Analisti finanziari

7.2. L'influenza delle caratteristiche istituzionali

7.2.1 - Tendenza allo status quo

7.2.2 - Influenza del contesto istituzionale

7.1. L'influenza delle caratteristiche aziendali:

7.1.1 Performance

I sostenitori dell'impression management prevedono l'opportunità dei redattori del bilancio, i quali utilizzano la discrezionalità loro concessa per dare ai lettori una presentazione dell'informazione più favorevole⁴⁸². La discrezionalità riguarda anche l'uso dei grafici, che sono inseriti volontariamente in bilancio. Gran parte delle ricerche sui grafici nei bilanci hanno ipotizzato un utilizzo opportunistico degli stessi con l'obiettivo di dare al lettore un'impressione favorevole della dinamica economico-finanziaria in linea con l'impression management⁴⁸³.

Gli studi precedenti sui grafici, in particolare, si sono focalizzati sulla selettività e sulla distorsione⁴⁸⁴. La selettività indica la tendenza ad incrementare l'uso dei grafici quando il livello/variazione della performance aziendale è positivo e a ridurre tale uso in presenza di performance negative⁴⁸⁵. La distorsione deriva, invece, dal fatto che le dimensioni del grafico non sono proporzionali ai valori numerici che si stanno rappresentando e danno luogo a sovrastime o a sottostime dei trend⁴⁸⁶. Mentre la selettività lede la chiarezza nel contenuto del bilancio, dato che limita la comparabilità dei bilanci nel tempo, la distorsione lede la veridicità poiché le misure del grafico non riflettono le variazioni numeriche delle variabili rappresentate. Selettività e distorsione, pertanto, non favoriscono il rispetto della clausola generale del bilancio "true and fair view"⁴⁸⁷.

In questo studio, in primis, si è analizzata l'associazione tra la performance e l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari⁴⁸⁸ considerando sia la performance complessiva aziendale, stimata attraverso tre indicatori (ROA, margine operativo netto ed utile per azione⁴⁸⁹) sia la performance specifica, cioè quella rappresentata graficamente. Contrariamente a quanto svolto in

⁴⁸² Cfr. D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., p. 116-196.

⁴⁸³ Per una rassegna della letteratura, si veda V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110.

⁴⁸⁴ Ibidem.

⁴⁸⁵ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., pp. 213-226.

⁴⁸⁶ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-83 dove ulteriori riferimenti bibliografici

⁴⁸⁷ Sul principio della chiarezza e rappresentazione veritiera e corretta, si rimanda a quanto scritto nel paragrafo 1.1.

⁴⁸⁸ Come scritto nei capitoli precedenti, sono stati individuati sei indicatori critici economico-finanziari: dividendo per azione, reddito netto, reddito pre-imposte, trend di borsa, utile per azione e vendite

⁴⁸⁹ Come scritto nel paragrafo 3.4, EBIT ed EPS sono state scelte seguendo la letteratura precedente mentre il ROA è stato incluso, in quanto indicatore che sintetizza la redditività complessiva aziendale.

diversi studi precedenti⁴⁹⁰, l'associazione tra la performance e l'uso dei grafici è stata analizzata attraverso dei test di regressione che permettono di stimare l'influenza di molteplici variabili sull'uso dei grafici.

Se dai test di associazione emergeva un'associazione positiva tra le performance e l'uso degli specifici grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, dai test di regressione tale associazione non si evince. Piuttosto, altre caratteristiche aziendali ed altri effetti istituzionali sembrano influenzare l'uso dei grafici.

Gli unici grafici il cui uso è legato alle performance sono i grafici sull'utile per azione e, considerando la performance rappresentata graficamente, i grafici sulle vendite. L'utile per azione è un indicatore rappresentato graficamente con frequenza in due dei quattro Paesi analizzati: Francia e Regno Unito. Si tratta dell'indicatore su cui gli analisti finanziari si basano per fissare gli obiettivi di redditività attesi delle aziende⁴⁹¹. L'associazione tra l'uso dei grafici sull'utile per azione e le performance aziendali potrebbe essere spiegata in questi termini: le aziende con una performance elevata mirano ad inserire più grafici sull'utile per azione per enfatizzare la propria redditività ed apparire più in linea con gli obiettivi attesi dagli stakeholder, a cominciare dagli investitori e dagli analisti finanziari.

Se si escludono i grafici sull'utile per azione, però, i risultati sull'associazione tra le performance e l'uso dei grafici non sono in linea con gli studi precedenti⁴⁹². Non emerge, pertanto, un uso selettivo ed opportunistico, legato ai livelli della performance, dell'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari. Viceversa, includendo tutti gli indicatori e non solo quelli critici economico-finanziari, si evince che le aziende con un ROA più basso siano maggiormente propense ad inserire i grafici. Quest'ultimo risultato potrebbe essere interpretato in questi termini: le società con un ROA più basso possono adottare una strategia di legittimazione attraverso l'uso dei grafici, con l'obiettivo di apparire conformi alle aspettative esterne.

Varie ragioni potrebbero spiegare l'assenza di un legame significativo tra l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari ed il livello della performance. Intanto, le aziende analizzate sono le grandi società quotate, i cui bilanci sono soggetti ad un maggiore scrutinio e le cui dinamiche economico-finanziarie sono soggette ad un maggiore interesse degli stakeholder⁴⁹³. Tali società sembrano poco propense a modificare l'uso di grafici nel tempo e più interessate, invece, a mantenere invariato tale uso, facilitando la comparazione dei bilanci di anno in anno.

Inoltre, l'assenza di un legame significativo tra l'uso dei grafici ed il livello della performance può essere dovuto al fatto che, rappresentando, di norma, dei trend crescenti⁴⁹⁴, cioè una variazione positiva della performance aziendale, molte aziende non siano tanto interessate a modificare l'utilizzo dei grafici quanto piuttosto ad inserire i grafici ogni anno⁴⁹⁵.

⁴⁹⁰ Quasi tutta l'evidenza empirica sull'uso dei grafici deriva da test di associazione e non da test di regressione. Per una rassegna completa della letteratura, si rimanda a V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110. Tra i pochi studi che hanno condotto dei test di regressione, ci sono i seguenti: G. Cassar, *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, cit., pp. 126-137; W. N. Dilla, D. J. Janvrin, *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., pp. 269-271; C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, cit., pp. 74 – 88; C.H. Cho, G. Michelon, D.M. Patten, *Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs*, cit., p. 31. Gli ultimi due studi, tuttavia, si focalizzano sui bilanci di sostenibilità.

⁴⁹¹ Si veda, in proposito, il contributo di M. Washburn, P. Bromiley, *Managers and analysts: An examination of mutual influence*, *Academy of Management Journal*, in corso di pubblicazione, 2013, pp. 1-50.

⁴⁹² Per una rassegna della letteratura sull'utilizzo selettivo dei grafici in linea con le teorie di impression management, si rimanda a quanto scritto nel capitolo 2.

⁴⁹³ Cfr. W. Aerts, *Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes*, cit., pp. 493–517 dove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁴⁹⁴ È emerso che circa il 70% dei grafici rappresentino dei trend favorevoli crescenti. Si veda, in proposito, la tabella 4.7 contenuta nel paragrafo 4.5.

⁴⁹⁵ Uno studio precedente ha considerato “selettivo” il comportamento delle aziende volto a rappresentare graficamente dei trend favorevoli in misura significativamente maggiore ai trend sfavorevoli. Lo studio in questione è il seguente: C. H. Cho, G. Michelon, D. M. Patten, *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports:*

Le pratiche di impression management potrebbero, inoltre, essere divenute più sofisticate. Ad esempio, le aziende possono enfatizzare i propri risultati rispetto a quelli dei concorrenti, inserendo nei grafici delle comparazioni ad esse favorevoli⁴⁹⁶.

Infine, l'impression management potrebbe non emergere perché si considerano i grafici all'interno dei bilanci, che sono documenti sottoposti al controllo contabile delle società di revisione. Viceversa, pratiche di impression management potrebbero essere più diffuse in documenti non soggetti alla revisione, come le presentazioni agli analisti o i siti web aziendali⁴⁹⁷.

Dunque, la selettività sembrerebbe poco diffusa. Anche la variazione nel numero di grafici totali sugli indicatori critici economico-finanziari non sembrerebbe dipendere dalla variazione della performance, contrariamente a quanto evidenziato in altri lavori⁴⁹⁸.

Nel presente lavoro, si è verificato anche se le pratiche di impression management aumentassero durante la crisi, con l'obiettivo di nascondere i trend negativi del periodo. I risultati, ancora una volta, non sembrano in linea con l'impression management: la selettività non sembra emergere né prima né durante la crisi. Le uniche due eccezioni sono rappresentate dai grafici sull'utile per azione e sulle vendite, il cui uso è legato al livello della performance nel solo periodo della crisi (anni 2008 e 2009). Si ricordi che tali pratiche, qualora siano comprese da un lettore attento, potrebbero ledere la reputazione aziendale e dare luogo a dei giudizi negativi sulla trasparenza dell'informazione contabile resa pubblica attraverso il bilancio⁴⁹⁹.

Oltre all'aumento della selettività, si era ipotizzata, durante la crisi economico-finanziaria, la sostituzione dei grafici di natura economico-finanziaria con quelli di natura non economico-finanziaria, con l'obiettivo di spostare l'attenzione dei lettori dei bilanci dalla dinamica economico-finanziaria, che potrebbe evidenziare dei trend negativi durante la crisi, ad altri aspetti⁵⁰⁰.

Tale sostituzione, però, non è emersa. Durante la crisi, infatti, sono aumentati sia i grafici di natura non economico-finanziaria sia quelli di natura economico-finanziaria. L'aumento di entrambi, peraltro, dal periodo pre-crisi al periodo della crisi, non è statisticamente significativo. Futuri studi possono indagare se, durante la crisi, le aziende abbiano modificato altri aspetti legati, ad esempio, al design del grafico (colori, sfondi, dimensioni) con l'obiettivo di sviare o attirare l'attenzione del lettore del bilancio su taluni risultati aziendali. L'effetto sostituzione, inoltre, potrebbe emergere in altre forme di comunicazione volontaria, come le descrizioni sui risultati aziendali elaborate dal management nella relazione sulla gestione.

Oltre ad analizzare la selettività in termini di uso dei grafici, l'analisi ha riguardato anche la selettività nella localizzazione dei grafici all'interno del bilancio. La localizzazione del grafico ha una sua rilevanza, in quanto emerso studi precedenti hanno evidenziato che i lettori del bilancio dedicano un tempo limitato alla lettura dell'informazione contabile⁵⁰¹. Si è ipotizzato, in particolare, che i grafici fossero maggiormente inseriti in posizione strategica all'interno del bilancio in presenza di livelli della performance più elevati. Ancora una volta, però, i risultati non sono in linea con l'impression management. Infatti, le aziende non inseriscono più grafici in posizione strategica in presenza di livelli di performance più elevati. La scelta di localizzare i grafici

An international comparison, cit., p.81. Tuttavia, a parere di chi scrive, per capire se il comportamento sia selettivo è necessario analizzare l'associazione tra l'uso dei grafici ed il trend della performance.

⁴⁹⁶ Cfr. G. Cassar, *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, cit., pp. 126-137.

⁴⁹⁷ Cfr. S. Y. Huang, S. M. Huang, T. H. Wu, T. Y. Hsieh, *The data quality evaluation of graph information*, *Journal of Computer Information Systems*, 51(4), 2011, pp. 81-91.

⁴⁹⁸ Per una rassegna della letteratura, si vedano V. A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp.71-110; J.M. Penrose, *Annual report graphic use: a review of the literature*, *Journal of Business Communication*, 45 (2), 2008, pp. 158-180.

⁴⁹⁹ Cfr. J. Barton, M. Mercer, *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, cit., pp. 509-533; D. M. Merkl-Davies, N. Brennan, *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, cit., pp. 116-196.

⁵⁰⁰ Cfr. M. K. Muheki, K.Lueg, R. Lueg, C. Schmaltz, *How business reporting changed during the financial crisis: a comparative case study of two large US banks*, cit., p. 192.

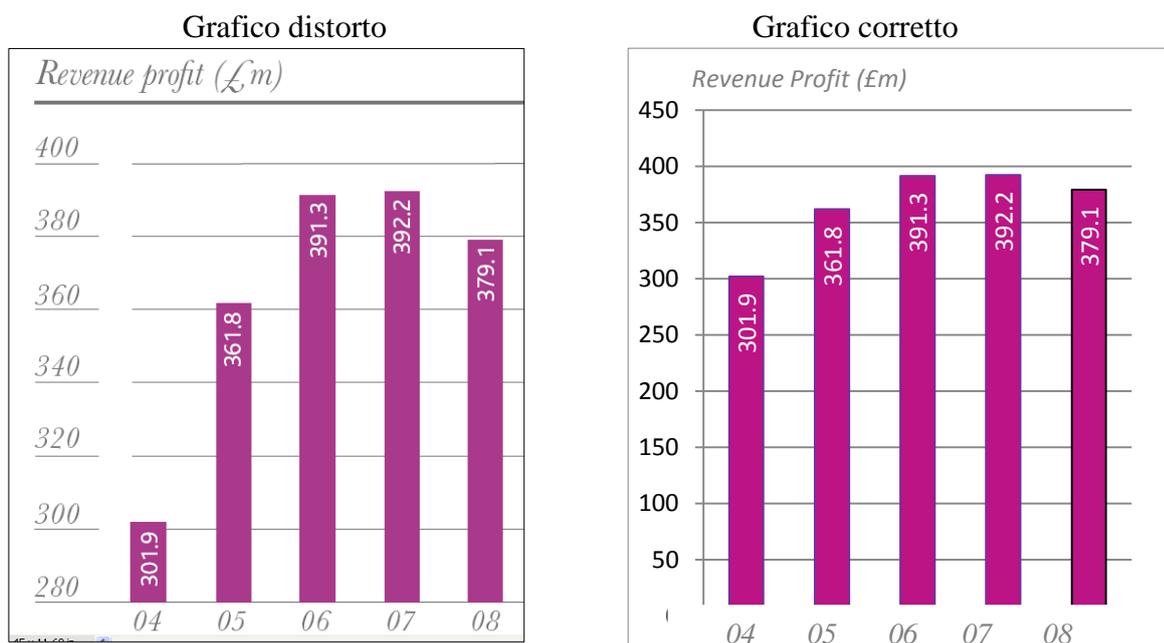
⁵⁰¹ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 211, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

in posizione strategica sembra dipendere, piuttosto, dal contesto istituzionale e dalla presenza del consulente di comunicazione.

Oltre alla selettività, il presente studio ha analizzato la distorsione dei grafici con l'obiettivo di verificare se la distorsione favorevole prevalesse rispetto a quella sfavorevole, in linea con l'impression management. Studi precedenti hanno evidenziato che le aziende mirano, attraverso la distorsione, a dare una rappresentazione favorevole, sovrastimando un trend in aumento o sottostimando un trend in diminuzione⁵⁰². La presente ricerca evidenzia una prevalenza significativa della distorsione favorevole, dovuta per lo più ad una sovrastima di trend in aumento.

Il seguente grafico evidenzia un caso di distorsione favorevole, con una sovrastima di un trend in aumento. Il grafico a sinistra rappresenta il grafico distorto; quello a destra lo stesso grafico ma riprodotto da chi scrive seguendo i corretti standard, tenuto conto dei valori numerici rappresentati.

Figura 7.1. Un esempio di un grafico distorto, contenuto in un bilancio, e dello stesso grafico, riprodotto da chi scrive in modo non distorto.



Il grafico a sinistra rappresenta il grafico distorto, contenuto in bilancio; quello a destra lo stesso grafico ma riprodotto seguendo i corretti standard. Dall'esempio si evince che il grafico sulla sinistra sovrastimi la crescita dell'utile dal 2004 al 2008 e, nello specifico, il confronto tra il 2004 ed il 2008. La distorsione del grafico a sinistra, misurata attraverso l'indice di discrepanza relativo, è pari al +243%.

Fonte: Annual report 2008 Landsecurities Plc, pagina 6.

Se si compara il periodo "pre-crisi" con quello della "crisi", si evince che la prevalenza della distorsione favorevole è maggiore nel periodo pre-crisi mentre durante la crisi le aziende sembrerebbero attenuare la distorsione dei grafici⁵⁰³. Tale risultato potrebbe essere dovuto all'aumento dell'attenzione sulla rendicontazione delle aziende⁵⁰⁴ ma anche alla maggiore capacità dei redattori del bilancio di disegnare un grafico seguendo i corretti standard. Inoltre, è emerso che

⁵⁰² Si veda, sulla distorsione dei grafici spiegabile dalle teorie di impression management, i contributi di V.A. Beattie, M.J. Jones, *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, cit., pp. 291-303; P. Mather, A. Ramsay, A. Serry, *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, cit., p. 56-63; V. A. Beattie, M. J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 60; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., pp. 159-183.

⁵⁰³ L'attenuazione della distorsione riguarda sia la percentuale di grafici distorti favorevolmente sia i valori medi dell'indice di distorsione.

⁵⁰⁴ Cfr. W. A. Van der Stede, *Management accounting research in the wake of the crisis: some reflections*, cit., 606.

la prevalenza di grafici con distorsioni favorevoli sia maggiore quando il grafico è meno accurato, cioè quando non contiene all'interno i valori numerici associati al primo ed ultimo anno. Uno studio di Bannister e Newman aveva evidenziato, in linea con il presente risultato, che le aziende che non inserivano i valori numerici all'interno dei grafici fossero anche quelle con un maggiore intento opportunistico finalizzato a non fare cogliere al lettore una performance relativa in calo⁵⁰⁵.

Infine, le distorsioni favorevoli sembrano prevalere rispetto a quelle sfavorevoli nei bilanci britannici e tedeschi. Si tratta dei bilanci con il maggiore utilizzo di grafici e, pertanto, le aziende che inseriscono più grafici sembrano anche essere quelle più propense a distorcerli favorevolmente. Il risultato ottenuto con riferimento alla distorsione dei grafici non è privo di implicazioni. La distorsione favorevole di un grafico sembrerebbe, infatti, influenzare, nel breve termine, le stime degli analisti sul costo del capitale⁵⁰⁶. Pertanto, essa può avere delle ripercussioni negative sulle decisioni prese da alcuni stakeholder aziendali.

Un esperimento ha evidenziato, inoltre, che la distorsione dei grafici dia luogo a dei giudizi fuorvianti da parte dei lettori e, quando fa apparire un trend "negativo" come "positivo", influenzi le decisioni dei lettori anche dopo un certo periodo⁵⁰⁷.

7.1.2 - Analisti finanziari

Tra le caratteristiche aziendali che potrebbero influenzare l'uso dei grafici, si è considerato anche il numero degli analisti finanziari. Gli analisti finanziari elaborano dei report sulla redditività attesa delle aziende ed individuano dei target attesi⁵⁰⁸, tenuto conto dell'andamento prospettico. Studi precedenti hanno evidenziato come gli analisti finanziari prestino importanza non solo alle informazioni obbligatorie contenute nei prospetti contabili ma anche a quelle volontarie inserite nella relazione sulla gestione⁵⁰⁹. È in questa parte del bilancio dove sono inseriti, di norma, i grafici. Si è supposto che la presenza degli analisti sia di impulso alle aziende ad incrementare la quantità della disclosure volontaria, attraverso l'uso dei grafici. In linea con le ipotesi, è emerso che il numero degli analisti finanziari incida positivamente sull'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, controllando anche per altre variabili, come la dimensione.

Si è, inoltre, cercato di comprendere se la selettività e la distorsione nell'uso dei grafici dipendessero dal numero degli analisti finanziari.

Da un lato, ci si attende che, in presenza di un numero elevato di analisti finanziari, le aziende aumentino le pratiche di impression management per apparire più profittevoli ed essere in linea con i target attesi⁵¹⁰.

D'altro lato, però, la presenza di analisti finanziari potrebbe porre un freno alle pratiche di impression management, che potrebbero essere considerate poco plausibili e giudicate negativamente dagli analisti⁵¹¹. Essendo, infatti, gli analisti dei lettori con più sofisticate competenze contabili⁵¹², essi dovrebbero cogliere le pratiche di impression management non

⁵⁰⁵ A differenza del presente studio, quello di Bannister e Newman si focalizza solo su un tipo di grafico, quello sul valore totale azionario creato, inserito obbligatoriamente negli Stati Uniti. Si veda J.W. Bannister, H.A. Newman, *Disclosure biases in proxy performance graphs: The influence of performance and compensation committee composition*, Review of Accounting and Finance, 5 (1), 2006, p. 40.

⁵⁰⁶ Cfr. F. Muino, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., pp. 83-102.

⁵⁰⁷ Cfr. R. Pennington, B. Tuttle, *Managing impressions using distorted graphs of income and earnings per share: The role of memory*, International Journal of Accounting Information Systems, 10(1), 2009, pp. 40-42.

⁵⁰⁸ Cfr. Lang M., Lundholm R., *Corporate disclosure policy and analyst behavior*, cit., p. 467.

