

**QUALITÀ INFORMATIVA DELL'AVVIAMENTO
SECONDO LO IAS 36 E COSTO DEL DEBITO
NELLE SOCIETÀ QUOTATE EUROPEE**

Giovanni Liberatore¹,

Università degli Studi di Firenze, Dipartimento di Scienze Aziendali

Tel.: (0039) 055 4374732

E-mail: giovanni.liberatore@unifi.it

Francesco Mazzi²,

Università degli Studi di Firenze, Dipartimento di Scienze Aziendali

Tel.: (0039) 055 4374677

E-mail: francesco.mazzi@unifi.it

Keywords: avviamento, informativa, informativa obbligatoria, disclosure index, qualità dell'informazione, impairment test, IAS 36, costo del debito, costo del capitale

¹ Giovanni Liberatore è Professore Ordinario di Economia Aziendale e Valutazione d'Azienda presso l'Università degli Studi di Firenze.

² Francesco Mazzi è Dottorando in Programmazione e Controllo presso l'Università degli Studi di Firenze.

ABSTRACT

L'obiettivo di questo contributo è quello di verificare se esista una relazione significativa fra costo del debito e informativa obbligatoria fornita riguardo l'avviamento secondo il principio contabile IAS 36.

L'ipotesi di ricerca è che esista una correlazione negativa e significativa fra costo del debito e qualità della disclosure, poiché un aumento del grado di informazione dovrebbe corrispondere ad una diminuzione dell'asimmetria informativa e di conseguenza ad una più agevole ed aperta contrattazione con gli Istituti di credito.

L'ipotesi è stata testata su un periodo di quattro anni tramite la costruzione di un disclosure index per l'avviamento, utilizzando come campione tutte le società componenti lo Standard & Poor's Europe 350 ad eccezione di quelle classificate come Financials.

I risultati ottenuti non confermano appieno l'ipotesi, infatti solo alcune informazioni rese obbligatorie dai principi contabili internazionali sono correlate significativamente con il costo del debito.

Il presente lavoro presenta conseguentemente una forte implicazione pratica, poiché mostra che non tutte le informazioni fornite attraverso lo IAS 36 in tema di avviamento vengono prese in considerazione da parte degli Istituti creditizi al momento della contrattazione del debito ed inoltre che esse hanno un impatto diverso e coerente per gruppi di informazioni omogenei.

1. INTRODUZIONE

Uno dei maggiori ostacoli alla ripresa dell'economia è sicuramente rappresentato dalla diminuzione dei finanziamenti alle imprese da parte degli Istituti creditizi. La motivazione di tale comportamento da parte delle Banche risiede in un'aumentata percezione del rischio, dovuta al peggioramento delle performance economico-aziendali e, di conseguenza, degli indicatori di bilancio "classici".

Inoltre, l'entrata in vigore di Basilea II, che richiede un accantonamento di riserve più alto che in precedenza a fronte del denaro prestato, obbliga gli Istituti di credito a vagliare oculatamente le richieste di finanziamento da parte delle imprese.

Il risultato di questi due fattori è evidentemente una riduzione dell'accesso al credito, dovuta anche al fatto che i meccanismi di rating bancario sembrano veder deteriorata la loro capacità informativa. Proprio intorno a questo argomento, il fermento della stampa finanziaria è evidente, tanto che la Commissione Europea (2009) ha recentemente stilato una sorta di guida al rating bancario.

Di fronte a questo problema di misurazione delle performance e della reale condizione aziendale, le immobilizzazioni immateriali sembrano rivestire un ruolo molto importante, in quanto una loro valorizzazione e corretta esposizione potrebbe fugare quei dubbi e/o fornire quelle rassicurazioni utili all'ottenimento di capitale da iniettare all'interno dell'azienda.

La qualità dell'informazione fornita in bilancio può diventare quindi un fattore critico di successo nell'ottenimento di una linea di credito ampia e possibilmente vantaggiosa. A tal proposito, proprio le immobilizzazioni immateriali costituiscono una delle aree di bilancio in cui le scelte del redattore influiscono maggiormente sui valori di libro risultanti dal processo di valutazione. Tra questi, l'avviamento costituisce sicuramente l'asset di più difficile rappresentazione, ai fini della quale, pur seguendo il dettato dei principi contabili, è necessario effettuare una numerosa serie di ipotesi. Una maggiore chiarezza e trasparenza espositiva, dunque, potrebbe aiutare i lettori del bilancio a far luce sulle reali performance aziendali e sulle scelte effettuate in sede di valutazione.