⁵⁰⁹ Cfr. Breton G., Taffler R. J., *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach*, Accounting and business research, 31(2), 2001, pp. 91-101; E. Garcia-Meca, I. Martínez, *The use of intellectual capital information in investment decisions: an empirical study using analyst reports*, The International Journal of Accounting, 42(1), 2007, pp. 57-81.

⁵¹⁰ Cfr. F. Degeorge, Y. Ding, T. Jeanjean, H. Stolowy, *Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study*, cit., p. 2.

⁵¹¹ Cfr. J. Barton, M. Mercer, *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, cit., pp. 509-533.

⁵¹² Cfr. W. B. Elliott, *Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements?*, cit., p. 118 dove ulteriori riferimenti.

considerarle oppure considerarle negativamente nei loro report⁵¹³. Alla luce di queste considerazioni, si era ipotizzata una riduzione di comportamenti in linea con l'impression management da parte delle aziende seguite da un numero elevato di analisti finanziari.

Contrariamente a quanto ipotizzato, è emerso che il numero degli analisti finanziari incrementa la selettività nell'uso dei grafici. Le aziende sembrano maggiormente propense a usare selettivamente i grafici quando seguite da un numero elevato di analisti. La crescita nella domanda di informazioni, stimata attraverso il numero degli analisti⁵¹⁴, sembra spingere le aziende ad enfatizzare, attraverso i grafici, le proprie performance positive.

La maggiore selettività registrata in presenza di "molti" analisti riguarda, in particolare, i seguenti indicatori: dividendo per azione, trend di borsa ed utile per azione.

Mentre il numero degli analisti sembra incrementare la selettività, non sembra incidere significativamente sulla distorsione favorevole. Sia le aziende seguite da "pochi" sia quelle seguite da "molti" analisti, infatti, distorcono i grafici con l'obiettivo di dare una rappresentazione favorevole al lettore del bilancio⁵¹⁵.

7.2. L'influenza delle caratteristiche istituzionali

7.2.1 - Tendenza allo status quo

I processi decisionali possono essere influenzati non solo dalla propensione al cambiamento ma anche dalla tendenza a mantenere lo status quo, cioè a replicare i comportamenti passati⁵¹⁶. Lo status quo è emerso, ad esempio, nel contenuto dei bilanci di sostenibilità⁵¹⁷. Anche gli strumenti di programmazione e controllo aziendali possono essere applicati in quanto "routine", cioè come delle procedure/prassi abitualmente seguite e tendenzialmente stabili⁵¹⁸. Precedenti studi, ad eccezione di quello di Dilla e Janvrin del 2010, non avevano supposto l'esistenza di status quo nell'uso di tali strumenti ma avevano ipotizzato un utilizzo variabile degli stessi, in linea con i trend della performance aziendale⁵¹⁹.

I risultati del presente lavoro evidenziano una forte tendenza allo status quo nell'uso dei grafici. L'uso dei sei indicatori critici economico-finanziari, infatti, dipende dall'uso degli stessi nell'esercizio precedente e tale influenza sembra aumentare durante la crisi. Anche il numero dei grafici localizzati in posizione strategica all'interno del documento del bilancio è influenzato dalla tendenza allo status quo. Lo status quo, più in generale, sembra essere un effetto dominante nello spiegare l'uso dei grafici durante un esercizio.

Lo status quo nell'uso dei grafici potrebbe riflettere un processo di armonizzazione nella disclosure volontaria contabile da parte delle aziende. Lo status quo, inoltre, favorisce la chiarezza dei bilanci e, pertanto, il rispetto della clausola generale della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta. Infatti, l'uso dei grafici in tutti gli anni rende un bilancio più facilmente comparabile e leggibile a beneficio degli utenti.

⁵¹³ Cfr. J. Barton, M. Mercer, *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, cit., pp. 509-533.

⁵¹⁴ Si veda anche B. García Osma, E. Guillaumon-Saorín, *Corporate governance and impression management in annual results press releases*, cit, p. 193.

⁵¹⁵ Uno studio sull'influenza della distorsione dei grafici sul costo del capitale atteso ha evidenziato come, nel breve termine, le percezioni degli analisti finanziari possano essere inficiate dalle distorsioni favorevoli dei grafici nei bilanci. Si veda F. Muino, M. Trombetta, *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, cit., pp. 83-102. Il presente lavoro evidenzia che il numero degli analisti finanziari non sembra influenzare significativamente il numero di distorsioni favorevoli.

⁵¹⁶ Cfr. W. Samuelson, R. Zeckhauser, *Status quo bias in decision making*, cit., pp. 7-59

⁵¹⁷ Cfr. D. Cormier, M. Magnan, B. Van Velthoven, *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, cit, p. 32.

⁵¹⁸ Cfr. J. Burns, R. W. Scapens, *Conceptualizing management accounting change: an institutional framework*, *Management accounting research*, 11(1), 2000, pp. 3-25.

⁵¹⁹ Si veda Dilla W. N., Janvrin D. J., *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., pp. 257-278.

Ciò che potrebbe essere accaduto è che il grafico, che rappresentava inizialmente un'innovazione nel design del bilancio⁵²⁰, sia ora divenuto uno strumento di routine⁵²¹, sempre inserito nella prima parte del bilancio dato il suo impatto visivo e la sua capacità di comunicare in sintesi un trend a beneficio di un lettore internazionale e senza sofisticate competenze contabili.

Ancora, potrebbe essere accaduto che il grafico sia divenuto uno strumento simbolico utilizzato dalle aziende per apparire razionali. Si parla anche di "management simbolico"⁵²².

La diffusione dei grafici nei bilanci è stata evidenziata in numerosi studi. Il presente lavoro evidenzia che tale diffusione sembrerebbe ripetersi nel tempo e che, nonostante una crisi economico-finanziaria fornisca degli incentivi alle aziende per porre in atto delle pratiche di impression management⁵²³, le aziende sembrano poco propense al cambiamento nell'uso dei grafici e più propense, invece, allo status quo.

L'esempio seguente evidenzia come l'utilizzo dei grafici tenda a rimanere costante nel tempo. L'azienda, pur modificando i colori e la struttura della pagina del bilancio, inserisce sempre gli stessi grafici durante il periodo 2006-2009.

⁵²⁰ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, A. Dhanani, *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, cit., p. 218.

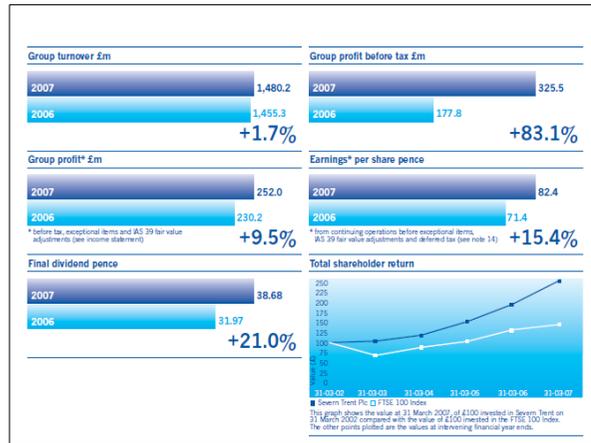
⁵²¹ Sui meccanismi che portano una pratica contabile a divenire un processo di routine, si veda M. Contrafatto, *The institutionalization of social and environmental reporting: An Italian narrative*, cit., pp. 15-16.

⁵²² Si veda, in proposito, B. Ashforth, B. Gibbs, *The double-edged sword of organizational legitimation*, cit., p. 180.

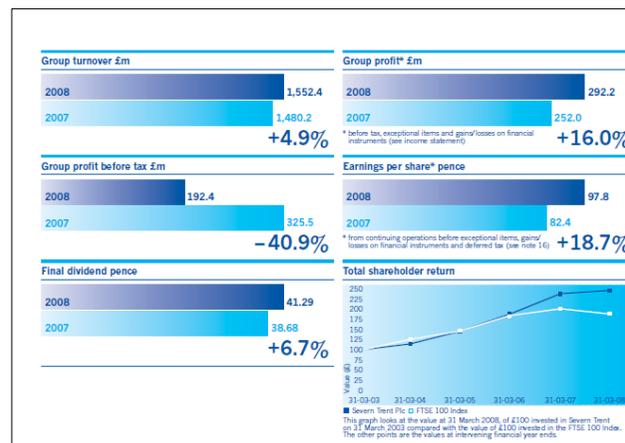
⁵²³ Cfr. S. M. Carter, J. M. Dukerich, Corporate responses to changes in reputation, *Corporate Reputation Review*, 1(3), 1998, pp. 265-266; W. Aerts, *Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes*, cit., pp. 498.

Figura 7.2: Un esempio di status quo nell'utilizzo dei grafici nel periodo 2006-2009.

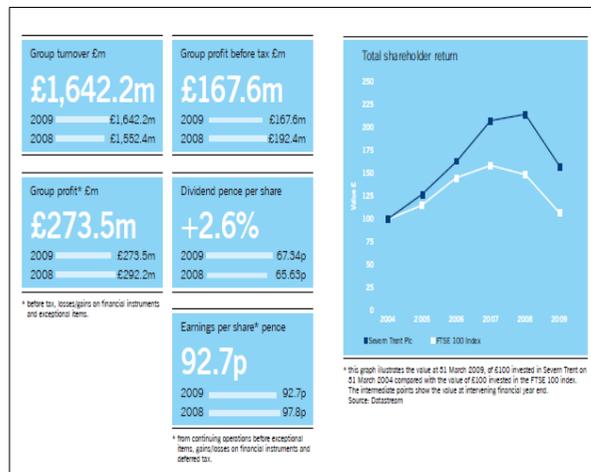
Bilancio 2006-2007



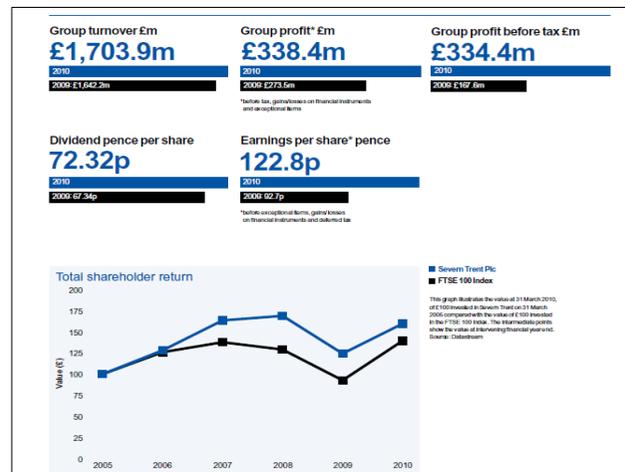
Bilancio 2007-2008



Bilancio 2008-2009



Bilancio 2009-2010



La figura evidenzia come il numero ed il contenuto dei grafici durante il periodo 2006-2009, inseriti nella pagina con la sintesi dei principali risultati (highlights), sia rimasto invariato.

Fonte: Azienda Severn Trent Plc. Annual report 2006-2007 (pag. 1); Annual report 2007-2008 (pag. 1); Annual report 2008-2009 (pag. 1); Annual report 2009-2010 (pag. 1).

Oltre allo status quo, si era ipotizzato l'isomorfismo mimetico, che esprime la tendenza delle organizzazioni a ripetere le pratiche poste in atto da altre organizzazioni⁵²⁴. L'isomorfismo mimetico, stimato attraverso l'uso dei grafici da parte del leader di mercato nell'esercizio precedente, non sembra spiegare le scelte di utilizzo dei grafici da parte delle aziende⁵²⁵. Le scelte aziendali, pertanto, sembrano dettate da altri fattori e non dall'imitazione dei grafici inseriti dai leader di mercato.

7.2.2 - Influenza del contesto istituzionale

Il contesto istituzionale potrebbe influenzare l'uso dei grafici e le pratiche di impression management, in quanto le scelte aziendali dipendono dalle regole formali ed informali del contesto nel quale le aziende operano⁵²⁶.

I quattro Paesi sono stati analizzati singolarmente e sono stati raggruppati in due contesti: "micro", ad orientamento angloamericano, e "macro", ad orientamento non angloamericano. Il Regno Unito rientra nel sistema "micro" mentre i Paesi Francia, Germania ed Italia rientrano nel sistema "macro".

In linea con le nostre ipotesi, è emerso che l'uso dei grafici in generale e l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, considerando il numero assoluto, sia maggiore nel sistema "micro". Tale risultato potrebbe riflettere il maggiore orientamento al mercato e la struttura proprietaria più frazionata⁵²⁷, con un peso maggiore dei piccoli investitori-azionisti che si affidano maggiormente al documento-bilancio per comprendere la dinamica economico-finanziaria delle aziende e basare le proprie scelte decisionali⁵²⁸. Tali investitori possono colmare in parte, attraverso l'informazione contabile, l'asimmetria informativa derivante dal fatto che essi non partecipano direttamente alla gestione dell'azienda⁵²⁹. Il risultato ottenuto, tuttavia, deriva dal fatto che le aziende britanniche utilizzino più grafici delle aziende francesi ed italiane. Qualora si confrontino il Regno Unito e la Germania, infatti, le aziende britanniche non sembrano più propense ad utilizzare i grafici, anzi le aziende tedesche superano lievemente le britanniche, sia considerando il totale degli indicatori sia considerando i soli indicatori critici economico-finanziari.

Le aziende tedesche, pertanto, contrariamente a quanto emerso in un'altra ricerca di Beattie e Jones del 2001⁵³⁰, sono propense ad inserire i grafici nei bilanci. Tale risultato potrebbe essere dovuto alla crescente importanza data alla relazione sulla gestione in Germania⁵³¹. Ancora, esso potrebbe essere dovuto al maggiore orientamento verso taluni stakeholder, come le banche ed i lavoratori, da parte delle aziende tedesche⁵³². Per quanto concerne la diffusione dei grafici sugli indicatori critici

⁵²⁴ Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, cit., p. 151; H. A. Haveman, *Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets*, cit., pp. 593-627.

⁵²⁵ Nonostante i test di associazione facessero emergere una relazione positiva tra l'uso dei grafici da parte del leader dell'azienda e quello dell'azienda stessa, test più completi di regressione evidenziano che tale associazione vi sia ma non sia statisticamente significativa, con l'eccezione dei grafici sul reddito netto.

⁵²⁶ Cfr. P. J. Di Maggio, W. W. Powell, *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, cit., pp. 150-154.

⁵²⁷ Cfr. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ownership around the world*, cit., pp. 471-517.

⁵²⁸ Cfr. C.W. Nobes, *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, cit., p. 167.

⁵²⁹ Sull'assenza di controllo degli azionisti sull'operato dell'alta direzione in un contesto angloamericano, si veda A. Melis, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, cit., pp. 55-56.

⁵³⁰ La ricerca aveva evidenziato che le aziende francesi inserissero un maggiore numero assoluto di grafici rispetto a quelle tedesche ed a quelle britanniche. Si veda V.A. Beattie, M. J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., pp. 208-209.

⁵³¹ Tale crescente importanza si è manifestata, ad esempio, nelle regolamentazioni sulla disclosure per quanto concerne il capitale intellettuale. Si veda German Accounting Standards Committee (GASC), *German Accounting Standard No. 15 (GAS 15) - Management Report*, 2010.

⁵³² Cfr. G. Gorton, F. A. Schmid, *Universal banking and the performance of German firms*, *Journal of Financial Economics*, 58(1), 2000, pp. 31-32.

economico-finanziari nei bilanci tedeschi, tale diffusione potrebbe essere dovuta al fatto che le aziende tedesche sono quelle in cui la crescita nella domanda di informazioni, stimata attraverso la variazione del numero degli analisti finanziari, è stata maggiore⁵³³.

Le aziende tedesche inseriscono in misura maggiore anche i grafici sugli altri indicatori economico-finanziari, non considerati come “critici”. Tale risultato è dovuto al maggiore inserimento dei grafici sulla struttura patrimoniale e potrebbe riflettere il maggiore peso di taluni finanziatori, come le banche, nel management dell’azienda (tabella 4.10)⁵³⁴.

Infine, le aziende tedesche rappresentano in maniera diffusa gli indicatori non economico-finanziari, rispecchiando la loro natura di aziende orientate verso gli stakeholder⁵³⁵. Ad esempio, le aziende tedesche rappresentano graficamente le informazioni macroeconomiche. Tale risultato potrebbe essere dovuto al fatto che il sistema tedesco abbia sofferto meno della crisi finanziaria rispetto ad altri Paesi, mostrandosi come il Paese più solido nell’area euro⁵³⁶. Anche le aziende britanniche, nonostante siano più orientate al mercato delle altre, tendono a rappresentare graficamente gli aspetti non economico-finanziari della gestione, in particolare sulla sostenibilità ambientale e sulla struttura di governo e controllo societario. La diffusione dei grafici sulla sostenibilità ambientale, come scritto nel quarto capitolo, potrebbe dipendere dai frequenti interventi del governo britannico per richiedere una crescita del reporting ambientale⁵³⁷. Per quanto concerne la diffusione dei grafici sulla corporate governance, tale risultato potrebbe riflettere il fatto che le aziende angloamericane siano storicamente un modello nella disclosure sulla corporate governance⁵³⁸.

Tra i quattro Paesi considerati, le aziende italiane sono quelle meno propense ad inserire i grafici. Tale risultato potrebbe essere dovuto alla minore internazionalizzazione delle aziende ed alla minore diffusione dei consulenti di comunicazione. Se si escludono le aziende italiane, la percentuale di aziende con almeno un grafico in bilancio diviene maggiore del 95%. Considerando l’intero campione, invece, il 91% delle aziende, ha utilizzato almeno un grafico. Tale percentuale è più alta di quella riscontrata nei precedenti studi, come si evince dalla tabella 7.1., in cui si sintetizza l’evidenza empirica sull’uso dei grafici nei bilanci.

⁵³³ Uno studio di Meek ed altri autori del 1995, inoltre, aveva già evidenziato che le aziende dell’Europa Continentale (Francia, Germania e Paesi Bassi) dessero, rispetto alle altre, maggiori informazioni volontarie sugli aspetti economico-finanziari della gestione. Si veda G. K. Meek, C. B. Roberts, S. J. Gray, *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, cit., pp. 564.

⁵³⁴ Cfr. G. Gorton, F. A. Schmid, *Universal banking and the performance of German firms*, cit., 2000, pp. 30-32.

⁵³⁵ Cfr. G. Gorton, F. A. Schmid, *Universal banking and the performance of German firms*, cit., pp. 31-32.

⁵³⁶ Cfr. P. R. Lane, *The European sovereign debt crisis*, *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 2012, pp. 49-67, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁵³⁷ Cfr. S. A. Aaronson, *Corporate responsibility in the global village: The British role model and the American laggard*, *Business and Society Review*, 108, 2002, pp. 309-338.

⁵³⁸ G. Markarian, A. Parbonetti, G. J. Previts, *The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World’s Largest Firms*, *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 2007, p. 295.

Tabella 7.1. Confronto tra i risultati del presente studio e gli studi esemplificativi sull'uso dei grafici nei bilanci delle società quotate⁵³⁹

Variabile	Beattie & Jones (1992)	Mather et al., 1996	Beattie & Jones, 1997	Beattie & Jones, 2000a	Frownfelter & Fulkerson, 2001	Beattie & Jones, 2001	Beattie, Dhanani & Jones, 2008	Ianniello, 2009	Dilla & Janvrin, 2010	Presente studio
Almeno un grafico nel bilancio	79% società	83% società	92% delle società USA; 80% in Regno Unito	No informazioni	79% società	88%	99%	85%	No informazioni	91%
Almeno un indicatore critico economico-finanziario	65% società	66%	65%	No informazioni	No informazioni	65%	62%	42%	61%	83%
Uso grafici sul dividendo per azione	53%	34%	45%	46,4%	No informazioni	29%	40%	No informazioni	17,3%	28%
Uso grafici sul reddito netto	No informazioni	No informazioni	49%	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	29,8%	30%
Uso grafici sul reddito pre imposte	62%	52%	45%	45,4%	No informazioni	51%	50%	38,5%	16,8%	53%
Uso grafici sul trend di borsa	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	71,2%	No informazioni	62%
Uso grafici sull'utile per azione	63%	27%	53%	49,5%	No informazioni	33%	45%	No informazioni	38,2%	24%
Uso grafici sulle vendite	48%	41%	51%	28,3%	No informazioni	49%	33%	32,7%	47%	61%

⁵³⁹ Tali studi non sono gli unici sui grafici nei bilanci ma, a parere di chi scrive, si tratta di quelli più esemplificativi in materia. Si veda anche la seguente rassegna della letteratura: V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110.