È necessario, tuttavia, che gli imprenditori forniscano informazioni strategiche corrette ed oculate alle Banche riguardo le immobilizzazioni immateriali e l'avviamento, al fine di far loro apprezzare positivamente la qualità di tali asset in ambito di formulazione del rating e di contrattazione delle condizioni per l'apertura di credito.

Il compito della dottrina diventa quindi quello di studiare quali informazioni siano rilevanti per gli Istituti bancari e soprattutto quale sia l'effetto del loro rilascio da parte delle aziende

nel momento della contrazione del debito. Infatti, i mercati tendono a non essere retti da principi di equità e in presenza di forti asimmetrie informative è compito della ricerca evidenziare i principali fattori alla base di esse (Lev, 1988). A tal proposito, la dottrina ha più volte sottolineato come l'aumento dell'informazione porti alla diminuzione delle asimmetrie, secondo l'assunto *more communication, less asymmetries* (Lang and Lundholm, 1996; Graham *et al.*, 2005; Francis *et al.*, 2009). Il motivo per cui l'asimmetria sul capitale intellettuale è più marcata che nelle altre aree informative del bilancio è che si tratta di investimenti specifici ed unici, il cui valore non può sempre essere dedotto tramite una comparazione ad altre società (Aboody and Lev, 2000).

Più in generale, approfondire la conoscenza del capitale intellettuale permette, da un lato, di effettuare previsioni accurate sullo sviluppo aziendale e, dall'altro, di ridurre l'asimmetria tra società e stakeholders.

Il presente lavoro, dunque, intende concentrarsi su un problema reale come quello del costo del debito per le società europee, studiando la relazione che intercorre tra esso e le informazioni fornite a livello di avviamento tramite i principi contabili internazionali.

2. ANALISI DELLA LETTERATURA

La value relevance dell'informativa aggregata dell'intero bilancio è stata frequentemente messa in relazione con misure che traducono le reazioni dei mercati finanziari come i prezzi azionari, il costo del capitale ed il rapporto price to book value.

Lo studio della relazione tra qualità della disclosure e costo del capitale proprio ha ottenuto risultati controversi. Alcuni hanno sottolineato una correlazione negativa, evidenziando che le imprese che forniscono una migliore informativa beneficiano di un minor costo del capitale (Botosan, 1997; Hail, 2002; Francis *et al.*, 2005). Al contrario, altri hanno rilevato che un miglior livello informativo, specialmente all'interno dei report periodici, è correlato positivamente alla volatilità dei prezzi e quindi accresce il cost of equity (Bushee and Noe, 2000; Botosan and Plumlee, 2002). Per comprendere meglio la relazione tra disclosure level e comportamento dei mercati, gli accademici raccomandano una categorizzazione del tipo di informazione fornita e una distinzione tra aziende di settori diversi (Botosan, 2006).

In tema di capitale intellettuale è stato spesso raccomandato dagli studiosi di fornire un'informativa più ampia e dettagliata (Aboody and Lev, 1998; Francis and Schipper, 1999; Lev, 2001). Con riguardo alla disclosure volontaria, interessanti ricerche sono state condotte

in riferimento sia all'informativa aggregata sul capitale intellettuale, sia al livello informativo di specifiche categorie (capitale umano, strutturale e relazionale) (Mangena *et al.*, 2010).

Nell'ambito dell'informativa obbligatoria, invece, il riferimento viene fatto a quanto richiesto dai principi contabili. Una prima e naturale forma di categorizzazione è la suddivisione dell'area degli intangibles secondo gli asset in essa contenuti: R&S, marchi, brevetti, avviamento e altri beni immateriali.

In tema di avviamento, quando ancora tale asset era sottoposto ad ammortamento sistematico, gli studi di value relevance avevano evidenziato risultati controversi (McCarthy and Schneider, 1995; Jennings *et al.*, 1996; Godfrey and Koh, 2001). Con l'avvento dell'impairment test la letteratura ha teso i propri sforzi alla verifica di un eventuale miglioramento della rilevanza dell'informativa.

Tra gli aspetti positivi, in primo luogo è stato rilevato che la procedura di impairment si adatta meglio alla valutazione dell'avviamento e dei beni immateriali a vita indeterminata, anzitutto perché il processo di valutazione viene per la prima volta regolamentato nei suoi passaggi e reso obbligatorio in tutti i casi di discontinuità e con cadenza almeno annuale (Anantharaman, 2007). In secondo luogo, l'impairment test riesce a riflettere l'irregolare produttività dei fattori che giustificano l'avviamento (Churyk, 2005; Schultze, 2005).