Per quanto concerne i grafici localizzati in posizione strategica, essi rappresentano per lo più gli indicatori critici economico-finanziari. Pertanto, sembra emergere una strategia volta a “enfaticizzare” la performance economico-finanziaria, inserendo i grafici nelle prime pagine del bilancio, mentre la performance non economico-finanziaria viene raramente rappresentata in posizione strategica. Mentre le aziende britanniche e francesi inseriscono con frequenza i grafici in posizione strategica, nelle prime pagine del bilancio con la sintesi dei principali risultati, le aziende tedesche sono poco propense a farlo. Il risultato è in linea con quanto evidenziato in uno studio precedente di Beattie e Jones⁵⁴⁰. Le aziende tedesche, pertanto, da un lato, sono quelle che utilizzano i grafici in misura maggiore ma, dall’altro, sono quelle che inseriscono in misura minore i grafici in posizione strategica. Il comportamento delle aziende tedesche sembra mirare, pertanto, ad un utilizzo del grafico nelle varie sezioni del documento bilancio, con l’obiettivo di accompagnare quanto scritto nel testo e nelle tabelle piuttosto che con l’obiettivo di enfaticizzare la performance economico-finanziaria già dalle prime pagine.

I quattro Paesi, inoltre, utilizzano i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari in maniera eterogenea. Ad esempio, l’utile per azione non è rappresentato graficamente, salvo eccezioni, nei bilanci italiani e tedeschi mentre si tratta di un indicatore frequentemente espresso in forma grafica in Regno Unito. La diffusione dei grafici sull’utile per azione nel Regno Unito potrebbe essere spiegata tenuto conto che si tratta dell’indicatore maggiormente analizzato dagli operatori dei mercati finanziari, che seguono l’andamento delle aziende⁵⁴¹. Inoltre, è emerso che i manager delle aziende britanniche siano influenzati dalle aspettative dei mercati finanziari di breve termine e tali aspettative, si presume, riguardino anche il trend annuale sull’utile per azione⁵⁴².

Il seguente esempio compara quattro aziende, operanti nello stesso segmento (servizi elettrici). Considerando la prima pagina della sezione “highlights” del bilancio 2006, emerge come solo l’azienda britannica inserisca un grafico sull’utile per azione. L’azienda tedesca e quella italiana non inseriscono alcun grafico mentre l’azienda francese inserisce dei grafici che si riferiscono, però, ai clienti ed alla capacità e potenza energetica installata.

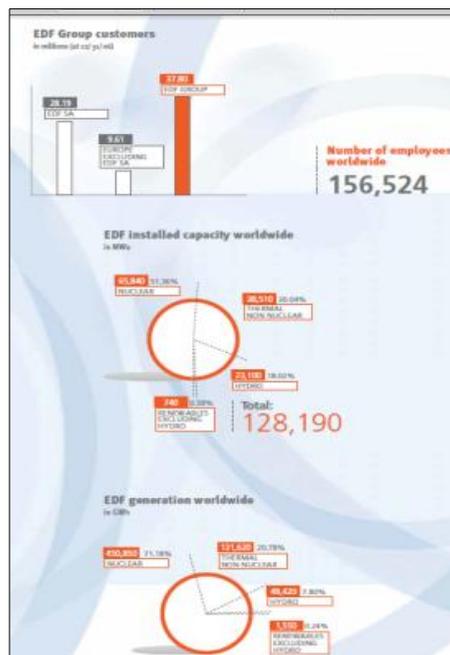
⁵⁴⁰ Cfr. Beattie V.A., Jones M. J., *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 212.

⁵⁴¹ Cfr. V.A. Beattie, M.J. Jones, *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, cit., p. 219, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁵⁴² D. J. Collison, J. R. Grinyer, A. Russell, *UK managers' decisions and their perceptions of capital markets*, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5(1), 1996, p. 40.

Figura 7.3: Un esempio dell'influenza del contesto istituzionale sull'uso dei grafici

Azienda francese – EDF S.A.



Azienda tedesca – RWE AG

2006 key figures at a glance

- Sale of Thames Water completed successfully
- Operating result up 14%
- Net Income significantly up on previous year due to one-off effects
- Proposed dividend doubled from previous year to €3.50 per share
- Net financial assets of €4.7 billion at year-end

RWE Group	2006	2005 ¹	+/- in %	
External revenue	€ million	44,256	39,487	12.1
Germany	€ million	26,607	23,034	15.5
Outside Germany	€ million	17,649	16,453	7.3
EBITDA	€ million	7,861	7,095	10.8
Operating result	€ million	4,106	5,371	13.7
Income from continuing operations before tax	€ million	3,657	3,156	15.9
Net income	€ million	3,847	2,231	72.4
Recurrent net income ²	€ million	2,466	2,257	9.3
Returns on capital employed (ROCE)	%	18.7	16.6	-
Weighted average cost of capital (WACC) before tax	%	9.0	9.0	-
Value added	€ million	3,149	2,451	29.3
Capital employed	€ million	32,764	32,444	1.0
Cash flows from operating activities	€ million	6,783	5,704	27.9
Capital expenditure	€ million	4,728	4,143	14.1
Property, plant and equipment	€ million	4,494	3,487	27.6
Financial assets	€ million	234	476	-50.8
Free cash flow ³	€ million	2,289	1,437	39.8
Earnings per share	€	6.34	3.97	59.2
Recurrent net income per share	€	4.38	4.01	9.2
Dividend per share	€	3.50 ⁴	1.75	100.0
		12/31/06	12/31/05	
Net financial debt	€ million	-4,720	11,438	-141.3
Net debt ⁵	€ million	6,864	23,435	-70.7
Workforce		68,534	85,926	-20.2

¹ Figures adjusted; see commentary on page 44.
² Net income excluding the non-operating result and excluding re-recruitment effects in the financial result, the tax expense and income from discontinued operations.

Azienda italiana – ENEL Spa

Summary of results

Highlights

	2006	2005
Income data (millions of euro)		
Revenues	38,513	33,787
Gross operating margin	8,019	7,745
Operating income	9,819	9,538
Net income before minority interests	3,101	4,132 ⁽¹⁾
Group net income	3,036	3,895 ⁽¹⁾
Financial data (millions of euro)		
Net capital employed	30,715	31,728
Net financial debt	11,486	12,312
Shareholders' equity (including minority interests)	19,025	19,416
Cash flow from operations	6,756	5,685
Capital expenditure on tangible and intangible assets	2,563	2,839 ⁽²⁾
Per share data (euro)		
Group net income per share	0.69	0.63
Group shareholders' equity per share in circulation at period-end	2.99	3.10
Operating data		
Electricity sold by Enel (TWh) ⁽³⁾	159.8	156.3
Electricity transported on the Enel distribution network (TWh) ⁽⁴⁾	267.6	260.7 ⁽⁴⁾
Gas sales (billions of cubic meters)	5.9	6.7
of which to and from (billions of cubic meters)	4.5	5.1
Net electricity generated by Enel (TWh)	131.4	125.7
Employees at year-end (no.)	58,548	57,778
Market indicators		
Average Brent oil price (\$/bbl) ⁽⁵⁾	65.1	54.4
Average price of low-sulfur fuel oil (\$/bbl) ⁽⁶⁾	314.0	272.9
Average price of coal (\$/ton) ⁽⁶⁾	48.2	46.4
Average dollar/euro exchange rate	1.256	1.244
Six-month Euro/Bor rate (coverage for the year)	3.23%	2.24%

⁽¹⁾ Figures include the capital gain realized essentially on the disposal of bonds in the amount of €1,153 million.
⁽²⁾ Including sales to resellers.
⁽³⁾ Including 1,472 million kWh of power wheeled in previous years but commercially recognized in 2005.
⁽⁴⁾ RHEM-CP bid index.
⁽⁵⁾ Cost West Intercontinental Index for the six considered by the Authority for Electricity and Gas.

Azienda britannica – SSE Plc

FINANCIAL OVERVIEW

Adjusted profit before tax* – €m		
2006	858.2	+19.2%
2005	719.7	
Adjusted earnings per share* – pence		
2006	72.9	+16.1%
2005	62.8	
Dividend per share – pence		
2006	46.5	+9.4%
2005	42.5	
Capital expenditure – €m		
2006	502.1	+30.9%
2005	383.5	

Le quattro figure rappresentano quattro bilanci di aziende operanti nello stesso segmento ma in Paesi diversi. La parte del bilancio considerata è la stessa: si tratta della prima pagina con la sintesi dei principali risultati (highlights). Si evince come l'uso dei grafici sia differente. L'azienda francese inserisce dei grafici ma che non rappresentano degli indicatori critici economico-finanziari. L'azienda tedesca e quella italiana, invece, non inseriscono alcun grafico. Solo l'azienda britannica inserisce dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari, tra cui quello sull'utile per azione (earnings per share).

Fonti: Annual report 2006 EDF S.A., pagina 5; Annual report 2006 RWE A.G., pagina 4; Annual report 2006 Enel S.p.a., pagina 14; Annual report 2006 SSE Plc, pagina 6.

Anche il dividendo per azione è diffuso nei bilanci britannici, meno in quelli francesi e tedeschi. Beattie e Jones, in uno studio del 2001, avevano evidenziato che le società britanniche fossero maggiormente propense rispetto a quelle francesi e tedesche ad inserire i grafici sul dividendo e sull'utile per azione⁵⁴³. Per quanto concerne il reddito aziendale, esso viene rappresentato maggiormente sotto forma di reddito pre-imposte dalle aziende tedesche, italiane e britanniche mentre quelle francesi prediligono i grafici sul reddito netto. Contrariamente a quanto avvenuto in studi precedenti⁵⁴⁴, il presente lavoro considera come indicatore critico economico-finanziario, data la sua frequenza, il trend di borsa. L'uso diffuso dei grafici sul trend di borsa può essere dovuto al fatto che si studiano grandi società quotate, il cui orientamento al mercato è diffuso e la cui performance borsistica, soprattutto durante la crisi economico-finanziaria, è stata oggetto di pubblico scrutinio⁵⁴⁵.

Per quanto concerne la selettività e la distorsione nei due sistemi "micro" e "macro", da un lato si ipotizzava che le pratiche di impression management fossero maggiori in un sistema "micro", dato che si tratta di un sistema con una maggiore domanda di informazioni di carattere economico-finanziario da fornire attraverso il bilancio e, pertanto, di un sistema con più incentivi per i redattori dei bilanci a porre in atto delle pratiche di impression management⁵⁴⁶. Dall'altro lato, però, si ipotizzava un maggiore impression management in un contesto "macro", a causa del minore sviluppo dei mercati finanziari⁵⁴⁷ e della minore presenza di investitori istituzionali⁵⁴⁸, lettori con maggiori competenze contabili e che, pertanto, verrebbero difficilmente ingannati da pratiche di impression management. I risultati non evidenziano differenze significative tra i due sistemi per quanto concerne la selettività e la distorsione dei grafici⁵⁴⁹.

⁵⁴³ Cfr. Beattie V.A., Jones M. J., *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, p. 208.

⁵⁴⁴ Cfr. V.A. Beattie, M. J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110; Dilla W. N., Janvrin D. J., *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, cit., pp. 257-278.

⁵⁴⁵ La diffusione dei grafici sul trend di borsa potrebbe anche essere dovuta al fatto che il mercato borsistico, con alcune eccezioni (anno 2008), è stato, negli ultimi anni, sempre in crescita. Si veda, in proposito, D. Gjika, R. Horvath, *Stock market comovements in Central Europe: Evidence from the asymmetric DCC model*, *Economic Modelling*, 33, 2013, pp. 55-64. Pertanto, i grafici sul trend di borsa tenderebbero ad evidenziare, di norma, dei trend in aumento piuttosto che dei trend in diminuzione.

⁵⁴⁶ Cfr. V. A. Beattie, M.J. Jones, *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, cit., p. 166 dove ulteriori riferimenti bibliografici; V.A. Beattie, M.J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., p. 218. Come scritto nel paragrafo 2.8, inoltre, nei sistemi "micro", in assenza di azionisti che controllano il management-redattore del bilancio, potrebbe essere più facile e meno rischioso per i redattori porre in atto delle pratiche di impression management. Cfr. E. Abrahamson, C. Park, *Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective*, cit., p. 1311; W.G. Lewellen, T. Park, B.T. Ro, *Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions*, cit., pp. 249-250.

⁵⁴⁷ Si veda, in proposito, C. Leuz, D. Nanda, P. D. Wysocki, *Earnings management and investor protection: an international comparison*, *Journal of financial economics*, 69(3), 2003, pp. 505-527.

⁵⁴⁸ Cfr. M. A. Ferreira, P. Matos, *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, *Journal of Financial Economics*, 88(3), 2008, p. 524

⁵⁴⁹ Ancora una volta, l'associazione tra il livello della performance e l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari non sembra emergere. Piuttosto, altri effetti, come lo status quo, spiegano l'uso dei grafici sugli specifici indicatori critici economico-finanziari nel corso di un esercizio.

Conclusioni

Il presente lavoro ha analizzato l'uso volontario dei grafici nei bilanci delle più grandi società quotate non finanziarie europee durante il periodo 2006-2009. La scelta di tale arco temporale ha permesso di investigare la variazione nell'uso dei grafici dal periodo "pre-crisi" (anni 2006 e 2007) al periodo "crisi" (anni 2008 e 2009). L'analisi comparata delle aziende con sede nelle quattro maggiori economie europee (Francia, Germania, Italia e Regno Unito) ha, invece, permesso di verificare l'influenza del contesto istituzionale sull'uso dei grafici.

L'uso dei grafici non pare associato al livello della performance, sia considerando la performance aziendale complessiva sia quella specifica, cioè dello specifico indicatore rappresentato graficamente. Tale risultato è in contrasto con gli studi che, invece, evidenziavano un'associazione positiva tra l'uso dei grafici ed il trend della performance⁵⁵⁰. Tra i sei indicatori critici economico-finanziari, l'unico grafico che sembrerebbe utilizzato in misura maggiore in presenza di una performance elevata è l'utile per azione. Tale risultato potrebbe essere dovuto al fatto che l'utile per azione è un indicatore su cui si basano gli analisti finanziari per valutare la redditività dell'azienda e, pertanto, le aziende sono maggiormente propense a rappresentarlo graficamente in presenza di performance elevate. L'uso dei grafici sulle vendite, invece, è influenzato positivamente dal livello assoluto delle vendite ma non dalla performance complessiva aziendale.

L'associazione tra il livello della performance e l'uso dei grafici non sembra emergere neppure durante la crisi, con due eccezioni, relative all'uso dei grafici sull'utile per azione e sulle vendite. La crisi economico-finanziaria, pertanto, non dà luogo ad una crescita dell'impression management, nonostante le aziende, alla luce dei peggiori risultati registrati, potrebbero essere più orientate ad utilizzare i grafici in maniera selettiva.

L'assenza di selettività riscontrata non implica necessariamente che le aziende non mirino a rappresentare dei trend ad esse favorevoli. Potrebbe essere accaduto, infatti, che le aziende non mutino nel tempo il contenuto dei grafici in base al livello della performance solo perché i trend continuano ad essere favorevoli⁵⁵¹.

Ancora, potrebbe essere accaduto che le aziende adottino delle strategie di impression management più sofisticate. Ad esempio, l'obiettivo dei manager potrebbe essere quello di enfatizzare i propri risultati rispetto a quelli dei concorrenti, inserendo nei grafici delle comparazioni favorevoli, rispetto ai trend dei concorrenti. Si suggeriscono futuri studi per indagare l'esistenza di pratiche di impression management più sofisticate.

Se l'uso selettivo dei grafici nel tempo da parte delle maggiori società quotate non sembra essere in linea con l'impression management, viceversa la distorsione dei grafici appare finalizzata a fornire una rappresentazione favorevole della dinamica economico-finanziaria. Infatti, la distorsione favorevole, dovuta per lo più alla sovrastima di trend in aumento, prevale rispetto a quella sfavorevole. Le aziende, pertanto, sembrerebbero poco propense a modificare l'uso dei grafici nel tempo e, invece, maggiormente propense a distorcere i grafici per fornire una rappresentazione ad esse favorevole. La prevalenza della distorsione favorevole è maggiore nel periodo pre-crisi mentre, durante la crisi, i redattori del bilancio sembrano avere attenuato la distorsione nei grafici, sia in termini di percentuale dei grafici distorti favorevolmente sia in termini di valori assoluti di distorsione, stimati attraverso l'indice di discrepanza relativo (RGD).

Per quanto concerne l'influenza del contesto istituzionale, l'uso, la posizione ed il contenuto dei grafici, sia considerando il numero totale sia i soli indicatori critici economico-finanziari, dipendono dal Paese nel quale l'azienda ha sede. Un Paese più orientato al mercato, come il Regno Unito, ad esempio, predilige indicatori, come il dividendo per azione e l'utile per azione, meno diffusi negli

⁵⁵⁰ Sugli studi che evidenziano un'associazione positiva tra il trend della performance e l'uso dei grafici, si rimanda a quanto scritto nel capitolo due.

⁵⁵¹ Come scritto nel capitolo precedente, è emerso, infatti, che più del 70% dei trend rappresentati graficamente siano favorevoli all'azienda, cioè rappresentino una variazione positiva della performance.

altri tre Paesi. In contrasto con gli studi precedenti⁵⁵², inoltre, è emersa una maggiore propensione delle aziende tedesche rispetto alle altre ad inserire grafici nei bilanci, sia considerando il totale degli indicatori che i soli indicatori critici economico-finanziari.

Oltre all'influenza del contesto istituzionale, emerge una tendenza delle aziende a mantenere lo status quo: l'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende sempre dall'uso degli stessi nell'anno precedente. I grafici sembrano, pertanto, essere divenuti degli strumenti di routine⁵⁵³, inseriti in bilancio seguendo i propri comportamenti passati. Futuri studi possono indagare quale ruolo abbiano avuto gli stakeholder aziendali, come i manager ed i consulenti di comunicazione, nel rendere l'uso dei grafici un processo di routine nel tempo.

Mentre le aziende tendono ad imitare le proprie scelte passate, non tendono a replicare l'uso dei grafici dei propri leader di mercato, attraverso delle pratiche di imitazione (isomorfismo mimetico)⁵⁵⁴. Un processo d'imitazione potrebbe riguardare altri tipi di grafici, come quelli di natura non economico-finanziaria e si suggeriscono future ricerche in merito.

Infine, gli analisti finanziari, la cui presenza stimola la domanda di informazioni contabili che le aziende possono fornire, influenzano positivamente sia l'uso dei grafici che la selettività. Infatti, le aziende seguite da più analisti finanziari utilizzano più grafici sugli indicatori critici economico-finanziari e sono più opportuniste, dato che tendono ad inserire più grafici quando il livello della performance è più elevato⁵⁵⁵.

La presenza degli analisti, pertanto, sembra aumentare la quantità della disclosure grafica (numero dei grafici) ma ridurre la qualità della disclosure grafica, dato che dà luogo ad un aumento della selettività⁵⁵⁶. Tale maggiore selettività potrebbe essere dovuta alla volontà delle aziende seguite da "molti" analisti di dare una rappresentazione ad esse più favorevole, per apparire in linea con i target attesi dagli analisti.

Si potrebbe ipotizzare anche che la selettività possa incrementare in presenza di un maggiore numero di azionisti, che non partecipano direttamente alla gestione dell'azienda e che, come gli analisti, sono interessati a conoscere la dinamica economico-finanziaria dell'azienda attraverso il bilancio. L'influenza della struttura proprietaria sull'uso dei grafici può essere soggetta a future ricerche.

Il presente lavoro contribuisce alla dottrina sulla disclosure volontaria nei bilanci e, nello specifico, sull'uso dei grafici evidenziando che le teorie di impression management, contrariamente a quanto emerso in diversi studi, non sembrano spiegare l'uso selettivo dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari. Viceversa, i risultati sulla prevalenza della distorsione favorevole appaiono maggiormente in linea con l'impression management. Molti studi precedenti, focalizzandosi su sistemi "micro", ad influenza Angloamericana, hanno evidenziato che l'uso dei grafici fosse associato al livello ed alla variazione della performance, in linea con le teorie di impression management. Il presente lavoro, invece, evidenzia che altri fattori ed altre teorie, più che le teorie di impression management, sembrano spiegare l'uso dei grafici. Alcune ipotesi del presente lavoro si basano, ad esempio, sulla teoria istituzionale, che non è stata oggetto d'indagine nei precedenti studi sul tema⁵⁵⁷. I risultati sull'influenza del contesto istituzionale e sull'influenza dello status quo sono

⁵⁵² Si veda, ad esempio, lo studio di V.A. Beattie, M. J. Jones, *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, cit., pp. 208-209.

⁵⁵³ Sui processi che portano talune pratiche a divenire una routine, si veda M. Contrafatto, *The institutionalization of social and environmental reporting: An Italian narrative*, op. cit. Sull'esistenza dello status quo nelle pratiche di disclosure volontaria in bilancio, si veda il contributo di W. Aerts, *Inertia in the attributional content of annual accounting narratives*, cit., pp. 3-32.

⁵⁵⁴ Si veda, con riferimento all'isomorfismo mimetico, quanto scritto nei capitoli due e sette.

⁵⁵⁵ Come scritto nel capitolo precedente, la maggiore selettività riguarda per lo più l'uso di tre indicatori critici: dividendo per azione, trend di borsa ed utile per azione.

⁵⁵⁶ Viceversa, la distorsione favorevole all'azienda sembra aumentare al crescere degli analisti ma non in misura statisticamente significativa.

⁵⁵⁷ Per una rassegna della letteratura sull'uso dei grafici, si veda V.A. Beattie, M.J. Jones, *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, cit., pp. 71-110.

interpretabili attraverso la teoria istituzionale, secondo cui le pratiche poste in atto dalle aziende riflettono le norme ed i valori del contesto nel quale le stesse aziende operano.

Un altro contributo teorico del presente lavoro deriva dal fatto che, per la prima volta, si analizza come la domanda di informazioni, stimata attraverso il numero di analisti finanziari, possa influenzare una pratica di disclosure (uso dei grafici) e l'opportunità dei redattori del bilancio, attraverso la selettività nell'uso dei grafici. Emerge che una maggiore domanda di informazioni sembrerebbe spingere i redattori del bilancio ad utilizzare in maniera opportunistica la discrezionalità loro concessa.

Inoltre, il presente studio indaga su un insieme di variabili aziendali ed istituzionali che, potenzialmente, possono influenzare l'uso dei grafici ed evidenzia che i comportamenti aziendali riflettano sia delle caratteristiche aziendali sia delle caratteristiche del contesto nel quale l'organizzazione opera⁵⁵⁸.

Infine, l'impression management attraverso i grafici viene verificato non solo analizzando l'uso e la distorsione degli stessi, ma in maniera più approfondita, analizzando la localizzazione del grafico all'interno del bilancio e la sostituzione dei grafici di natura economico-finanziaria con quelli di natura non economico-finanziaria.

Attraverso il presente lavoro di ricerca, si suggerisce al legislatore di regolamentare maggiormente l'uso dei grafici nei bilanci, soprattutto per evitare una presenza di grafici distorti, che violano il principio della rappresentazione veritiera e corretta ("*true and fair view*"). Ad esempio, si potrebbero formulare delle linee guida a vantaggio delle società di revisione, per l'analisi dei grafici nei bilanci⁵⁵⁹. Inoltre, si suggerisce al lettore del bilancio di interpretare un trend rappresentato graficamente con cautela, alla luce della distorsione dei grafici e tenuto conto della potenziale selettività nel loro uso.

Un contributo di natura metodologica riguarda i limiti dei test di associazione condotti in precedenti studi⁵⁶⁰. Tali test non consentono di condurre un'analisi inferenziale che tenga conto dell'influenza potenziale di molteplici variabili sull'uso dei grafici e degli effetti sia aziendali che istituzionali. Modelli di regressione più completi, a parere di chi scrive, sono preferibili.

Il presente studio non è privo di limitazioni, le quali possono dare luogo a nuove opportunità di ricerca.

Un primo limite è che, essendo un'indagine basata sulle determinanti aziendali ed istituzionali che possono influenzare l'uso dei grafici, non si indaga, invece, sulle conseguenze di tale uso per il lettore del bilancio, cioè per quell'insieme di stakeholder destinatari dell'informazione contabile. Future ricerche, anche attraverso l'ausilio di interviste e questionari, possono indagare su tale aspetto. Più in generale, futuri studi possono esaminare come i lettori del bilancio leggano ed interpretino le informazioni inserite attraverso dei grafici.

Ancora, l'influenza di talune variabili potrebbe essere analizzata con delle stime più puntuali. Ad esempio, la quotazione in più mercati finanziari non pare influenzare l'uso dei grafici. Tuttavia, si potrebbe verificare se la quotazione in mercati Angloamericani (es: Londra o New York) possa influenzare l'uso dei grafici. Anche il ruolo del consulente di comunicazione potrebbe essere meglio esplorato cercando di comprendere quali caratteristiche abbiano le società di consulenza (es:

⁵⁵⁸ Si veda, sull'influenza congiunta della teoria dell'agenzia e della teoria istituzionale, K. M. Eisenhardt, *Agency-and institutional-theory explanations: The case of retail sales compensation*, Academy of Management journal, 31(3), 1988, p. 489.

⁵⁵⁹ Le società di revisione non ripongono all'analisi dei grafici la stessa accuratezza rivolta, ad esempio, ai prospetti contabili, anche perché mancano degli standard che disciplinano le attività di verifica su questi strumenti. I revisori, nel certificare il bilancio, leggono le cosiddette "altre informazioni", tra cui rientrano anche i grafici, ma non hanno responsabilità nell'accertare la loro esatta accuratezza. Si vedano International Federation of Accountants (IFAC), bozza di modifica al principio *International Auditing Standard (ISA) 720: The Auditor's Responsibilities Relating to Other Information in Documents Containing Audited Financial Statements*, 2012; V.A. Beattie, M.J. Jones, *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, cit., p. 47; J.M. Penrose, *Annual report graphic use: a review of the literature*, cit., p. 167.

⁵⁶⁰ Sugli studi che si basano sui test di associazione per indagare la relazione tra il trend della performance e l'uso dei grafici, si rimanda a quanto scritto nel capitolo sette.

nazionalità, dimensione, numero di clienti) e come tali caratteristiche influenzino i rapporti con i redattori dei bilanci.

Un altro limite deriva dal fatto che non si è analizzato un trend della performance di medio-lungo termine (es: cinque anni) e la sua relazione con l'uso dei grafici. Le aziende potrebbero mirare, attraverso i grafici, a dare al lettore un'impressione favorevole con riferimento ai risultati di medio-lungo termine, piuttosto che di breve termine.

Un quarto limite è connesso al campionamento per dimensione, che ha incluso le società quotate più grandi di ogni Paese ed escluso le piccole. In tal modo, non è stato possibile comparare le pratiche di impression management poste in atto dalle società più piccole con quelle poste in atto dalle società più grandi. Inoltre, le 50 società quotate più grandi non hanno dimensione simile, poiché operanti in Paesi differenti (es: le prime 50 società con sede in Italia sono, mediamente, più piccole delle prime 50 società con sede in Regno Unito).

Futuri studi possono, infine, aiutare a comprendere se la strategia utilizzata nei bilanci con riferimento ai grafici sia complementare o sostitutiva di una strategia più ampia di impression management, attuata, ad esempio, attraverso l'uso di foto, tabelle e/o descrizioni sull'attività aziendale.

Bibliografia

- Aaronson S. A., *Corporate responsibility in the global village: The British role model and the American laggard*, *Business and Society Review*, 108, 2002, pp. 309–338.
- Abrahamson E., Park C., *Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective*, *Academy of management journal*, 1994, pp. 1302-1334.
- Accounting Standards Board, *Year-End Financial Reports: Improving Communication*, Discussion Paper, 2000, pp. 1-52.
- Acharya V.V., Philippon T., Richardson M., Roubini N., *The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies*, Courier Westford, 2009.
- Aerts W., *Inertia in the attributional content of annual accounting narratives*, *European accounting review*, 10 (1), 2001, pp. 3-32.
- Aerts W., *Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes*, *Accounting, Organizations and Society*, 30 (6), 2005, pp. 493–517.
- Aerts W., Cormier D., Magnan M., *Intra-industry imitation in corporate environmental reporting: An international perspective*, *Journal of Accounting and public Policy*, 25(3), 2006, pp. 299-331.
- Aerts W., Cheng P., *Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 30, 2011, pp. 431-459.
- Ahmed K., Courtis J. K., *Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. The British Accounting Review*, 31(1), 1999, pp. 35-61.
- AlNajjar F., Riahi-Belkaoui A., *Growth opportunities and earnings management*, *Managerial Finance*, 27 (12), 2001, pp. 72-81.
- Alexander D., *A European True and Fair View?*, *European Accounting Review*, 2 (1), 1993, pp. 59-80.
- Alexander D., Archer S., *On economic reality, representational faithfulness and the ‘true and fair override’*, *Accounting and Business Research*, 33 (1), 2003, pp. 1-17.
- Allison P. D., *Fixed effects regression methods for longitudinal data: Using SAS*, SAS Institute, 2005.
- Amaduzzi A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell’impresa*, *Rivista Italiana di Ragioneria*, XL, Luglio-Agosto-Settembre, 1947, pp. 141-145.
- Arden J., *True and fair view: a European perspective*, *European Accounting Review*, 6(4), 1997, pp. 675-679.
- Ashforth B., Gibbs B., *The double-edged sword of organizational legitimation*, *Organization science*, 1(2), 1990, pp. 177–194.
- Ball R., Kothari S. P., Robin A., *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*, *Journal of accounting and economics*, 29(1), 2000, pp. 1-51.
- Bamber L. S., Cheon Y. S., *Discretionary management earnings forecast disclosures: Antecedents and outcomes associated with forecast venue and forecast specificity choices*, *Journal of Accounting Research*, 1998, pp. 167-190.
- Bannister J.W., Newman H.A., *Disclosure biases in proxy performance graphs: The influence of performance and compensation committee composition*, *Review of Accounting and Finance*, 5(1), 2006, pp. 30–44.
- Barniv R., Myring M. J., Thomas W. B., *The Association between the Legal and Financial Reporting Environments and Forecast Performance of Individual Analysts*, *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 2005, pp. 727-758.
- Barry C.B., Brown S.J., *Limited information as a source of risk*, *The Journal of Portfolio Management*, 12, 1986, pp. 66–72.

- Barth M. E., Landsman W.R., *How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?*, *European Accounting Review*, 19 (3), 2010, pp. 399–423.
- Bartlett S. A., Chandler R. A., *The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On*, *British Accounting Review*, 29 (3), 1997, pp. 245-264.
- Barton J., Mercer M., *To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance*, *Journal of accounting and economics*, 39(3), 2005, pp. 509-533.
- Beattie V.A., Dhanani A., Jones M.J., *Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study*, *Journal of Business Communication*, 45 (2), 2008, pp. 181-222.
- Beattie V.A., Jones M.J., *The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study*, *Accounting and Business Research*, 22 (88), 1992, pp. 291–303.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Graphs in annual reports: Benefits and pitfalls*, *Management Accounting*, 71(6), 1993, pp. 38-39.
- Beattie V.A., Jones M.J., *An empirical study of graphical format choices in charity annual reports*, *Financial Accountability and Management*, 10(3), 1994, pp. 215-236.
- Beattie V.A., Jones M.J., *A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 8 (1), 1997, pp. 33–68.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Australian Financial Graphs: An Empirical Study*, *Abacus*, 35 (1), 1999, pp. 46-76.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis*, *Contemporary Accounting Research*, 17 (2), 2000, pp. 213-226.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Impression management: the case of inter-country financial graphs*, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 9 (2), 2000, pp. 159-83.
- Beattie V.A., Jones M.J., *A six-country comparison of the use of graphs in annual reports*, *International Journal of Accounting*, 36, 2001, pp. 195-222.
- Beattie V.A., Jones M.J., *The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports*, *Abacus*. 38 (2), 2002, pp. 177-199.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Measurement distortion of graphs in corporate reports: An experimental study*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 2002, pp. 546-564.
- Beattie V.A., Jones M.J., *Corporate reporting using graphs: A review and synthesis*, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 27, 2008, pp. 71-110.
- Bertomeu J., Magee R. P., *From low-quality reporting to financial crises: Politics of disclosure regulation along the economic cycle*, *Journal of Accounting and Economics*, 52(2), 2011, pp. 209-227.
- Bini L., *Impression Management and annual report narratives: the effects of internal and external control mechanisms in a non-Anglo-Saxon context*, Working Paper, European Accounting Association Conference, Parigi, 2013, pp. 1-34.
- Botosan C. A., *Disclosure level and the cost of equity capital*, *Accounting review*, 1997, pp. 323-349.
- Bowen R. M., Davis A. K., Matsumoto D. A., *Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: determinants, SEC intervention and market reactions*, *The Accounting Review*, 80(4), 2005, pp. 1011- 1038.
- Brammer S., Millington A., *Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis*, *Journal of Business Ethics*, 61.1, 2005, pp. 29-44.
- Brennan N., Guillamon-Saorin E., Pierce A., *Methodological Insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 2009, pp.789 – 832.
- Breton G., Taffler R. J., *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach*, *Accounting and business research*, 31(2), 2001, pp. 91-101.

- Burns J., Scapens R.W., *Conceptualizing management accounting change: an institutional framework*, *Management accounting research*, 11(1), 2000, pp. 3-25.
- Buzby, S. L., *Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure*, *Journal of Accounting Research*, 13(1), 1975, pp. 16–37.
- Canadian Institute of Chartered Accountants, *Using Ratios and Graphics in Financial Reporting*, CICA, 1993.
- Carol D., *Mythmaking in annual reports*, *Journal of Business and Technical Communication*, 15 (2), 2001, pp. 195-222.
- Carter S. M., Dukerich J. M., *Corporate responses to changes in reputation*, *Corporate Reputation Review*, 1(3), 1998, pp. 250-270.
- Cassar G., *Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance*, *Accounting Research Journal*, 14(2), 2001, pp. 126-137.
- Cattaneo M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, Verona, 1966.
- Catturi G., *Distorsioni, interferenze e rumori di fondo nella gestione del segnale informativo contabile*, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 3-4, 2001, pp. 109-129.
- Chevalier G., Roy J. P., *Guidance on graphics: CA*, *CA Magazine*, 126 (11), 1993, pp. 44-47.
- Chen S., Bouvain P., *Is corporate responsibility converging? A comparison of corporate responsibility reporting in the USA, UK, Australia, and Germany*, *Journal of Business Ethics*, 87(1), 2009, pp. 299-317.
- Cho C. H., Michelon G., Patten D. M., *Enhancement and obfuscation through the use of graphs in sustainability reports: An international comparison*, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 3(1), 2012, pp.74 – 88.
- Cho C.H., Michelon G., Patten D.M., *Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs*, *Accounting and the Public Interest*, 12(1), 2012, pp. 16-37.
- Cho C.H., Patten D.M., *The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note*, *Accounting, Organizations and Society*, 32(7), 2007, pp. 639-647.
- Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*, *International Monetary Fund*, 10-44, 2010..
- Clatworthy M. A., Jones M.J., *Differential reporting patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19 (4), 2006, pp. 493-511.
- Cleveland W. S., McGill R., *Graphical Perception: The Visual Decoding of Quantitative Information on Graphical Displays of Data*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 150 (3), 1987.
- Coda V., *Caratteri, scopi e presupposti della certificazione dei bilanci*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 28 (2), 1967, pp.190-215.
- Coda V., *L'informazione degli azionisti in una prospettiva ideale*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 21 (4), 1970, pp.681-689
- Coda V., *Certificazione dei bilanci, ruolo dell'impresa e consulenza professionale*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 28 (5-6), 1977
- Codice Civile, articoli 2423, 2428.
- Collison D. J., Grinyer J. R., Russell A., *UK managers' decisions and their perceptions of capital markets*, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5(1), 1996, pp. 39-52.
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti – Consiglio Nazionale dei Ragionieri, *Principio di revisione n. 240 – La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio*, 2006.
- Contrafatto M., *The institutionalization of social and environmental reporting: An Italian narrative*, *Accounting, Organizations and Society*, in corso di pubblicazione, 2014, p.4.

- Cooke T., *Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies*, Accounting and Business Research, 19(74), 1989, pp. 113-24.
- Cooke T. E., *The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations*, Accounting and Business Research, 22(87), 1992, pp. 229-237.
- Core J. E., *A review of the empirical disclosure literature: discussion*, Journal of Accounting and Economics, 31(1), 2001, pp. 441-456.
- Cormier D., Magnan M., Van Velthoven B., *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, European Accounting Review, 14(1), 2005, pp. 3-39.
- Courtis J.K., *Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?*, Journal of Business Communication, 34 (3), 1997, pp. 269-284.
- Davis L. R., *Report format and the decision maker's task: An experimental investigation*, Accounting, Organizations and Society, 14 (5), 1989, pp. 495-508.
- Davis A. K., Piger J. M., Sedor L. M., *Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language*, Contemporary Accounting Research, 29 (3), 2012, pp. 845-868.
- De Sanctis G., Jarvenpaa S. L., *Graphical presentation of accounting data for financial forecasting: An experimental investigation*, Accounting, Organizations and Society, 14(5-6), 1989, pp. 509-525.
- De Jong A., Rosenthal L., Van Dijk M. A., *The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies*, Review of Finance, 13(3), 2009, pp. 495-520.
- Dechow P. M., Skinner D. J., *Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*, Accounting Horizons, 14 (2), 2000, pp. 235-250.
- Deegan C., Gordon B., *A Study of Environmental Disclosure Practices of Australian Companies*, Accounting and Business Research, 26 (3), 1996, pp. 187-199.
- Degeorge F., Ding Y., Jeanjean T., Stolowy H., *Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study*, Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32, pp. 1-25.
- Dezzani F., *Considerazioni intorno alla funzione ed ai limiti della "certificazione" in materia di bilancio*, Rivista dei dottori commercialisti, 1, 1967
- Dezzani F., *La "neutralità" del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in Onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Di Maggio P. J., Powell W. W., *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, American Sociological Review, 48, 1983, pp. 147-160.
- Di Maggio P. J., Powell W. W., *Introduction*, in Di Maggio P. J., Powell W. W., (Eds.), *The new institutionalism in organizational analysis* Chicago, IL: The University of Chicago Press, 1991, pp. 1-38
- Dilla W. N., Janvrin D. J., *Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use*, Accounting Horizons, 24 (2), 2010, pp. 257-278.
- Douppnik T.S., Salter S.B., *An empirical test of a judgmental international classification of financial reporting practices*, Journal of International Business Studies, 24 (1), 1993, pp. 41–60.
- Drake M. S., Myers J. N., Myers L. A., *Disclosure quality and the mispricing of accruals and cash flow*, Journal of Accounting, Auditing & Finance, 24(3), 2009, pp. 357-384.
- Eisenhardt K. M., *Agency-and institutional-theory explanations: The case of retail sales compensation*, Academy of Management journal, 31(3), 1988, pp. 488-511.
- Eisenhardt K. M., *Agency theory: An assessment and review*, Academy of management review, 1989, 14 (1), pp. 57-74.

- Elliott W. B., *Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements?*, *The Accounting Review* 81(1), 2006, pp. 113-133.
- Eng L. L., Mak Y.T., *Corporate governance and voluntary disclosure*, *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 2003, pp. 325-345.
- Erkens D.H., Hung M., Matos P., *Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide*, *Journal of Corporate Finance*, 18 (2), 2012, pp. 389-411.
- European Central Bank, *Financial Stability Review*, Francoforte, Dicembre 2009.
- Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 1983, pp. 301-325.
- Ferreira M. A., Matos P., *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, *Journal of Financial Economics*, 88(3), 2008, pp. 499-533.
- Ferrero G., *La formazione del bilancio d'esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e unicità delle connesse valutazioni*, in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Ferrero G., *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1991.
- Financial Accounting Standards Board, *Concepts Statement No. 8. Conceptual Framework for Financial Reporting - Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful financial Information*, FASB, Norwalk, CT, September, 2010, paragrafi QC12–QC16.
- Frederickson J. R., Miller J. S., *The effects of proforma earnings disclosures on analysts' and non professional investors' equity valuation judgments*, *The Accounting Review*, 79(3), 2004, pp. 667-686.
- Freeman R. E., *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge University Press, 2010.
- Frownfelter-Lohrke C., Fulkerson C. L., *The incidence and quality of graphics in annual reports: An international comparison*, *Journal of Business Communication*, 38(3), 2001, pp. 337-358.
- Fulkerson C. L., Pitman M. K., Frownfelter-Lohrke C., *Preparing financial graphics: Principles to make your presentations more effective*, *CPA Journal*, 69(6), 1999, pp. 28-33.
- Gamerschlag R., Möller K., Verbeeten F., *Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany*, *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 2011, pp. 233-262.
- Garcia-Meca E., Martínez I., *The use of intellectual capital information in investment decisions: an empirical study using analyst reports*, *The International Journal of Accounting*, 42(1), 2007, pp. 57-81.
- García Osma B., Guillamón-Saorín E., *Corporate governance and impression management in annual results press releases*, *Accounting, Organizations and Society*, 36 (4–5), 2011, pp. 187-208.
- German Accounting Standards Committee (GASC), *German Accounting Standard No. 15 (GAS 15) - Management Report*, 2010.
- Gibbins M., Richardson A., Waterhouse J., *The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies and processes*, *Journal of Accounting Research*, 28 (1), 1990, pp. 121-143.
- Gjika D., Horvath R., *Stock market comovements in Central Europe: Evidence from the asymmetric DCC model*, *Economic Modelling*, 33, 2013, pp. 55-64.
- Godfrey J., Mather P., Ramsay A., *Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes*, *Abacus*, 39(1), 2003, pp. 95-123.
- Gorton G., Schmid F. A., *Universal banking and the performance of German firms*, *Journal of Financial Economics*, 58(1), 2000, pp. 29-80.