Tuttavia, anche se il criterio di valutazione di bilancio presenta un avanzamento teorico, non è scontato che migliori anche la qualità informativa (Chambers, 2007). Gli aspetti discrezionali nel giudizio di impairment sono stati evidenziati immediatamente all'emanazione dello SFAS 142 (Mard *et al.*, 2002) e successivamente dello IAS 36. La discrezionalità nella stima del valore recuperabile può indurre una forte volatilità nei risultati contabili e una certa ansia sui mercati finanziari al momento della comunicazione dell'esito dell'impairment test (Massoud and Raiborn, 2003). È stato anche notato come la discrezionalità nella procedura di stima del valore recuperabile, congiuntamente all'obbligo di spendere i costi dei beni immateriali generati internamente, non abbia aumentato la value relevance dell'informativa sui beni immateriali in generale (Morricone *et al.*, 2009). Inoltre, le svalutazioni dell'avviamento possono avere un'influenza sul comportamento degli investitori e, in taluni casi, produrre un vero e proprio shock informativo che raggiunge il suo apice nell'arco di alcuni mesi dalla comunicazione (Liberatore and Mazzi, 2010).

Inoltre, la scelta di effettuare l'impairment può essere condizionata dalla presenza di incentivi per il management, dalla corporate governance e dall'andamento economico generale (Beatty and Weber, 2006; Guler, 2007). Per "liberare" l'informazione sull'avviamento dagli interessi

personali del management potrebbe essere utile sganciare le note al bilancio dalla financial statement recognition (Al Jifri and Citron, 2009).

Di conseguenza, l'attenzione degli studiosi si è spostata sull'informativa di corredo alla procedura di impairment dell'avviamento e dei beni immateriali. Proprio in quest'ambito, la misurazione della qualità della disclosure sul capitale intellettuale viene affrontata oggi in una prospettiva multidimensionale (Zambon and Bergamini, 2007).

Vi sono vari modelli concettuali di riferimento per la disclosure volontaria del capitale intellettuale, prevalentemente elaborati nei paesi scandinavi (Banegil and Calvan, 2008). In tema di informativa obbligatoria sono stati effettuati degli studi sulla qualità informativa dei beni immateriali nei prospetti di accompagnamento alle quotazioni (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2007; Cordazzo, 2007) e nelle business combination (Shalev, 2009). Infine, usando un disclosure scoring system è stato analizzato il livello di informativa, sia delle imprese in assoluto che per settori di attività, sui beni immateriali contabilizzati in applicazione dello IAS 38 (Teodori and Veneziani, 2009).

Dal punto di vista del costo del debito, come detto in precedenza, in uno scenario di superamento della crisi si pone poi il problema di come uscire dalla stretta creditizia e, in particolare, se l'informativa sull'intellectual capital possa aiutare le imprese a godere di una maggiore attenzione da parte dei decisori sull'affidamento. Tradizionalmente, gli Istituti di credito hanno scoraggiato per anni il riconoscimento dei beni immateriali come asset di bilancio e hanno insistito che essi dovessero essere valutati al valore nominale (Avery, 1942). In realtà, la contabilizzazione dei beni immateriali aiuta gli Istituti di credito ad interpretare le performance aziendali quando è percepita come affidabile (Catasús and Gröjer, 2003).

La letteratura esistente ha poi evidenziato che le società che forniscono in modo uniforme nel tempo una dettagliata, tempestiva ed utile informativa volontaria sostengono un costo minore del debito collocato al pubblico, come ad esempio le obbligazioni (Sengupta, 1998) ed anche dei contratti di debito privati, come i mutui bancari (Mazumdar and Segunpta, 2005). Infatti, nonostante gli Istituti di credito possano richiedere informazioni integrative ai bilanci e possano avere un accesso diretto e privilegiato alla contabilità societaria, l'informazione contenuta nei bilanci rappresenta comunque una fonte di massima attendibilità. È preferibile per le Banche partire dalla più ridotta asimmetria informativa possibile rispetto ai soggetti da finanziare, in modo da minimizzare i costi di reperimento delle informazioni e di agenzia connessi con tali contratti di finanziamento.

Il presente paper contribuisce alla letteratura esistente nei seguenti modi:

- indaga la relazione fra qualità informativa e costo del capitale, ponendo l'accento sul costo del debito, mentre la gran parte della dottrina ha preferito concentrarsi sul costo del capitale proprio;
- la letteratura ha preso in considerazione prevalentemente l'informativa volontaria e solo in seconda battuta quella obbligatoriamente richiesta dai principi contabili, sulla quale invece si incentra il presente contributo;
- si avvale di una metodologia utilizzata poco frequentemente per l'analisi di dati europei e può quindi servire come mezzo di confronto e di controllo dei risultati ottenuti tramite metodi diversi, oltreché per operare una comparazione con quanto emerso dalle ricerche su dati di società americane.

3. SCOPO E IPOTESI DI RICERCA

Come si è avuto modo di illustrare nel paragrafo precedente, il presente lavoro si inserisce all'interno di un filone di studi ben preciso, apportando tuttavia una serie di novità. In particolare, tra gli obiettivi ed implicazioni di ampio rilievo pratico del presente paper vi è la volontà di fornire indicazioni utili a tre categorie di soggetti:

1. redattori di bilancio e società in generale: tramite l'analisi che sarà effettuata di seguito, gli uffici contabili potranno tentare di capire quali informazioni vengono prese in considerazione dagli Istituti creditizi e come il rilascio delle stesse impatti sul costo del debito;
2. istituti di credito: le Banche potranno attingere al presente studio per verificare quali informazioni i loro addetti alla valutazione tengono in considerazione. In conseguenza dei risultati ottenuti, essi potranno stabilire se alcune informazioni date attraverso lo IAS 36 vengono tralasciate e se la connessione tra quelle considerate ed il costo del debito è realmente quella che ci si attende;
3. Standard Setter: gli organismi contabili nazionali ed internazionali, a seguito dell'analisi svolta, potranno trarre delle indicazioni su quali siano le informazioni prese maggiormente in considerazione nel canale del finanziamento privato e di conseguenza migliorare e prendere spunto per aggiornare l'informativa obbligatoria richiesta. Non solo, il presente studio potrà fornire anche l'indicazione del tipo di impatto che le singole informazioni, al momento richieste, hanno sul costo del debito.

Visti gli scopi sopra esposti ed i contributi dottrinali precedenti, l'ipotesi di ricerca che il presente lavoro si propone di testare è la seguente:

H: l'informativa obbligatoria fornita riguardo l'avviamento tramite lo IAS 36 è inversamente correlata con il costo del debito.

La metodologia utilizzata per effettuare il test di tale ipotesi sarà in grado di stabilire non solo la correlazione di tale informativa a livello aggregato con il costo del debito, ma anche quali informazioni in particolare abbiano un effetto maggiormente significativo su di esso.

4. METODOLOGIA DI ANALISI

Come detto in precedenza l'analisi della relazione fra costo del debito e qualità dell'informazione di bilancio è un argomento trattato meno frequentemente rispetto alla relazione fra costo del capitale proprio e disclosure (Choi, 1973; Diamond and Verrecchia, 1991; Korajczyk *et al.*, 1991; Healy and Papelu, 2001; Easley and O'Hara, 2004; Armitage and Marston, 2008). In particolare, la qualità informativa del bilancio è stata messa in correlazione più che con il costo del debito (Mazumdar and Sengputa, 2005), con l'onerosità dei prestiti obbligazionari (Sengputa, 1998) o più in generale con il costo dei finanziamenti esterni alla compagine sociale (Frankel *et al.*, 1995; Gietzmann and Trombetta, 2003).

Inoltre, la maggior parte delle volte, la letteratura si è soffermata sulla relazione fra informativa volontaria e costo del capitale, proprio oppure di terzi (Frankel *et al.*, 1995; Botosan, 1997; Frantz, 1997; Gietzmann and Trombetta, 2003; Francis *et al.*, 2005), lasciando in secondo piano o non considerando del tutto l'informativa obbligatoria dettata dai principi contabili di riferimento.

La relazione in esame è stata poi solitamente indagata non con riguardo ad una specifica area di bilancio, ma considerando in generale la qualità informativa di quest'ultimo (Welker, 1995; Lang and Lundhold, 1996; Botosan, 1997; Sengputa, 1998). Esigui sono infatti i contributi che mettono in correlazione l'informazione riguardante uno specifico asset con il costo del capitale proprio o di terzi; in special modo, tali contributi riguardano l'area degli indici di bilancio (Lev and Thiagarajan, 1993; Barlett and Chandler, 1997).