- Graves O. F., Flesher D. L., Jordan R. E., *Pictures and the Bottom Line: The Television Epistemology of U.S. Annual Reports*, Accounting, Organizations and Society, 21 (1), 1996, pp. 57-88.
- Gray S.J., *Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally*, Abacus, 24 (1), 1988, pp. 1–15.
- Guillamon-Saorin E., Garcia Osma B., *Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management*, Working paper: Universidad Carlos III de Madrid & Universidad Autonoma., 2010, pp. 1-44.
- Harrison J. L., Morton A., *Adjusted Earnings: an initial investigation of EPS disclosures in annual reports*, Euro-Mediterranean Economics and Finance Review, 5(2), 2010, pp. 62-74.
- Hausman J. A., *Specification tests in econometrics*, Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1978, pp. 1251-1271.
- Haveman H. A., *Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets*, Administrative science quarterly, 1993, pp. 593-627.
- Healy P.M., Palepu K. G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of accounting and economics, 31(1), 2001, pp. 405-440.
- Healy P.M., Wahlen J. M., *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*, Accounting Horizons, 13 (4), 1999, pp. 365-383.
- Hill W. Y., Milner M., *Guidelines for graphical displays in financial reporting*, Accounting Education, 12(2), 2003. pp. 135-157.
- Hines R. D., *The sociopolitical paradigm in financial accounting research*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2.1, 1989.
- Holder-Webb L., Cohen J., *The cut and paste society: Isomorphism in codes of ethics*, Journal of business ethics, 107(4), 2012, pp. 485-509.
- Hooghiemstra R., *Corporate communication and impression management*, Journal of Business Ethics, 27 (1/2), 2000, pp. 55-68.
- Hopwood A. G., *Introduction*, Accounting, Organizations and Society, 21(1), 1996, pp. 55-56.
- Hossain M., Ahmed K., Godfrey J. M., *Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: a simultaneous equations approach*, Journal of Business Finance & Accounting, 32(5-6), 2005, pp. 871-907.
- Huang S. Y., Huang S. M., Wu T. H., Hsieh T. Y., *The data quality evaluation of graph information*, Journal of Computer Information Systems, 51(4), 2011, pp. 81-91.
- Ianniello G., *The use of graphs in annual reports of major Italian companies*, International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 5 (4), 2009, pp. 442-462.
- International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, 1989.
- International Accounting Standards Board, *IAS 32 – Financial Instruments: Presentation*, London, IASB, 1 January 2013.
- International Federation of Accountants (IFAC), *bozza di modifica al principio International Auditing Standard (ISA) 720: The Auditor's Responsibilities Relating to Other Information in Documents Containing Audited Financial Statements*, 2012
- Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of financial economics, 3(4), 1976, pp. 305-360.
- Johnson J. R., Rice R. R., Roemmich R. A., *Pictures that Lie: The Abuse of Graphs in Annual Reports*, Management Accounting (US), October 1980.
- Jones M.J., *The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting*, Accounting Forum, 35 (2), 2011, pp. 75–89.
- Kasznik R., Baruch L., *To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise*, Accounting Review, 1995, pp. 113-134.

- Keusch T., Bollen L. H., and Hassink H. F., *Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises*, *European Accounting Review*, 21(3), 2012, pp. 623-648.
- Kosslyn S.M., *Understanding charts and graphs*, *Applied Cognitive Psychology*, 3 (3), 1989, pp. 185-226.
- Kravet T., Muslu V., *Textual risk disclosures and investors' risk perceptions*, *Review of Accounting Studies*, 18(4), 2013, pp. 1088-1122
- Krische, S. D., *Investors' evaluations of strategic prior-period benchmark disclosures in earnings announcements*, *The Accounting Review*, 80(1), 2005, pp. 243-268.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate ownership around the world*, *The Journal of Finance*, 54(2), 1999, pp. 471-517.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and corporate valuation*, *Journal of Finance*, 57, 2002, pp. 1147– 1170.
- Lane P. R., *The European sovereign debt crisis*, *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 2012, pp. 49-67.
- Lang M., Lundholm R., *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures*, *Journal of accounting research*, 31(2), 1993, pp. 246-271.
- Lang M., Lundholm R., *Corporate disclosure policy and analyst behavior*, *The Accounting review*, 1996, pp. 467-492.
- Lang M., Lundholm R., *Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?*, *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 2000, pp. 623-662.
- Laux C., Leuz C., *The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate*, *Accounting, Organizations and Society*, 34 (6–7), 2009, pp. 826-834.
- Lee T., *The changing form of the corporate annual report*, *The Accounting Historians Journal* (1994), pp. 215-232.
- Leivian G.M., *How to communicate financial data more efficiently*, *Management Accounting (U.S.)*, 1980, pp. 31– 34.
- Leuz C., Nanda D., Wysocki P. D., *Earnings management and investor protection: an international comparison*, *Journal of financial economics*, 69(3), 2003, pp. 505-527.
- Leuz C., Wüstemann J., *The role of accounting in the German financial system* (No. 2003/16), CFS working paper, 2003.
- Lewellen W.G., Park T., Ro B.T., *Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions*, *Journal of Accounting and Economics*, 21 (2), 1996, pp. 227-251.
- Li F., *Annual report readability, current earnings, and earnings persistence*, *Journal of Accounting and economics*, 2008, 45 (2), pp. 221-247.
- Linsley P. M., Slack R. E., *Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank*, *Journal of business ethics*, 113(2), 2013, pp. 285-295.
- Lougee B. A., Marquardt C. A., *Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of "pro forma" earnings*, *The Accounting Review*, 79 (3), 2004, 769-795.
- Magnan M. L., *Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor?*, *Accounting perspectives*, 8(3), 2009, pp.189-213.
- Markarian G., Parbonetti A., Previts G. J., *The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World's Largest Firms*, *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 2007, pp. 294-310.
- Marston C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, *Accounting and business research*, 38(1), 2008, pp. 21-48.
- Mather P., Ramsay A., Serry A., *The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence*, *Australian Accounting Review*, 6 (2), 1996, pp. 56-63.

- Mather P., Ramsay A., Steen A., *The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, 13 (1), 2000, pp. 65-83.
- Mather D., Mather P., Ramsay A., *An investigation into the measurement of graph distortion in financial reports*, Accounting and Business Research, 35 (2), 2005, pp.147–159.
- Matsumoto D., Pronk M., Roelofsen E., *Do analysts mitigate optimism by management?* Working paper, University of Washington, 2006.
- McClelland P. L., Liang X., and Barker V.L., *CEO commitment to the status quo: Replication and extension using content analysis*, Journal of Management, 36(5), 2010, pp. 1251-1277.
- McKinstry S., *Designing the annual reports of Burton plc from 1930 to 1994*, Accounting, Organizations and Society, 21(1), 1996, pp. 89-111.
- Meek G. K., Roberts C. B., Gray S. J., *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*, Journal of international business studies, 1995, pp. 555-572.
- Melis A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, 1999
- Melis A., *La qualità dell'informazione esterna*, Giuffrè, Milano, 2008.
- Melis G., *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, 2005.
- Melis G., *Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese*, Giuffrè, 2013
- Melis G., Congiu P., *Il bilancio d'esercizio delle imprese industriali, mercantili e di servizi*, 2° ed., Giuffrè, Milano, 2006.
- Merkl-Davies D. M., Brennan N., *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, Journal of Accounting Literature, 26, 2007, pp. 116-196.
- Merkl-Davies D. M., Brennan N., *A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives*, Accounting and business research, 41(5), 2011, pp. 415-437.
- Merkl-Davies D. M., Brennan N., McLeay S. J., *Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 24(3), 2011, pp. 315-344.
- Mia P., Al- Mamun A., *Corporate Social Disclosure during the Global Financial Crisis*, International Journal of Economics and Finance, 3 (6), 2011, pp. 174-187.
- Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organizations and Management*, Prentice-Hall, 1992.
- Miller G. S., *Earnings performance and discretionary disclosure*, Journal of Accounting Research, 40 (1), 2002, pp. 173-204.
- Muheki M. K., Lueg K., Lueg R., Schmaltz C., *How business reporting changed during the financial crisis: a comparative case study of two large US banks*, Problems and Perspectives in Management, 12(1), 2014, pp. 191-208
- Muino F., Trombetta M., *Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital?*, Accounting and Business Research, 39(2), 2009, pp. 83-102.
- Neu D., Warsame H., Pedwell K., *Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports*, Accounting, Organisations, and Society, 23(3), 1998, pp. 265–282.
- Nobes C.W., *A judgmental international classification of financial reporting practices*, Journal of Business Finance and Accounting, (Spring), 1983, pp. 1–19.
- Nobes C., *Is True and Fair of Overriding Importance? A comment on Alexander's Benchmark*, Accounting and Business Research, 24 (93), 1993, pp. 307-312.
- Nobes C., *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*, Abacus, 34(2), 1998, pp. 162–187.
- Nobes C., *IFRS practices and the persistence of accounting system classification*, Abacus, 47(3), 2011, pp. 267-283.

- Nobes C., Roberts A., *Towards a unifying model of systems of law, corporate financing, accounting and corporate governance*, Australian Accounting Review, 10(20), 2000, pp. 26-34.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), *Economic Outlook*, 84, Nov. 2008.
- Onida P., *Economia d'azienda*, UTET, 1971.
- Onida P., *Natura e limiti della politica di bilancio*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 25 (6), 1974, pp. 895-937.
- Organismo Italiano di Contabilità (OIC), *Principio contabile n. 17, punto 2*, pp. 1-95.
- Organismo Italiano di Contabilità (OIC), *Il fair value e la crisi dei mercati finanziari*, Audizione Commissione Finanze e Tesoro della Camera, Roma, 21 ottobre 2008.
- Pennington R., Tuttle B., *Managing impressions using distorted graphs of income and earnings per share: The role of memory*, International Journal of Accounting Information Systems, 10(1), 2009, pp. 25-45.
- Penrose J.M., *Annual report graphic use: a review of the literature*, Journal of Business Communication, 45 (2), 2008, pp. 158-180.
- Powell T. C., *Research Notes and Communications. How Much does Industry Matter? An Alternative Empirical Test*, Strategic Management Journal, 17(4), 1996, pp. 323-334.
- Pozen R. C., *Is It Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis?*, Harvard Business Review, Novembre 2009.
- Preston A.M., Wright C., Young J.J., *Imag[in]ing annual reports*, Accounting, Organizations and Society. 21 (1), 1996, pp. 113-37.
- Provasoli A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, 1974.
- Revsine L., *The Selective Misrepresentation Hypothesis*, Accounting Horizons, 5(4),1991, p. 17.
- Salter S. B., Niswander F., *Cultural influence on the development of accounting systems internationally: a test of Gray's [1988] theory*, Journal of International Business Studies, 1995, pp. 379-397.
- Samuelson W., Zeckhauser R., *Status quo bias in decision making*, Journal of risk and uncertainty, 1(1), 1988, pp. 7-59.
- Skinner J. D., *Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*, Journal of Accounting Research , 32 (1), 1994, pp. 38-60.
- Simnett R., Vanstraelen A., Chua W.F., *Assurance on sustainability reports: An international comparison*, The Accounting Review, 84(3), 2009, pp. 937-967.
- Simon H.A., *Models of bounded rationality*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1982.
- Smith M., Taffler R. J., *The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 13 (5), 2000, pp. 624 – 647.
- Singhvi S., Desai H. B., *An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure*, Accounting Review, 46, 1971, pp. 621–32.
- Soffer C., *Discussion of Discretion in Financial Reporting: The Voluntary Disclosure of Compensation Peer Groups in Proxy Statement Performance Graphs*, Contemporary Accounting Research, 15(1), 1998, pp. 53-56.
- Squiers C., *The corporate year in pictures*. In: R. Bolton (Ed.), *The Contest of Meaning: Critical Histories of Photography*. United States: Massachusetts Institute of Technology, 1989.
- Stanny E., *Voluntary disclosures of emissions by US firms*, Business Strategy and the Environment, 22(3), 2013, pp. 145-158.
- Steinbart P.J., *The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance*, Accounting Horizons, 3 (5), 1989, pp. 60–70.
- Stiglitz J. E., *The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences*, Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series, April 2009, pp. 1-33.

- Superti Furga F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, 4° ed., Giuffrè, Milano, 2004.
- Taylor B.G., Anderson L.K., *Misleading graphs: guidelines for the accountant*, Journal of Accountancy, 1986, pp. 126-35.
- The Wall Street Journal, *Worst crisis since '30s, with no end yet in sight*, September 18, 2008.
- Tufte, E. R., *The visual display of quantitative information*, Cheshire, CT: Graphics Press, 1983.
- Vanstraelen A., Zarzeski M. T., Robb S. WG., *Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*, Journal of International Financial Management & Accounting, 14 (3), 2003, pp. 249-278.
- Verrecchia R. E., *Discretionary Disclosure*, Journal of Accounting and Economics, 1983, pp. 179-194.
- Visco I., *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, lezione inaugurale del Master di II Livello in Economia Pubblica, Roma, Marzo 2009.
- Vitols S., *Changes in Germany's Bank-Based Financial System: implications for corporate governance*, Corporate Governance: An International Review, 13(3), 2005, pp. 386-396.
- Washburn M., Bromiley P., *Managers and analysts: An examination of mutual influence*, Academy of Management Journal, in corso di pubblicazione, 2013, pp. 1-50.
- Watt A., *The economic and financial crisis in Europe: addressing the causes and the repercussions*, European Economic and Employment Policy Brief, No. 3 – 2008, pp. 6-9.
- Watts R.L., *Corporate Financial Statements: A product of the Market and Political Process*, Australian Journal of Management, 2, 1977, pp. 52-75.
- Watts R. L., Zimmerman J. L., *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, The Accounting Review, 53 (1), 1978, pp. 112–134.
- Watts R. L., Zimmerman J. L., *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1986.
- Watts R. L., Zimmerman J. L., *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*, The Accounting Review, 65 (1), 1990, pp. 131-156.
- Werts C. E., *Before-and-after magic: Creating effective graphs for datapresentation*, Graphics reveal data. Information Outlook, 8(3), 2004, p. 21-25.
- Williamson O., *The Economic Institutions of Capitalism. Firms Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York, 1975.
- Wu S., Levitas E., Priem R. L., *CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism*, Academy of Management Journal, 48, 2005, pp. 859-873.
- Zanda G., *Brevi Note sugli attuali contenuti della cultura aziendale*, Sidrea, *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Roma, 2006.
- Zattoni A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano, 2006.

Sitografia

- *Companies Act, schedule 8, 2006.*
http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf.
- Eurostat, *HICP - inflation rate, Annual average rate of change (%)*,
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>
- Eurostat, *statistics, National Accounts, GDP and main components.*
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables.
- Securities and Exchange Commission (SEC), *Report and recommendations pursuant to section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on mark-to-market accounting*, Office of the Chief Accountant, Division of Corporation Finance, Washington, DC, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>, p. 3.

Appendice

Appendice Capitolo 2

Tabella App.2.1: Rassegna dei principali studi sull'uso dei grafici nel bilancio:

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
Johnson J. R., Rice R. R., Roemmich R. A., <i>Pictures that Lie: The Abuse of Graphs in Annual Reports, Management Accounting</i> (US), October 1980.	50 bilanci di società Statunitensi rientranti nelle Fortune 500. Anni 1977-1978	No informazioni	No informazioni	No informazioni	No informazioni	Su 423 grafici, 125 disegnati in maniera non corretta (es: intersezioni tra ascisse ed ordinate non nel punto 0, uso di diverse scale di misura)
Steinbart P.J., <i>The auditor's responsibility for the accuracy of graphs in annual reports: some evidence of the need for additional guidance</i> , Accounting Horizons, 3 (5), 1989, pp. 60-70.	319 bilanci del 1986 di società statunitensi rientranti nelle Fortune 500	79% delle società inseriscono almeno un grafico	Reddito, vendite e dividendi sono le variabili rappresentate con maggiore frequenza e dunque considerabili indicatori critici economico-finanziari (nel 27,5% dei grafici)	I grafici sugli indicatori critici economico-finanziari sono maggiormente presenti nel sub campione di società il cui reddito, rispetto all'anno precedente, è cresciuto.	Valori medi dell'indice GDI del +11% ma, data la maggiore presenza di distorsioni sfavorevoli per la società, non giustificabili sulla base della teorie dell'impression management. Distorsione più frequente nel sub campione di società il cui reddito è calato.	Il grafico a barre è la tipologia più diffusa (78% dei grafici). Casi di grafici fuorvianti (es: nascosti gli anni con perdite).

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
Beattie V.A., Jones M. J., <i>The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: Theoretical Framework and Empirical Study</i> , Accounting and Business Research, 22 (88), 1992, pp. 291-303.	240 società incluse nelle prime 500 società quotate nel Regno Unito nel 1989. Sia società finanziarie che non finanziarie.	79% delle società inseriscono almeno un grafico nel bilancio ed il 65% almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari.	Vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono i più frequenti indicatori critici economico-finanziari. Società finanziarie inseriscono minori grafici su questi indicatori. Molto frequenti anche i grafici su singole aree ^A .	Maggiore frequenza di almeno un grafico critico economico-finanziario quando l'utile per azione era cresciuto rispetto all'anno precedente. Associazione positiva anche tra grafici su indicatori critici economico-finanziari e lo specifico indicatore, ad eccezione delle vendite.	30% dei grafici significativamente distorti con un GDI medio pari al + 10,7%. Inoltre, distorsione tendente più a sovrastimare che a sottostimare un trend in aumento.	Istogrammi e barre i grafici più diffusi. Presenza di grafici con intersezioni tra ascisse ed ordinate in punti diversi rispetto al punto zero.
Mather P., Ramsay A., Serry A., <i>The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence</i> , Australian Accounting Review, 6 (2), 1996, pp. 56-63.	143 società australiane e 44 enti no-profit australiani. Bilanci degli anni 1991-1992.	83% delle società quotate e 73% delle no-profit inseriscono almeno un grafico. 66% delle società del campione inseriscono almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari.	Vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono gli indicatori critici economico-finanziari sulla base degli studi precedenti.	In contrasto con gli studi precedenti, no evidenza di selettività significativa, a meno che non si considerino le società più piccole.	Distorsione nel 30% dei grafici delle società quotate ma sia favorevole che sfavorevole. Di norma favorevole solo nel sottocampione di società più piccole.	No informazioni
Beattie V.A., Jones M. J., <i>A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies</i> , Journal of International Financial Management and Accounting, 8 (1), 1997, pp. 33-68.	85 società quotate statunitensi e 91 britanniche. Bilanci del 1990-1991.	92% delle società statunitensi e 80% delle britanniche almeno un grafico nel bilancio ed il 65% almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari. Più grafici in media per bilancio negli USA.	Vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono gli indicatori critici economico-finanziari in quanto più frequenti a livello aggregato. Grafici su vendite, su variabili riferiti a divisioni/aree geografiche specifiche, sugli investimenti, sul ROE più diffusi negli USA che in UK.	Associazione positiva tra trend EPS ^B nei cinque anni e presenza di almeno un grafico su un indicatore critico economico-finanziario sia negli USA che in UK. Associazione positiva tra trend EPS e grafici su EPS maggiore in UK. Maggiore selettività, in generale, in UK rispetto agli USA.	Distorsione nel 24% dei grafici, sia in Regno Unito che negli Stati Uniti, e tendenza a sovrastimare un trend in aumento più che uno in diminuzione, soprattutto negli USA.	Pendenza dei grafici è, nell'81% dei casi, differente rispetto a quella ottimale di 45 gradi. Istogrammi i grafici più diffusi. Tendenza maggiore in UK di valorizzare, attraverso colori e dimensioni, la performance dell'ultimo anno.