L'intento di questo lavoro, invece, come riportato in precedenza, è quello di andare ad indagare la relazione fra costo del debito, inteso come finanziamento bancario alle imprese, e qualità dell'informativa obbligatoria fornita in bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS riguardo l'avviamento.

Costituendo la domanda di ricerca uno dei principali punti innovativi dell'analisi in oggetto, è naturale che il suo studio avvenga secondo la metodologia più utilizzata in campo internazionale, anche se saranno necessari alcuni adattamenti a tale scopo, vista la peculiarità del tema. Più in generale, durante il corso dell'ultimo ventennio si è assistito allo studio della tematica in esame secondo due metodologie prevalenti: da una parte gli studiosi statunitensi hanno approcciato l'argomento quasi esclusivamente da un punto di vista quantitativo-statistico (oltre ai riferimenti precedenti si rimanda a Baiman and Verrecchia, 1996; Nagar *et al.*, 2003) dall'altro gli accademici europei hanno invece inteso prediligere il lato socio-organizzativo (Schwan, 1976; Harrell and Klick, 1980; Catasús and Gröjer, 2003).

Il presente studio intende analizzare la relazione fra costo del debito e qualità della disclosure riguardo l'avviamento utilizzando un approccio quantitativo-statistico, costruendo quindi un modello di regressione ed andandolo successivamente a testare su un campione di società europee. Questo elemento costituisce un ulteriore punto di innovazione rispetto alla prassi europea e sarà inoltre interessante andare a confrontare i risultati raggiunti in questo campo tramite l'utilizzo di metodi d'indagine differenti.

4.a CAMPIONE, PERIODO E RACCOLTA DEI DATI

Come precedentemente affermato, l'intenzione del presente lavoro è quella di studiare la correlazione fra costo del debito e qualità dell'informativa riguardo l'avviamento fornita secondo gli IAS-IFRS. L'analisi, dunque, non può che incentrarsi su un campione di società quotate in Europa che redigano il bilancio secondo i principi contabili internazionali. Per motivi di rappresentatività e di significatività dei dati raccolti, si è deciso di basarsi su società componenti un vasto indice; in tal modo è infatti possibile avere una diretta rappresentazione del fenomeno in esame, con riguardo ad una consistente porzione del mercato dei capitali europeo e dei suoi settori.

Oggetto di analisi sono state quindi le società componenti l'indice Standard & Poor's Europe 350 (di seguito S&P Europe 350). Il campione è stato formato inserendo tutte le aziende dell'indice succitato, tranne quelle appartenenti al settore economico "Financials". All'interno di tale raggruppamento, infatti, confluiscono quasi esclusivamente istituti bancari ed assicurativi, per i quali la natura del debito assume molto spesso la forma di attività caratteristica e non di semplice fonte di approvvigionamento. Inserire all'interno del campione anche le società finanziarie avrebbe probabilmente inquinato i dati, privando i

risultati ottenuti di uno dei maggiori risvolti pratici della ricerca, ossia l'indicazione di quelle informazioni che si ritengono rilevanti nel momento della contrattazione del debito.

La tabella di seguito mostra una suddivisione del campione per settori di attività:

<i>S&P GICS</i>	<i>SETTORI</i>	<i>TOTALE</i>	<i>%</i>
10	Energy	12	4,65
15	Materials	34	13,18
20	Industrials	63	24,42
25	Consumer discretionary	53	20,54
30	Consumer staples	26	10,08
35	Health care	18	6,98
45	Information technology	13	5,04
50	Telecommunication services	16	6,20
55	Utilities	23	8,91
	TOTALE	258	100,00

Una volta definito il campione da esaminare, è necessario stabilire il periodo di tempo da porre sotto osservazione: dal momento che gli IAS-IFRS sono stati utilizzati a partite dalla redazione del bilancio di esercizio in corso o concluso nel 2005, l'analisi è stata effettuata a partire da quell'anno. Sono stati inoltre inseriti nel campione gli esercizi 2006, 2007 e 2008.

Il pannello di dati finale, quindi, consta di 258 società analizzate su quattro anni, per un totale di 1032 rilevazioni utili ai fini dell'applicazione del modello di regressione e della stima della correlazione fra costo del debito e disclosure sull'avviamento tramite i principi contabili internazionali.