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
Courtis J.K., <i>Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading?</i> , <i>Journal of Business Communication</i> , 34 (3), 1997, pp. 269-284.	364 bilanci degli anni 1992-1993 e 327 degli anni 1994-1995 nelle società quotate ad Hong Kong	Solo il 38% delle società negli anni 1992-1993 e 35% negli anni 1994-1995 usano almeno un grafico nel bilancio (frequenza assai minore dei precedenti studi)	Dal 1992-1993 al 1994-1995 forte incremento di grafici sui quattro indicatori critici economico-finanziari: vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione	No informazioni al riguardo	Distorsione rilevante nel 20% dei grafici dei bilanci 1994-1995.	No rispetto degli standard ottimali, con riferimento alla lunghezza temporale rappresentata, all'uso di scale ed assi cartesiani
Beattie V.A., Jones M. J., <i>Australian Financial Graphs: An Empirical Study</i> , <i>Abacus</i> , 35 (1), 1999, pp. 46-76.	89 all'interno delle prime 100 società quotate australiane. Bilanci del 1991.	89% delle società ha almeno un grafico. Quasi 10 grafici, in media, in ogni bilancio.	Vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono i grafici critici economico-finanziari e rappresentano, insieme ai grafici su singole aree, il 30% dei grafici totali.	Minore evidenza di selettività rispetto agli studi precedenti. Presenza di selettività solo in quanto associazione positiva tra grafici sugli indicatori critici economico-finanziari e trend di cinque anni delle vendite e del reddito	Media distorsione favorevole pari al +30% contro media distorsione sfavorevole pari al +21%.	Tendenza delle società ad inserire i grafici nelle prime pagine del bilancio. 76% dei grafici rappresentano un orizzonte temporale di cinque anni.
Beattie V.A., Jones M. J., <i>Changing graph use in corporate annual reports: A time-series analysis</i> , <i>Contemporary Accounting Research</i> , 17 (2), 2000a, pp. 213-226.	137 società quotate britanniche. Bilanci analizzati dal 1988 al 1992	No informazioni al riguardo	vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono gli indicatori critici economico-finanziari, dati gli studi precedenti	Aggiunta/eliminazione dei grafici critici economico-finanziari e presenza degli stessi nel periodo 1988-1992 fortemente legata al trend in aumento od in diminuzione del reddito e dell'EPS, meno al trend delle vendite e del DPS C.	No informazioni	Per la prima volta analisi uso dei grafici nel tempo

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
Beattie V.A., Jones M. J., <i>Impression management: the case of inter-country financial graphs</i> , Journal of International Accounting, Auditing & Taxation, 9 (2), 2000b, pp. 159-83.	Primo studio a considerare più paesi Europei e non: Francia, Germania, Olanda, UK (oltre ad Australia ed USA). 50 società di ogni Paese, bilanci del 1993. Il campione è costituito solamente da società non finanziarie e non multinazionali	88% dei bilanci contengono almeno un grafico e 65% almeno un grafico su indicatori critici economico-finanziari. Paesi ad influenza anglosassone sembrano utilizzare un maggior numero di grafici. Poca diffusione di indicatori critici economico-finanziari in Germania	vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono i tradizionali indicatori critici, dati gli studi precedenti. A questi, sono stati aggiunti ROCE per gli USA e cash flow in Olanda e Francia, data la loro frequenza	A livello aggregato, associazione positiva tra presenza di almeno un grafico su indicatori critici economico-finanziari ed il trend di cinque anni del reddito e dell'utile per azione. Il trend del reddito e dell'utile per azione è il maggiore determinante della selettività. Maggiore selettività in USA, Australia e UK ma non differenze significative tra i Paesi ad influenza anglosassone, da un lato, e dell'Europa Continentale, dall'altro.	Distorsione dei grafici è più favorevole che sfavorevole. No differenze significative tra Paesi e tra Paesi ad influenza anglosassone, da un lato, e Paesi dell'Europa Continentale, dall'altro. Maggiore distorsione in Olanda ed USA.	No informazioni
Cassar G., <i>Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance</i> , Accounting Research Journal, 14(2), 2001, pp. 126-137.	Prime 500 società Australiane per capitalizzazione di mercato nel 1996. Campione finale di 484 società	40% delle prime 50 società usa almeno un grafico sulla performance di mercato; 14% se si considera l'intero campione.	Grafici sul prezzo di borsa e sul valore dell'investimento di borsa considerati.	Associazione statisticamente significativa tra presenza di grafici su prezzi/investimenti nel mercato e performance azionaria. Aziende scelgono selettivamente i benchmark a cui legare la loro performance di borsa.	No informazioni	Maggiore selettività in un contesto non regolamentato rispetto a quella riscontrata in un contesto più regolamentato.
Frownfelter-Lohrke C., Fulkerson C. L., <i>The incidence and quality of graphics in annual reports: An international comparison</i> , Journal of Business Communication, 38(3), 2001, pp. 337-358.	37 società Statunitensi e 37 non Statunitensi quotate negli USA. Bilanci dal 1984 al 1994 (270 in tutto)	79% dei bilanci contengono almeno un grafico. Le società non Statunitensi hanno, in media, più grafici delle Statunitensi per bilancio	Grafici economico-finanziari più diffusi di quelli non economico-finanziari	No informazioni	Società non Statunitensi inseriscono grafici distorti in misura maggiore	Tendenza ad inserire, di norma, i grafici nella sezione "“highlights”" o, comunque, nella relazione sulla gestione. Diffusione di grafici senza scale numeriche e di grafici con multiple scale numeriche

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
<p>Beattie V.A., Jones M. J., <i>A six-country comparison of the use of graphs in annual reports</i>, International Journal of Accounting, 36, 2001, pp. 195-222.</p>	<p>50 società di sei Paesi: Francia, Germania, Olanda, UK, Australia ed USA. bilanci del 1993. Il campione è costituito solamente da società non finanziarie e non multinazionali</p>	<p>88% dei bilanci contengono almeno un grafico e 65% almeno un grafico su indicatori critici economico-finanziari. Paesi ad influenza Anglosassone sembrano utilizzare un maggior numero di grafici su indicatori critici economico-finanziari. Poca diffusione di indicatori critici economico-finanziari in Germania</p>	<p>vendite, reddito, utile per azione e dividendo per azione sono i tradizionali indicatori critici economico-finanziari, dati gli studi precedenti. A questi, sono stati aggiunti ROCE per gli USA e cash flow in Olanda e Francia, data la loro frequenza. Grafici su reddito e vendite sono, nel complesso, i più diffusi ma vi è anche un'alta diffusione di grafici sugli investimenti e sui dipendenti. I sei Paesi inseriscono grafici di differenti categorie e differenti indicatori critici. Società nei Paesi ad influenza Anglosassone tendono ad usare più grafici sul reddito, EPS, DPS e ROCE^D. Germania usa i grafici in maniera diversa rispetto agli altri 5 Paesi.</p>	<p>No informazioni</p>	<p>No informazioni</p>	<p>Differenze tra i Paesi nella posizione del grafico in bilancio e nella lunghezza temporale rappresentata graficamente.</p>

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
Godfrey J., Mather P., Ramsay A., <i>Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes</i> , Abacus, 39(1), 2003, pp. 95-123.	63 società Australiane finanziarie e non finanziarie, che hanno cambiato AD ^E a causa del licenziamenti o pensionamento del precedente.	79% usa almeno un grafico nell'anno in cui varia l'AD, l'83% nell'anno successivo.	Focus sui quattro tradizionali indicatori critici economico-finanziari: vendite, reddito, utile per azione, dividendo per azione.	Si ipotizza selettività sfavorevole nell'anno di cambio dell'ad, selettività favorevole nell'anno successivo. Si trova conferma di selettività favorevole nell'anno successivo al cambio di AD.	52,8% dei grafici sono distorti. No relazione positiva tra distorsione e performance e no maggiore distorsione nell'anno successivo al cambio di AD.	Politiche di bilancio ed impression management variano quando AD varia, ma solo nel caso in cui vi sia una sostituzione dell'AD dovuta ad un licenziamento.
Beattie V.A., Dhanani A., Jones M.J., <i>Investigating presentational change in UK annual reports: A longitudinal study</i> , Journal of Business Communication, 45 (2), 2008, pp. 181-222.	Bilanci degli anni 2003-2004. 94 società britanniche selezionate. Confronto con i risultati ottenuti da Beattie e Jones nello studio del 1992 con riferimento ai grafici e con quelli ottenuti da Lee in uno studio del 1994 ^F , con riferimento alla struttura del bilancio.	Rispetto al 1989-1990, i grafici nel 2003-2004 sono aumentati e presenti in quasi tutte le società (99% del campione)	Crescita dal 1989 al 2003 dei grafici non finanziari mentre lieve calo dei grafici sui tradizionali indicatori critici economico-finanziari.	Presenza di selettività nell'uso dei grafici anche se in misura minore rispetto al 1989.	Distorsione in crescita rispetto al 1989	variazione nella struttura del bilancio: in 30 anni sembrerebbe esserci una crescita delle pagine del bilancio, delle sezioni della relazione sulla gestione, dell'uso dei consulenti di comunicazione.
Ianniello G., <i>The use of graphs in annual reports of major Italian companies</i> , International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 5 (4), 2009, pp. 442-462.	52 società Italiane quotate. Bilanci del 2005	85% delle società Italiane inseriscono almeno un grafico in bilancio ma solo il 42% almeno un grafico sui tradizionali indicatori critici economico-finanziari.	Vendite e reddito sono, tra gli indicatori critici economico-finanziari, i più diffusi. Scarsa presenza di grafici su EPS, DPS e ROCE	No evidenza statisticamente significativa di selettività	Evidenza di distorsione e quella favorevole prevale rispetto a quella sfavorevole	Istogrammi sono i tipi di grafico più diffusi

Studio	Campione analizzato	Uso dei grafici	Contenuto dei grafici e indicatori critici economico - finanziari	Selettività	Distorsione nelle misure rappresentate	Altre informazioni
W. N. Dilla, D. J. Janvrin, <i>Voluntary disclosure in annual reports: the association between magnitude and direction of change in corporate financial performance and graph use</i> , Accounting Horizons, 2010, 24 (2), pp. 257-278.	184 società americane. Bilanci del periodo 1999-2005	No informazioni sull'uso di tutti i grafici ma solo sui grafici critici economico-finanziari. Grafici sulle vendite, tra gli indicatori critici economico-finanziari, sono i più diffusi seguiti da quelli sull'utile per azione. Uso dei grafici critici economico-finanziari varia negli anni	Focus sui quattro tradizionali indicatori critici economico-finanziari: vendite, reddito, utile per azione, dividendo per azione. Reddito misurato sia come reddito operativo che come reddito netto	Società con performance negative ed in calo usano meno grafici critici economico-finanziari. Società che registrano elevati incrementi del reddito netto e dell'utile per azione tendono ad inserire minori grafici critici economico-finanziari e questo viene giustificato sia attraverso la teorie dell'impression management sia attraverso la positive accounting theory. Società che non hanno in precedenza usato grafici critici economico-finanziari continuano a non usarli, nonostante incrementi elevati del trend degli indicatori.	No informazioni	Relazione tra performance ed uso dei grafici sembrerebbe non lineare

Note Tabella 2.2:

- A. Quando si parla di singole aree si fa riferimento sia a specifiche aree geografiche sia a specifici segmenti di business.
- B. Acronimo di Earning per Share o utile per azione.
- C. DPS è l'acronimo di "dividend per share" o dividendo per azione.
- D. ROCE è l'acronimo di "Return on Capital Employed" ed esprime il rendimento del capitale investito
- E. AD è l'acronimo di amministratore delegato.
- F. Si veda T. Lee, *The changing form of the corporate annual report*, cit., pp. 215-232.

Appendice Capitolo 3

Tabella App.3.1: Riepilogo ipotesi e modelli

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
Ipotesi basate sull'impression management					
1a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata.</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva	+	Test di correlazione di Spearman, test di indipendenza del Chi2	$\text{USO GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paesq} + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$
1b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata.</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance specifica	+	Test di correlazione di Spearman; test di indipendenza del Chi2	$\text{USO GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI}_{it-1} + \beta_4 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paesq} + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$
1c: <i>Le aziende utilizzano, in misura maggiore da un anno ad un altro, i grafici sugli indicatori critici economico-finanziari quando la performance complessiva aumenta e, viceversa, li riducono quando la performance complessiva si riduce.</i>	Variazione nel numero totale dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.	Performance complessiva	+	test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney; Test di correlazione di Spearman	$\Delta \text{GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{USO GRAFICI LEADER}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paesq} + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$
1d: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole.</i>	Variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente			test binomiali	$\text{DIST.FAV. GRAFICI}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paesq} + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$
1e: <i>I grafici sul totale degli indicatori critici economico-finanziari tendono ad essere localizzati in posizione strategica, quando la performance complessiva è più elevata.</i>	Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari localizzati in posizione strategica	Performance complessiva	+	Test di correlazione Spearman	$\text{NUM GRAFICI POSIZSTRATEGICA}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{it} + \beta_2 \text{DIMENSIONE}_{it} + \beta_3 \text{NUM GRAFICI POSIZSTRATEGICA}_{it-1} + \beta_4 \text{NUM GRAFICI LEADER POSIZSTRATEGICA}_{it-1} + \beta_5 \text{ANALIST}_{it} + \gamma_1 \text{Paesq} + \gamma_2 \text{Anno} + \gamma_3 \text{Settore}_i + \gamma_4 \text{Quotazione n mercati}_t + \gamma_5 \text{Opportunità crescita}_t + \gamma_6 \text{Consulente}_{it} + \varepsilon_i$

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
If: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva Crisi	+ +	Test di correlazione Spearman	<p>1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se $PeriodoCrisi = 0$;</p> <p>2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se $PeriodoCrisi = 1$</p>
Ig: L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura crescente durante la crisi finanziaria.	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance specifica Crisi	+ +	Test di correlazione Spearman	<p>1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se $PeriodoCrisi = 0$;</p> <p>2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se $PeriodoCrisi = 1$</p>
Ih: La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura crescente durante la crisi finanziaria.	Variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se è distorto sfavorevolmente	Crisi	+	test binomiale	$DIST.FAV.GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 ANALISTI_{it} + \beta_4 PeriodoCrisi + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$
Ii: La proporzione di grafici sugli indicatori totali economico-finanziari è maggiore nel periodo pre-crisi rispetto al periodo durante la crisi.	proporzione di grafici economico-finanziari sul totale	Periodo crisi	-	test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney	$Proporz.GRAFICI\ EF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 Proporz.GRAFICI\ EF_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ EF_{it} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 PeriodoCrisi + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$
Ipotesi basate sull'informazione incrementale					
2a: L'uso dei grafici è maggiore negli anni.	Due stime: 1) Numero dei grafici totali; 2) Uso di almeno un grafico in bilancio	Anno	+	test Kruskal-Wallis non parametrico di eguaglianza; test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI\ tot_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI\ tot_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ tot_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 Anno + \gamma_1 Paese_i + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_t + \gamma_5 Consulente_{it} + \varepsilon_i$

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
2b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore negli anni.</i>	Due stime: 1) Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari; 2) Uso di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio	Anno	+	test Kruskal-Wallis non parametrico di eguaglianza; test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI\ ind.crit.it = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI\ ind.crit.it-1 + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ ind.crit.it-1 + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 Anno + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$
Ipotesi basate sulla teoria istituzionale					
3a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario al tempo t-1	+	test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Anno + \gamma_3 Settore_i + \gamma_4 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_5 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_6 Consulente_{it} + \epsilon_i$
3b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla societ\`a "leader" di mercato per quell'azienda.</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario al tempo t-1 da parte del leader	+	test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Anno + \gamma_3 Settore_i + \gamma_4 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_5 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_6 Consulente_{it} + \epsilon_i$
3c: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente, in misura maggiore durante la crisi finanziaria</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	1. Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario al tempo t-1; 2. Periodo crisi	+ +	test di indipendenza del Chi2	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se PeriodoCrisi = 0; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se PeriodoCrisi = 1
3d: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari da parte di un'azienda dipende dalle scelte compiute nell'anno precedente dalla societ\`a "leader" di mercato per quell'azienda, in misura maggiore durante la crisi finanziaria</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario al tempo t-1 da parte del leader 2. Periodo crisi	+ +	test di indipendenza del Chi2	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se PeriodoCrisi = 0; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Paesq + \gamma_2 Settore + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}\ crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se PeriodoCrisi = 1

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
3e: <i>L'uso dei grafici è maggiore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Due stime: 1) Numero dei grafici totali; 2) Uso di almeno un grafico in bilancio	Sistema "micro"	+	Test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney; test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI\ tot_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI\ tot_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ tot_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 Sistema\ Micro + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$
3f: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Due stime: 1) Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari; 2) Uso di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio	Sistema "micro"	+	Test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney; test di indipendenza del Chi2	$USO\ GRAFICI\ ind.crit_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI\ ind.crit_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER\ ind.crit_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \beta_6 Sistema\ Micro + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$
3g: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva Sistema "micro"	+ +	Test di correlazione Spearman	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Sistema Micro = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Sistema Micro = 0
3h: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance specifica Sistema "micro"	+ +	Test di correlazione Spearman	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Sistema Micro = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4 USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5 ANALISTI_{it} + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Sistema Micro = 0
3i: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, nel sistema "micro" più che nel sistema "macro"</i>	Variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente	Sistema "micro"	+	Test binomiali	$DIST.FAV.GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PERFORMANCE_{it} + \beta_2 DIMENSIONE_{it} + \beta_3 ANALISTI_{it} + \beta_4 Sistema\ Micro + \gamma_1 Anno + \gamma_2 Settore_i + \gamma_3 Quotazione\ n\ mercati_{it} + \gamma_4 Opportunit\grave{a}crescita_{it} + \gamma_5 Consulente_{it} + \epsilon_i$

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
3l: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva Sistema "micro"	+ -	Test di correlazione Spearman	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5\ ANALIST_{it} + \gamma_1\ Anno + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Sistema Micro = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5\ ANALIST_{it} + \gamma_1\ Anno + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Sistema Micro = 0
3m: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva Sistema "micro"	+ -	Test di correlazione Spearman	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5\ ANALIST_{it} + \gamma_1\ Anno + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Sistema Micro = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \beta_5\ ANALIST_{it} + \gamma_1\ Anno + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Sistema Micro = 0
3n: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura minore nel sistema "micro" rispetto al sistema "macro"</i>	Variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se distorto sfavorevolmente	Sistema "micro"	-	Test binomiali	$DIST.FAV.GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ ANALIST_{it} + \beta_4\ Sistema\ Micro + \gamma_1\ Anno + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$
Ipotesi basate sul ruolo degli analisti finanziari					
4a: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore nelle aziende seguite da più analisti finanziari</i>	Due stime: 1) Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari; 2) Uso di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari in bilancio	N. analisti	+ -	test di correlazione Spearman;	$USO\ GRAFICI\ ind.crit_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI\ ind.crit_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER\ ind.crit_{it-1} + \beta_5\ ANALIST_{it} + \beta_6\ Anno + \gamma_1\ Paes\grave{e}_i + \gamma_2\ Settore_i + \gamma_3\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_4\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_5\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$
4b: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance complessiva è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i>	Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario	Performance complessiva N. analisti	+ -	test di correlazione Spearman	1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \gamma_1\ Paes\grave{e}_i + \gamma_2\ Anno + \gamma_3\ Settore_i + \gamma_4\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_5\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_6\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Molti Analisti = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \gamma_1\ Paes\grave{e}_i + \gamma_2\ Anno + \gamma_3\ Settore_i + \gamma_4\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_5\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_6\ Consulente_{it} + \varepsilon_i$ se Molti Analisti = 0

Ipotesi	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno influenza	Test basati su studi prec.	Modello di regressione
<p>4c: <i>L'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari è maggiore quando la performance specifica, cioè rappresentata graficamente, è più elevata, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i></p>	<p>Uso di almeno un grafico sullo specifico indicatore critico economico-finanziario</p>	<p>Performance specifica N. analisti</p>	<p>+ -</p>	<p>test di correlazione Spearman</p>	<p>1) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \gamma_1\ Paes\epsilon_i + \gamma_2\ Anno + \gamma_3\ Settore_i + \gamma_4\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_5\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_6\ Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Molti Analisti = 1; 2) $USO\ GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ USO\ GRAFICI_{it-1} + \beta_4\ USO\ GRAFICI\ LEADER_{it-1} + \gamma_1\ Paes\epsilon_i + \gamma_2\ Anno + \gamma_3\ Settore_i + \gamma_4\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_5\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_6\ Consulente_{it} + \epsilon_i$ se Molti Analisti = 0</p>
<p>4d: <i>La distorsione favorevole dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari prevale rispetto a quella sfavorevole, in misura maggiore nelle aziende seguite da pochi analisti finanziari</i></p>	<p>Variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e 0 se è distorto sfavorevolmente</p>	<p>N. analisti</p>	<p>-</p>	<p>Test binomiali</p>	<p>$DIST.FAV.GRAFICI_{it} = \alpha_0 + \beta_1\ PERFORMANCE_{it} + \beta_2\ DIMENSIONE_{it} + \beta_3\ ANALISTI_{it} + \gamma_1\ Paes\epsilon_i + \gamma_2\ Anno + \gamma_3\ Settore_i + \gamma_4\ Quotazione\ n\ mercati_t + \gamma_5\ Opportunit\grave{a}\ crescita_t + \gamma_6\ Consulente_{it} + \epsilon_i$</p>

Appendice Capitolo 5

Tabella App.5.1: Associazione tra la decisione di inserire od eliminare i grafici da un anno ad un altro e l'incremento/decremento annuale della performance– Test Chi2

Start/stop uso grafici	N	ebit		eps		ROA		perf. Specifica	
		coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.
dividendo per azione	53	0.506		0.487		.08		.15	
reddito netto	62	0.265		0.321		.42		.43	
reddito pre imposte	74	.67		0.069	†	.37		.67	
trend di borsa	45	0.894		0.768		1.78		1.08	
utile per azione	33	0.247		.16		1.22		.16	
vendite	64	0.541		0.116		.77		.02	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.5.2: Associazione tra la decisione di inserire od eliminare i grafici da un anno ad un altro e la variazione % annuale della performance - test non parametrici di Wilcoxon-Mann-Whitney

Start/stop uso grafici	N	ebit		eps		ROA		perf. Specifica	
		coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.	coeff.	sign.
dividendo per azione	53	-0.294		-0.321		-.68		-.55	
reddito netto	62	-0.870		-0.742		-0.556		.22	
reddito pre imposte	74	-.47		-1.173		.29		-.47	
trend di borsa	45	-0.284		0.170		0.114		-.78	
utile per azione	33	-0.814		-.31		-1.15		-.31	
vendite	64	-0.990		-1.650	†	-.81		-.23	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.5.3: Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole – sub campione grafici con assi delle ascisse e delle ordinate che si intersecano nel punto 0

Variabile distorsione favorevole		N.osservazioni	N.distors. Favorevoli	Valori attesi	% attesa	% osservata
		932	549	466	0.5	0.58905
		sign.				
Pr(k >= 549)	0.0000	***	test ad una coda			
Pr(k <= 549)	1.0000		test ad una coda			
Pr(k <= 383 or >= 549)	0.0000	***	test a due code			

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.5.4: Test binomiali per verificare la prevalenza della distorsione favorevole rispetto a quella sfavorevole – sub campione grafici contenenti all'interno i valori numerici

Variabile distorsione favorevole		N.osservazioni	N.distors. Favorevoli	Valori attesi	% attesa	% osservata
		785	464	392.5	0.5	0.59108
		sign.				
Pr(k >= 464)	0.0000 0	***	test ad una coda			
Pr(k <= 464)	1.0000 0		test ad una coda			
Pr(k <= 321 or >= 464)	0.0000 0	***	test a due code			

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.5.5: Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari negli anni (Ipotesi 2b)

Anno	Osservaz.	somma rank
2006	200	79028.5
2007	200	80069.5
2008	200	79562.5
2009	200	81739.5
chi2	0.39	
prob.	0.9424	

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Tabella App.5.6: Presenza di almeno un grafico su uno dei sei indicatori critici economico-finanziari negli anni (Ipotesi 2b)

	2006	2007	2008	2009	Totale
Nessun grafico	33	39	35	30	137
Presenza di almeno un grafico	167	161	165	170	663
Totale	200	200	200	200	800
Pearson chi2	1.5061				
Pr	0.681				

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Tabella App.5.7: Presenza di almeno un grafico nel sistema "micro" e "macro" (Ipotesi 3e)

	Macro	Micro	Totale
Uso di almeno un grafico	542	188	730
Nessun grafico	58	12	70
totale	600	200	800
Pearson chi2	2.5258		
Pr	0.112		

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Tabella App.5.8: Numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari nel sistema "micro" e "macro" (ipotesi 3f).

	Osservaz.	somma rank	somma rank attesa
Sistema Paese			
Sistema micro	200	84358	80100
Sistema macro	600	236042	240300
totale	800	320400	320400
z = -1.511			
Prob > z = 0.1308			

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.5.9: Presenza di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari nel sistema "micro" e "macro" (ipotesi 3f)

	Macro	Micro	Totale
Nessun uso di grafici sugli indicatori critici economico-finanziari	107	30	137
Uso di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari	493	170	663
totale	600	200	800
Pearson chi2	0.85		
Pr	0.36		

Note: Livello di significatività: *** p<0,001; ** p<0,01; * p<0,05; † p<0,10.

Tabella App.5.10: L'associazione tra l'uso di almeno un grafico sugli indicatori critici economico-finanziari e la performance, nelle aziende seguite da "molti" e "pochi" analisti (la mediana è 13 analisti)

Aziende seguite da "molti" analisti (≥ 13 analisti)

Uso Grafici:	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			ebit			EPS			Perf. Specifica		
		coef	sign		coef	sign		coef	sign		coef	sign	
dividendo per azione	422	0.23	0.000	***	0.21	0.000	***	0.07	0.134		0.08	0.096	†
reddito netto	422	0.22	0.000	***	0.17	0.001	***	0.22	0.000	***	0.16	0.001	**
reddito pre imposte	422	0.09	0.068	†	0.03	0.560		-	0.03	0.554		0.03	0.560
trend di borsa	422	0.06	0.214		0.17	0.001	***	0.31	0.000	***	0.09	0.053	†
utile per azione	422	0.39	0.000	***	0.22	0.000	***	0.03	0.599		0.03	0.599	
vendite	422	0.06	0.220		0.03	0.571		0.11	0.025	*	0.06	0.202	

Aziende seguite da "pochi" analisti (< 13 analisti)

Uso Grafici:	N	Performance complessiva									Perf. Specifica		
		ROA			ebit			EPS			Perf. Specifica		
		coef	sign		coef	sign		coef	sign		coef	sign	
dividendo per azione	378	0.09	0.08	†	0.18	0	***	0.04	0.4		0.07	0.15	
reddito netto	378	-0.2	0	***	-0	0.9		0.06	0.28		-0	0.86	
reddito pre imposte	378	0.05	0.33		0.05	0.33		-0	0.68		0.05	0.33	
trend di borsa	378	0.12	0.02	*	0.22	0	***	0.25	0	***	0.16 ^a	0	**
utile per azione	378	0.09	0.08	†	0.18	0	***	0	0.98		0	0.98	
vendite	378	0.09	0.08	†	0.14	0.01	**	0.15	0	**	0.36	0	***

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

a: Cinque osservazioni mancanti per dati mancanti sul trend di borsa.

Appendice capitolo 6

Tabella App.6.1: L'influenza della variazione della performance sulla variazione nell'uso dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari (ipotesi 1c). Variabile dipendente: variazione del numero dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari.

Variazione dei grafici sugli indicatori critici economico-finanziari	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4		Modello 5		Modello 6	
	t	P>t										
performance ROA - delta	0.88	0.38										
performance ROA - incremento			0.43	0.67								
performance EBIT - delta					1.26	0.21						
performance EBIT - incremento							1.72	0.09 †				
performance EPS - delta									0.46	0.65		
performance EPS - incremento											1.43	0.16
dimensione	0.03	0.98	0.08	0.94	-0.05	0.96	-0.06	0.95	0.03	0.97	-0.02	0.99
uso grafici leader T-1	0.46	0.65	0.53	0.60	0.46	0.65	0.60	0.55	0.49	0.63	0.61	0.55
analisti	-0.15	0.88	-0.11	0.91	-0.17	0.86	-0.16	0.88	-0.12	0.90	-0.07	0.94
Germania	-0.64	0.52	-0.62	0.54	-0.68	0.50	-0.63	0.53	-0.65	0.52	-0.65	0.52
Italia	1.52	0.13	1.56	0.12	1.48	0.14	1.60	0.11	1.53	0.13	1.57	0.12
Regno Unito	3.60	0.00 ***	3.61	0.00 ***	3.60	0.00 ***	3.67	0.00 ***	3.62	0.00 ***	3.61	0.00 ***
2008 ^a	-0.61	0.54	-0.62	0.54	-0.55	0.58	-0.39	0.69	-0.61	0.54	-0.47	0.64
2009	-0.19	0.85	-0.20	0.84	-0.09	0.93	0.27	0.79	-0.22	0.83	0.10	0.92
Manifatturiero leggero	-0.34	0.74	-0.34	0.74	-0.30	0.76	-0.35	0.73	-0.34	0.74	-0.40	0.69
Manifatturiero pesante	1.30	0.20	1.28	0.20	1.36	0.18	1.41	0.16	1.29	0.20	1.33	0.19
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.74	0.46	0.78	0.44	0.75	0.46	0.70	0.49	0.75	0.46	0.72	0.47
Commercio	-0.44	0.66	-0.43	0.67	-0.40	0.69	-0.42	0.68	-0.44	0.66	-0.45	0.65
Immobiliare	-0.08	0.94	-0.11	0.91	-0.05	0.96	-0.02	0.98	-0.13	0.90	-0.02	0.98
Servizi	-0.71	0.48	-0.71	0.48	-0.70	0.48	-0.82	0.41	-0.69	0.49	-0.78	0.44
Opportunità di crescita	0.12	0.91	0.09	0.93	0.11	0.91	-0.03	0.98	0.11	0.91	0.03	0.98
Quotazione altri mercati	-0.77	0.44	-0.79	0.43	-0.75	0.46	-0.65	0.51	-0.81	0.42	-0.73	0.47
Consulente	-0.29	0.77	-0.27	0.78	-0.31	0.76	-0.28	0.78	-0.30	0.77	-0.32	0.75
costante	-0.39	0.70	-0.51	0.61	-0.37	0.71	-0.81	0.42	-0.41	0.68	-0.72	0.47
Numero osservazioni	600.00		600.00		600.00		600.00		600.00		600.00	
F(18, 199)	1.75		1.73		1.77		1.78		1.73		1.75	
Prob > F	0.03	*	0.04		0.03		0.03		0.04		0.03	
R2	0.04		0.04		0.04		0.04		0.04		0.04	
VIF	1.82		1.82		1.83		1.84		1.82		1.83	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se la variazione nell'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

Tabella App.6.2: La proporzione dei grafici totali sugli indicatori economico-finanziari nel periodo pre-crisi e durante la crisi finanziaria (ipotesi Ii).

proporz. di grafici economico-finanziari	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	t	P>t	t	P>t	t	P>t
performance ROA	1.45	0.15				
performance EBIT			0.97	0.34		
performance EPS					1.10	0.27
dimensione	-0.37	0.71	-0.22	0.83	-0.30	0.77
uso grafici T-1	21.62	0.00 ***	21.68	0.00 ***	21.61	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.27	0.79	0.28	0.78	0.23	0.82
analisti	-0.76	0.45	-0.89	0.37	-0.66	0.51
Germania	-0.34	0.74	-0.20	0.84	-0.21	0.84
Italia	0.53	0.60	0.72	0.47	1.11	0.27
Regno Unito	-1.34	0.18	-1.12	0.26	-0.66	0.51
periodo crisi	1.55	0.12	1.53	0.13	1.53	0.13
Manifatturiero leggero	1.59	0.11	1.72	0.09 †	1.76	0.08 †
Manifatturiero pesante	2.78	0.01 **	2.80	0.01 **	2.82	0.01 **
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.37	0.02 *	2.28	0.02 *	2.38	0.02 *
Commercio	1.42	0.16	1.37	0.17	1.45	0.15
Immobiliare	1.69	0.09 †	1.74	0.08 †	1.59	0.11
Servizi	1.20	0.23	1.23	0.22	1.31	0.19
Opportunità di crescita	0.47	0.64	0.65	0.52	0.72	0.47
Quotazione altri mercati	-0.28	0.78	-0.17	0.87	-0.08	0.94
Consulente	-1.16	0.25	-1.12	0.27	-1.18	0.24
costante	1.86	0.07 †	1.69	0.09 †	1.57	0.12
Numero osservazioni		513 ^a		513 ^a		513 ^a
F(18, 175)		53.64 ***		53.54 ***		54.49 ***
R2		0.62		0.62		0.62
VIF	1.81		1.85		1.86	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) Le osservazioni non sono pari a 600 dato che sono state escluse le società che non utilizzano, in quell'anno, neanche un grafico. In questo caso, infatti, non può essere calcolata la proporzione di grafici economico-finanziari sul totale.

Tabella App.6.3: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul dividendo per azione.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul dividendo per azione - sistema micro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	2.02	0.04 *						
performance EBIT			-0.78	0.44				
performance EPS					0.84	0.40		
performance specifica							0.20	0.84
dimensione	-0.28	0.78	1.37	0.17	1.18	0.24	2.70	0.01 **
uso grafici T-1	6.11	0.00 ***	5.61	0.00 ***	5.93	0.00 ***	5.81	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-0.24	0.81	-0.12	0.90	-0.15	0.88	-0.12	0.91
analisti	2.28	0.02 *	2.71	0.01 **	2.56	0.01 *	2.56	0.01 **
2008 ^a	-0.40	0.69	-0.53	0.60	-0.45	0.66	-0.50	0.62
2009	-0.62	0.54	-0.95	0.34	-0.72	0.47	-0.74	0.46
Manifatturiero leggero	0.99	0.32	0.75	0.46	1.01	0.31	0.84	0.40
Manifatturiero pesante	1.55	0.12	0.79	0.43	1.26	0.21	1.02	0.31
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.47	0.01 *	1.98	0.05 *	2.25	0.03 *	2.16	0.03 *
Commercio	-0.23	0.82	-0.72	0.47	-0.26	0.80	-0.60	0.55
Immobiliare	1.95	0.05 †	2.26	0.02 *	2.38	0.02 *	2.28	0.02 *
Servizi	-1.00	0.32	-1.46	0.14	-0.84	0.40	-1.31	0.19
Opportunità di crescita	-1.11	0.27	-0.78	0.43	-0.85	0.40	-0.86	0.39
Quotazione altri mercati	-1.28	0.20	-1.01	0.31	-1.34	0.18	-1.21	0.22
Consulente	0.08	0.93	-0.05	0.96	0.07	0.94	0.04	0.97
costante	-2.99	0.00 **	-4.12	0.00 ***	-3.63	0.00 ***	-3.85	0.00 ***
Numero osservazioni	150		150		150		150	
Wald chi2(16)	71.19	***	55.24	***	63.81	***	60.99	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	15.59	0.05 ^b *	6.21	0.62	10.91	0.21	7.18	0.52
Classicaz. Corrette	0.81		0.84		0.83		0.83	
VIF	2.07		2.72		2.18		1.93	
Influenza della performance sull'uso dei grafici sul dividendo per azione -	z	Modello 1 P>z	z	Modello 2 P>z	z	Modello 3 P>z	z	Modello 4 P>z

sistema macro									
Influenza della performance sull'uso dei grafici sul dividendo per azione - sistema macro		Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
		z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA		0.79	0.43						
performance EBIT				0.49	0.63				
performance EPS						0.38	0.71		
performance specifica								0.69	0.49
dimensione		0.98	0.33	0.84	0.40	0.68	0.50	0.69	0.49
uso grafici T-1		9.31	0.00 ***	9.10	0.00 ***	9.35	0.00 ***	9.21	0.00 ***
uso grafici leader T-1		-0.98	0.33	-0.97	0.33	-0.96	0.34	-1.13	0.26
analisti		2.63	0.01 **	2.61	0.01 **	2.67	0.01 **	2.61	0.01 **
2008a		-0.17	0.86	-0.17	0.86	-0.16	0.87	-0.19	0.85
2009		1.18	0.24	1.26	0.21	1.25	0.21	1.20	0.23
Manifatturiero leggero		-1.22	0.22	-1.22	0.22	-1.23	0.22	-1.17	0.24
Manifatturiero pesante		-0.59	0.56	-0.55	0.58	-0.58	0.56	-0.58	0.56
Trasporti, comunicazione e distribuzione		-1.44	0.15	-1.45	0.15	-1.36	0.17	-1.39	0.16
Commercio		-1.11	0.27	-1.09	0.27	-1.13	0.26	-1.16	0.25
Immobiliare		0.10	0.92	0.09	0.93	-0.02	0.98	0.24	0.81
Servizi		-0.27	0.79	-0.29	0.77	-0.29	0.77	-0.26	0.80
Opportunità di crescita		2.22	0.03 *	2.07	0.04 *	2.12	0.03 *	2.26	0.02 *
Quotazione altri mercati		-1.81	0.07 †	-1.78	0.08 †	-1.60	0.11	-1.67	0.10 †
Consulente		-0.53	0.60	-0.59	0.56	-0.63	0.53	-0.58	0.56
costante		-3.64	0.00 ***	-3.74	0.00 ***	-3.49	0.00 ***	-3.45	0.00 ***
Numero osservazioni		450		450		450		450	
Wald chi2(16)		133.38	***	132.17	***	133.98	***	130.40	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)		13.99	0.08 †	9.27	0.32	9.45	0.31	10.09	0.26
Classicaz. Corrette		0.94		0.94		0.94		0.94	
VIF		1.95		2.02		2.05		1.99	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.

b) Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica, considerando il sistema "micro" e stimando la performance complessiva attraverso il ROA, abbia una scarsa capacità predittiva (p<0,05). I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Tabella App.6.4: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito netto.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito netto - sistema micro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-0.87	0.38						
performance EBIT			-1.78	0.07				
performance EPS					0.00	1.00		
performance specifica							-0.68	0.50
dimensione	2.36	0.02 *	2.45	0.01 *	2.22	0.03 *	2.39	0.02 *
uso grafici T-1	3.79	0.00 ***	3.88	0.00 ***	3.75	0.00 ***	3.98	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-1.50	0.13	-1.38	0.17	-1.47	0.14	-1.30	0.20
analisti	-2.33	0.02 *	-2.03	0.04 *	-2.27	0.02 *	-2.17	0.03 *
2008 ^a	0.17	0.87	0.03	0.98	0.26	0.80	0.11	0.91
2009	1.53	0.13	1.40	0.16	1.57	0.12	1.44	0.15
Manifatturiero leggero	-0.37	0.71	-0.34	0.73	-0.24	0.81	-0.27	0.79
Manifatturiero pesante	-0.74	0.46	-0.72	0.47	-0.30	0.76	-0.76	0.45
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-1.89	0.06 †	-1.86	0.06 †	-1.72	0.09 †	-1.87	0.06 †
Commercio	0.10	0.92	0.06	0.95	0.38	0.70	0.34	0.73
Immobiliare	-0.91	0.36	-1.00	0.32	-0.90	0.37	-0.99	0.32
Servizi ^b	omesso		omesso		omesso		omesso	
Opportunità di crescita	2.04	0.04 *	2.03	0.04 *	1.97	0.05 *	2.06	0.04 *
Quotazione altri mercati	-0.54	0.59	-0.60	0.55	-0.58	0.56	-0.63	0.53
Consulente	0.50	0.61	0.30	0.76	0.51	0.61	0.57	0.57
costante	-1.40	0.16	-1.39	0.17	-1.37	0.17	-1.50	0.13
Numero osservazioni	144		144		144		144	
Wald chi2(15)	43.97	***	50.07	***	43.24	***	41.74	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	8.34	0.40	6.74	0.56	4.66	0.79	3.05	0.93
Classicaz. Corrette	0.90		0.90		0.90		0.90	
VIF	2.08		2.72		2.15		2.01	
sistema macro								

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito netto - sistema macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.03	0.30						
performance EBIT			-0.55	0.58				
performance EPS					-1.16	0.25		
performance specifica							-0.20	0.84
dimensione	-0.80	0.42	-0.60	0.55	-0.33	0.74	-0.76	0.45
uso grafici T-1	10.70	0.00 ***	10.76	0.00 ***	10.75	0.00 ***	10.75	0.00 ***
uso grafici leader T-1	2.87	0.00 **	2.83	0.01 **	2.89	0.00 **	2.79	0.01 **
analisti	1.08	0.28	1.08	0.28	0.89	0.38	1.07	0.28
2008 ^a	0.92	0.36	0.92	0.36	0.93	0.35	0.91	0.37
2009	0.38	0.70	0.33	0.74	0.38	0.70	0.37	0.71
Manifatturiero leggero	1.92	0.06 †	1.92	0.06 †	2.02	0.04 *	1.89	0.06 †
Manifatturiero pesante	0.93	0.35	0.93	0.36	1.01	0.31	0.90	0.37
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.04	0.04 *	2.07	0.04 *	2.07	0.04 *	2.05	0.04 *
Commercio	0.57	0.57	0.56	0.57	0.67	0.50	0.55	0.58
Immobiliare	1.22	0.22	1.22	0.22	1.41	0.16	1.13	0.26
Servizi	1.00	0.32	1.01	0.32	1.06	0.29	0.97	0.33
Opportunità di crescita	1.50	0.13	1.62	0.11	1.65	0.10 †	1.58	0.11
Quotazione altri mercati	-0.53	0.60	-0.55	0.58	-0.64	0.52	-0.53	0.60
Consulente	0.34	0.74	0.38	0.70	0.46	0.64	0.39	0.70
costante	-4.14	0.00 ***	-4.22	0.00 ***	-4.08	0.00 ***	-4.09	0.00 ***
Numero osservazioni	450		450		450		450	
Wald chi2(16)	146.39	***	144.97	***	141.14	***	143.36	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	4.96	0.76	6.11	0.64	6.27	0.62	2.74	0.95
Classicaz. Corrette	0.89		0.89		0.89		0.89	
VIF	1.94		2.01		2.04		1.98	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- Il settore dei servizi è omesso perché l'uso dei grafici sul reddito netto, nel sistema micro, non varia. Di conseguenza vi sono 6 osservazioni mancanti.

Tabella App.6.5: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul reddito pre-imposte.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito pre imposte - sistema micro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	0.22	0.82						
performance EBIT			-2.47	0.01				
performance EPS					-0.82	0.41		
performance specifica							-2.47	0.01
dimensione	0.18	0.85	2.12	0.03 *	0.83	0.41	2.12	0.03 *
uso grafici T-1	4.68	0.00 ***	4.64	0.00 ***	4.57	0.00 ***	4.64	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.20	0.84	-0.04	0.97	0.16	0.88	-0.04	0.97
analisti	0.27	0.79	0.52	0.60	0.20	0.84	0.52	0.60
2008 ^a	-0.14	0.89	-0.05	0.96	-0.15	0.88	-0.05	0.96
2009	0.70	0.49	0.77	0.44	0.74	0.46	0.77	0.44
Manifatturiero leggero	-1.04	0.30	-1.22	0.22	-1.34	0.18	-1.22	0.22
Manifatturiero pesante ^b	omesso		omesso		omesso		omesso	
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.49	0.63	-0.62	0.53	-0.85	0.40	-0.62	0.53
Commercio	-1.82	0.07 †	-2.13	0.03 *	-2.21	0.03 *	-2.13	0.03 *
Immobiliare	-0.92	0.36	-1.34	0.18	-1.27	0.20	-1.34	0.18
Servizi	-4.14	0.00	-4.46	0.00	-4.08	0.00	-4.46	0.00
Opportunità di crescita	0.26	0.79	0.44	0.66	0.22	0.83	0.44	0.66
Quotazione altri mercati	-1.94	0.05 †	-1.82	0.07 †	-1.90	0.06 †	-1.82	0.07 †
Consulente	1.37	0.17	1.45	0.15	1.41	0.16	1.45	0.15
costante	-0.30	0.77	-0.61	0.54	-0.17	0.87	-0.61	0.54
Numero osservazioni	141		141		141		141	
Wald chi2(15)	48.19	***	49.35	***	46.49	***	49.35	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	10.54	0.23	14.78	0.06 † ^c	17.80	0.02 * ^c	14.78	0.06 † ^c
Classicaz. Corrette	0.82		0.84		0.82		0.84	
VIF	2.05		2.71		2.16		2.71	
sistema macro								

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul reddito pre imposte - sistema macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-0.95	0.34						
performance EBIT			-0.55	0.58				
performance EPS					-0.95	0.34		
performance specifica							-0.55	0.58
dimensione	1.64	0.10	-0.60	0.55	2.22	0.03 *	-0.60	0.55
uso grafici T-1	11.54	0.00 ***	10.76	0.00 ***	11.82	0.00 ***	10.76	0.00 ***
uso grafici leader T-1	1.34	0.18	2.83	0.01 **	1.45	0.15	2.83	0.01 **
analisti	-0.78	0.44	1.08	0.28	-0.94	0.35	1.08	0.28
2008 ^a	2.06	0.04 *	0.92	0.36	2.04	0.04 *	0.92	0.36
2009	0.67	0.50	0.33	0.74	0.58	0.56	0.33	0.74
Manifatturiero leggero	1.70	0.09 †	1.92	0.06 †	1.75	0.08 †	1.92	0.06 †
Manifatturiero pesante	1.95	0.05 †	0.93	0.36	1.95	0.05 †	0.93	0.36
Trasporti, comunicazione e distribuzione	2.86	0.00 **	2.07	0.04 *	2.87	0.00 **	2.07	0.04 *
Commercio	0.37	0.71	0.56	0.57	0.51	0.61	0.56	0.57
Immobiliare	1.85	0.07 †	1.22	0.22	2.06	0.04 *	1.22	0.22
Servizi	-0.57	0.57	1.01	0.32	-0.55	0.58	1.01	0.32
Opportunità di crescita	0.77	0.44	1.62	0.11	0.84	0.40	1.62	0.11
Quotazione altri mercati	0.01	0.99	-0.55	0.58	-0.12	0.90	-0.55	0.58
Consulente	0.62	0.54	0.38	0.70	0.73	0.47	0.38	0.70
costante	-4.32	0.00 ***	-4.22	0.00 ***	-4.80	0.00 ***	-4.22	0.00 ***
Numero osservazioni	450		450		450		450	
Wald chi2(16)	162.52	***	144.97	***	157.36	***	144.97	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.11	0.52	6.11	0.64	14.77	0.06 † ^c	6.11	0.64
Classicaz. Corrette	0.90		0.89		0.90		0.89	
VIF	1.94		2.02		2.04		2.02	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- Il settore manifatturiero pesante è omesso perché l'uso dei grafici sul reddito pre-imposte, nel sistema micro, non varia. Di conseguenza vi sono 9 osservazioni mancanti.
- Il test di bontà del modello Hosmer-Lemeshow evidenzia come il modello di regressione logistica, considerando il sistema "micro", abbia una scarsa capacità predittiva. I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Tabella App.6.6: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sul trend di borsa.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul trend di borsa - sistema micro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.47	0.14						
performance EBIT			-1.06	0.29				
performance EPS					-0.80	0.43		
performance specifica							1.69	0.09 †
dimensione	1.60	0.11	1.45	0.15	1.21	0.23	0.94	0.35
uso grafici T-1	4.87	0.00 ***	4.78	0.00 ***	5.00	0.00 ***	4.99	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-1.12	0.26	-1.33	0.19	-1.19	0.23	-1.20	0.23
analisti	-1.91	0.06 †	-1.60	0.11	-2.24	0.03 *	-2.04	0.04 *
2008 ^a	-0.21	0.83	-0.48	0.63	-0.26	0.79	0.26	0.80
2009	0.82	0.41	0.84	0.40	1.03	0.30	0.32	0.75
Manifatturiero leggero	-0.81	0.42	-0.87	0.38	-0.96	0.34	-0.10	0.92
Manifatturiero pesante	-1.73	0.08	-1.12	0.26	-1.29	0.20	-0.93	0.35
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.60	0.55	-0.26	0.79	-0.43	0.67	0.59	0.56
Commercio	-1.49	0.14	-1.09	0.28	-1.15	0.25	-0.22	0.83
Immobiliare	-1.96	0.05 *	-1.92	0.06 †	-2.15	0.03 *	-1.90	0.06 †
Servizi	-1.57	0.12	-1.18	0.24	-1.16	0.24	-0.25	0.80
Opportunità di crescita	1.92	0.05 †	2.07	0.04 *	2.07	0.04 *	2.18	0.03 *
Quotazione altri mercati	2.00	0.05 *	1.94	0.05 †	1.95	0.05 †	1.78	0.07 †
Consulente	1.48	0.14	1.29	0.20	1.41	0.16	1.42	0.16
costante	-0.94	0.35	-1.15	0.25	-0.91	0.36	-1.47	0.14
Numero osservazioni	150		150		150		150	
Wald chi2(15)	53.59	***	60.08	***	53.00	***	58.59	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	3.86	0.87	6.58	0.58	9.63	0.29	19.79	0.01 * ^b
Classicaz. Corrette	0.89		0.88		0.88		0.89	
VIF	2.06		2.71		2.16		2.02	
sistema macro								

Influenza della performance sull'uso dei grafici sul trend di borsa - sistema macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-0.25	0.80						
performance EBIT			-0.28	0.78				
performance EPS					-1.38	0.17		
performance specifica							0.39	0.70
dimensione	0.88	0.38	0.96	0.34	1.50	0.14	0.78	0.44
uso grafici T-1	9.30	0.00 ***	9.36	0.00 ***	9.13	0.00 ***	9.13	0.00 ***
uso grafici leader T-1	-0.85	0.39	-0.87	0.39	-0.91	0.36	-0.88	0.38
analisti	1.85	0.06 †	1.86	0.06 †	1.58	0.11	2.17	0.03 *
2008 ^a	1.64	0.10	1.64	0.10	1.54	0.12	1.84	0.07 †
2009	1.44	0.15	1.33	0.18	1.30	0.19	1.21	0.23
Manifatturiero leggero	0.14	0.89	0.12	0.90	0.15	0.88	0.05	0.96
Manifatturiero pesante	2.18	0.03 *	2.11	0.04 *	2.11	0.04 *	2.00	0.05 *
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.15	0.25	1.15	0.25	0.99	0.32	1.00	0.32
Commercio	0.61	0.54	0.59	0.56	0.69	0.49	0.52	0.60
Immobiliare	0.58	0.56	0.55	0.58	0.85	0.39	0.52	0.60
Servizi	0.08	0.94	0.08	0.94	0.10	0.92	0.02	0.98
Opportunità di crescita	2.13	0.03 *	2.01	0.05 *	2.01	0.04 *	1.70	0.09 †
Quotazione altri mercati	-1.19	0.24	-1.21	0.23	-1.33	0.18	-1.23	0.22
Consulente	1.26	0.21	1.26	0.21	1.39	0.17	1.11	0.27
costante	-4.56	0.00 ***	-4.58	0.00 ***	-4.87	0.00 ***	-4.38	0.00 ***
Numero osservazioni	450		450		450		449 ^c	
Wald chi2(16)	143.58	***	142.19	***	142.52	***	157.48	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	10.30	0.24	8.16	0.42	6.73	0.57	11.50	0.18
Classicaz. Corrette	0.93		0.93		0.93		0.93	
VIF	1.96		2.02		2.05		2.1	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- Il modello ha una scarsa bontà d'adattamento.
- Un'osservazione mancante per dati mancanti sul trend di borsa.

Tabella App.6.7: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sull'utile per azione.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sull'utile per azione - sistema micro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	1.58	0.11						
performance EBIT			-1.16	0.25				
performance EPS					0.77	0.44		
performance specifica							0.77	0.44
dimensione	-1.56	0.12	0.20	0.84	-1.29	0.20	-1.29	0.20
uso grafici T-1	6.13	0.00 ***	6.26	0.00 ***	5.95	0.00 ***	5.95	0.00 ***
uso grafici leader T-1	1.30	0.19	0.97	0.33	1.06	0.29	1.06	0.29
analisti	0.97	0.33	1.32	0.19	1.19	0.23	1.19	0.23
2008 ^a	-0.72	0.47	-0.90	0.37	-0.78	0.44	-0.78	0.44
2009	0.99	0.32	1.02	0.31	0.95	0.34	0.95	0.34
Manifatturiero leggero	0.45	0.65	0.29	0.77	0.48	0.63	0.48	0.63
Manifatturiero pesante	0.80	0.42	0.32	0.75	0.69	0.49	0.69	0.49
Trasporti, comunicazione e distribuzione	0.35	0.73	-0.03	0.98	0.32	0.75	0.32	0.75
Commercio	0.35	0.73	0.06	0.96	0.34	0.73	0.34	0.73
Immobiliare	-0.18	0.86	-0.42	0.67	0.06	0.95	0.06	0.95
Servizi	-1.04	0.30	-1.53	0.13	-0.97	0.33	-0.97	0.33
Opportunità di crescita	-0.62	0.53	-0.52	0.61	-0.51	0.61	-0.51	0.61
Quotazione altri mercati	0.12	0.91	0.43	0.67	0.07	0.94	0.07	0.94
Consulente	-0.72	0.47	-0.89	0.37	-0.76	0.45	-0.76	0.45
costante	-0.74	0.46	-1.09	0.28	-1.08	0.28	-1.08	0.28
Numero osservazioni	150		150		150		150	
Wald chi2(15)	71.51	***	72.86	***	75.14	***	75.14	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	9.16	0.33	8.70	0.37	7.96	0.44	7.96	0.44
Classicaz. Corrette	0.85		0.87		0.86		0.86	
VIF	2.09		2.74		2.18		2.18	
sistema macro								

Influenza della performance sull'uso dei grafici sull'utile per azione - sistema macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	2.01	0.04						
performance EBIT			1.72	0.09				
performance EPS					2.02	0.04		
performance specifica							2.02	0.04
dimensione	2.27	0.02 *	0.50	0.62	-0.46	0.65	-0.46	0.65
uso grafici T-1	2.24	0.03 *	19.96	0.00 ***	15.40	0.00 ***	15.40	0.00 ***
uso grafici leader T-1	0.75	0.45	0.49	0.63	1.08	0.28	1.08	0.28
analisti	0.47	0.64	0.05	0.96	1.64	0.10 †	1.64	0.10 †
2008 ^a	-0.62	0.53	-0.43	0.67	-0.05	0.96	-0.05	0.96
2009	-1.09	0.28	-0.76	0.45	-0.97	0.33	-0.97	0.33
Manifatturiero leggero	0.84	0.40	12.26	0.00 ***	10.78	0.00 ***	10.78	0.00 ***
Manifatturiero pesante	0.86	0.39	9.64	0.00 ***	11.03	0.00 ***	11.03	0.00 ***
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-11.92	0.00 ***	-9.89	0.00 ***	-11.34	0.00 ***	-11.34	0.00 ***
Commercio	-14.22	0.00 ***	-9.35	0.00 ***	-10.39	0.00 ***	-10.39	0.00 ***
Immobiliare	omesso		-7.32	0.00	-6.83	0.00	-6.83	0.00
Servizi	0.93	0.35	15.37	0.00 ***	9.83	0.00 ***	9.83	0.00 ***
Opportunità di crescita	-0.13	0.90	0.16	0.88	1.42	0.16	1.42	0.16
Quotazione altri mercati	-2.13	0.03 *	-17.37	0.00 ***	-17.53	0.00 ***	-17.53	0.00 ***
Consulente	0.04	0.97	0.58	0.56	-0.45	0.65	-0.45	0.65
costante	-1.32	0.19	-7.13	0.00 ***	-8.59	0.00 ***	-8.59	0.00 ***
Numero osservazioni	450		450		450		450	
Wald chi2(15)	omesso ^b		omesso ^b		omesso ^b		omesso ^b	
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	3.94	0.86	2.45	0.96	13.05	0.11	13.05	0.11
Classicaz. Corrette	0.98		0.98		0.99		0.99	
VIF	1.93		2		2.02		2.02	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- b) Chi2 omesso a causa del fatto che ci sono troppe variabili nel modello, tenuto conto della varianza nell'uso dei grafici sull'utile per azione all'interno dei singoli cluster.

Tabella App.6.8: L'influenza della performance sull'uso dei grafici nei sistemi micro e macro (Ipotesi 3g, 3h, 3l, 3m). Variabile dipendente: presenza di almeno un grafico sulle vendite.

Influenza della performance sull'uso dei grafici sulle vendite - sistema micro	Modello 1			Modello 2			Modello 3			Modello 4		
	z	P>z		z	P>z		z	P>z		z	P>z	
performance ROA	-1.32	0.19										
performance EBIT				-0.06	0.96							
performance EPS							-1.54	0.12				
performance specifica										1.11	0.27	
dimensione	-3.03	0.00	**	-3.00	0.00	**	-2.99	0.00	**	-2.50	0.01	*
uso grafici T-1	3.67	0.00	***	3.61	0.00	***	3.63	0.00	***	3.42	0.00	***
uso grafici leader T-1	-0.04	0.97		0.07	0.94		-0.14	0.89		0.18	0.86	
analisti	1.93	0.05	†	1.67	0.09	†	1.66	0.10	†	1.50	0.13	
2008 ^a	-1.30	0.19		-1.31	0.19		-1.31	0.19		-1.35	0.18	
2009	-0.70	0.48		-0.67	0.50		-0.53	0.59		-0.62	0.54	
Manifatturiero leggero	-1.96	0.05	*	-1.78	0.08	†	-2.21	0.03	*	-1.77	0.08	†
Manifatturiero pesante ^b	omesso			omesso			omesso			omesso		
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-1.96	0.05	*	-1.78	0.08	†	-2.30	0.02	*	-1.79	0.07	†
Commercio	-1.12	0.26		-0.86	0.39		-1.37	0.17		-1.00	0.32	
Immobiliare	-3.46	0.00	***	-2.92	0.00	**	-3.52	0.00	***	-2.70	0.01	**
Servizi	-2.89	0.00		-2.60	0.01		-3.11	0.00		-2.68	0.01	
Opportunità di crescita	-0.39	0.70		-0.39	0.70		-0.66	0.51		-0.22	0.83	
Quotazione altri mercati	3.13	0.00	**	3.05	0.00	**	3.83	0.00	***	3.10	0.00	**
Consulente	2.02	0.04	*	2.11	0.04	*	2.00	0.05	*	2.03	0.04	*
costante	1.68	0.09	†	1.55	0.12		1.87	0.06	†	1.72	0.09	†
Numero osservazioni	141			141			141			141		
Wald chi2(15)	48.21		***	59.67		***	46.95		***	32.49		***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.64	0.47		6.56	0.59		6.11	0.64		4.24	0.83	
Classicaz. Corrette	0.87			0.86			0.88			0.88		
VIF	2.03			2.12			2.12			2.14		
sistema macro												

Influenza della performance sull'uso dei grafici sulle vendite - sistema macro	Modello 1		Modello 2		Modello 3		Modello 4	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.20	0.23						
performance EBIT			-0.17	0.86				
performance EPS					0.26	0.80		
performance specifica							1.04	0.30
dimensione	-1.18	0.24	-0.87	0.38	-0.99	0.32	-1.26	0.21
uso grafici T-1	9.61	0.00 ***	9.63	0.00 ***	9.67	0.00 ***	9.66	0.00 ***
uso grafici leader T-1	1.35	0.18	1.26	0.21	1.22	0.22	1.27	0.21
analisti	3.70	0.00 ***	3.56	0.00 ***	3.48	0.00 ***	3.19	0.00 ***
2008 ^a	-0.43	0.67	-0.41	0.68	-0.38	0.71	-0.31	0.76
2009	-1.19	0.23	-1.15	0.25	-1.11	0.27	-1.06	0.29
Manifatturiero leggero	1.41	0.16	1.38	0.17	1.36	0.17	1.39	0.17
Manifatturiero pesante	1.82	0.07 †	1.82	0.07 †	1.84	0.07 †	1.86	0.06 †
Trasporti, comunicazione e distribuzione	1.53	0.13	1.46	0.14	1.48	0.14	1.49	0.14
Commercio	2.77	0.01 **	2.69	0.01 **	2.58	0.01 **	2.63	0.01 **
Immobiliare	0.91	0.36	0.76	0.45	0.77	0.44	0.98	0.33
Servizi	2.00	0.05 *	2.01	0.04 *	2.00	0.05 *	2.08	0.04 *
Opportunità di crescita	0.08	0.94	0.13	0.90	0.11	0.91	0.23	0.82
Quotazione altri mercati	-1.79	0.07 †	-1.83	0.07 †	-1.70	0.09 †	-1.58	0.11
Consulente	1.59	0.11	1.60	0.11	1.58	0.11	1.62	0.11
costante	-2.61	0.01 **	-3.25	0.00 ***	-2.97	0.00 **	-3.37	0.00 ***
Numero osservazioni	450		450		450		450	
Wald chi2(15)	151.07		146.80		146.62		146.67	
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	7.82	0.45	8.34	0.40	8.39	0.40	7.08	0.53
Classicaz. Corrette	0.90		0.90		0.90		0.90	
Vif	2		1.99		2		2.1	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

- a) La variabile 2007 è omessa perché il 2007 è l'anno di riferimento per il confronto con il 2008 ed il 2009, affinché si possa verificare se l'uso dei grafici, nel 2008 e nel 2009, sia differente rispetto al 2007.
- b) Il settore manifatturiero pesante è omesso perché l'uso dei grafici sulle vendite, nel sistema micro, non varia. Di conseguenza, vi sono 9 osservazioni mancanti.

Tabella App.6.9: L'influenza delle caratteristiche aziendali ed istituzionali sul numero di grafici distorti favorevolmente nei sistemi "micro" e "macro" (Ipotesi 3i e 3n). Variabile dipendente: variabile dicotomica pari ad 1 se il grafico è distorto favorevolmente e pari a 0 se distorto sfavorevolmente.

Numero di grafici distorti favorevolmente	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
	z	P>z	z	P>z	z	P>z
performance ROA	-1.07	0.29				
performance EBIT			-0.26	0.80		
performance EPS					-0.62	0.54
dimensione	2.13	0.03 *	1.79	0.07 †	2.02	0.04 *
analisti	0.96	0.34	1.04	0.30	0.93	0.35
sistema micro	1.51	0.13	1.40	0.16	1.26	0.21
2007	-2.33	0.02 *	-2.31	0.02 *	-2.32	0.02 *
2008	-5.02	0.00 ***	-4.97	0.00 ***	-4.99	0.00 ***
2009	-1.45	0.15	-1.42	0.16	-1.46	0.14
Manifatturiero leggero	-0.89	0.37	-0.90	0.37	-0.92	0.36
Manifatturiero pesante	-0.56	0.57	-0.52	0.60	-0.58	0.56
Trasporti, comunicazione e distribuzione	-0.83	0.41	-0.72	0.47	-0.85	0.40
Commercio	1.00	0.32	1.04	0.30	0.97	0.33
Immobiliare	2.40	0.02 *	2.38	0.02 *	2.43	0.02 *
Servizi	-0.70	0.49	-0.74	0.46	-0.75	0.45
Opportunità di crescita	1.95	0.05 †	1.93	0.05 †	1.93	0.05 †
Quotazione altri mercati	-0.11	0.91	-0.16	0.87	-0.20	0.84
Consulente	-0.34	0.74	-0.32	0.75	-0.26	0.80
costante	-0.89	0.37	-0.90	0.37	-0.93	0.35
Numero osservazioni	1454 ^a		1454 ^a		1454 ^a	
Wald chi2(16)	69.21	***	65.40	***	64.98	***
Hosmer-Lemeshow chi2(8)	3.72	0.88	2.10	0.98	2.91	0.94
classificaz. Corrette (%)	0.66		0.65		0.66	
VIF	1.77		1.90		1.88	

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

a) quattro osservazioni in meno a causa di dati mancanti sulle opportunità di crescita