È infine necessario rimarcare che i dati raccolti sono stati frutto di un duplice lavoro: le informazioni per la costruzione del disclosure index sono state reperite direttamente dagli autori all'interno della Nota Integrativa del bilancio di ciascuna società; gli altri dati necessari all'applicazione del modello di regressione, invece, sono stati scaricati dalla banca dati Compustat. Allo stato attuale, infatti, le banche dati non offrono la possibilità di stimare la qualità della disclosure di uno specifico asset, rendendo quindi necessario un lavoro field di analisi del bilancio e della presenza delle informazioni obbligatorie secondo i principi contabili internazionali.

4.b INDICE DELLA QUALITÀ INFORMATIVA DELL'AVVIAMENTO

Il punto nodale dell'analisi è sicuramente l'individuazione delle informazioni da fornire in Nota Integrativa secondo gli IAS-IFRS a livello di avviamento e la successiva costruzione di un adeguato indice di disclosure.

Il documento contabile all'interno del quale sono contenute le informazioni per una corretta applicazione e reportistica dell'impairment test è lo IAS 36, Impairment of assets. Dal momento che l'analisi in oggetto si basa sulla mandatory disclosure, un'attenta lettura di tale principio contabile ha permesso di individuare le informazioni che tutte le società devono fornire in Nota Integrativa e che sono riportate nella tabella di seguito:

VARIABILE	INFORMAZIONE RICHIESTA	PARAGRAFO IAS 36
<i>D</i> ₁	Goodwill write-off	par. 130-b
<i>D</i> ₂	Events and circumstances that led to impairment loss	par. 130-a
<i>D</i> ₃	CGU identification	par. 80
<i>D</i> ₄	Goodwill al location	par. 130-d-i par. 80
<i>D</i> ₅	Valuation approach (fair value less cost to sell or value in use)	par. 134-a par. 130-e par. 134-c
<i>D</i> ₆	VU approach	par. 134-d-i
<i>D</i> ₇	VU projection basis	par. 134-d-i
<i>D</i> ₈	VU projection period	par. 134-d-iii
<i>D</i> ₉	VU projection period explanation	par. 134-d-iii
<i>D</i> ₁₀	VU cash flow projected (EBIT, EBITDA, FCF, etc.)	par. 134-d-i
<i>D</i> ₁₁	VU growth rate	par. 134-d-iv
<i>D</i> ₁₂	VU growth rate explanation	par. 134-d-iv
<i>D</i> ₁₃	VU discount rate	par. 134-d-v
<i>D</i> ₁₄	VU discount rate type (WACC, k_e , risk free rate, etc.)	par. A17
<i>D</i> ₁₅	VU discount rate pre-tax or post-tax	par. 55 par. A20
<i>D</i> ₁₆	VU variables to build up discount rate	par. A17
<i>D</i> ₁₇	VU discount rate explanation	par. A16
<i>D</i> ₁₈	VU separate rates for different CGUs	par. A18-a
<i>D</i> ₁₉	Sensitivity analysis	par. 134-d-ii par. 134-f
<i>D</i> ₂₀	FV approach	par. 134-e-ii
<i>D</i> ₂₁	FV key assumptions	par. 134-e-i
<i>D</i> ₂₂	FV period	par. 134-e-iii
<i>D</i> ₂₃	FV growth rate	par. 134-e-iv
<i>D</i> ₂₄	FV discount rate	par. 134-e-v

Come si può vedere dalla tabella sopra esposta, all'interno dello IAS 36 sono contenute tre tipologie di informazioni omogenee:

1. Informativa di carattere generale (da D_1 a D_5) riguardante la svalutazione dell'avviamento, gli eventi e le circostanze che hanno condotto a tale minor valore, le informazioni generali sulla suddivisione delle Cash Generating Unit, l'allocazione dell'avviamento e l'approccio valutativo utilizzato;
2. Informativa riguardante l'utilizzo del value in use (da D_6 a D_{19}), all'interno della quale si possono individuare due gruppi distinti di informazioni, ossia quelle riguardanti i flussi da scontare e la loro proiezione e quelle riguardanti il tasso di sconto utilizzato a tale scopo;
3. Informativa riguardante l'utilizzo del fair value less cost to sell (da D_{20} a D_{24}), metodo di valutazione che, nel caso dell'avviamento, è utilizzato in parte grandemente minoritaria.

Una volta definite le informazioni che le società in esame devono fornire obbligatoriamente secondo gli IAS-IFRS, è necessario individuare una metodologia per la costruzione di un disclosure index sulla qualità della reportistica sull'avviamento.

È abbastanza frequente in dottrina l'utilizzo di un processo dicotomico per la costruzione degli indici di disclosure: nel caso di presenza dell'informazione indagata viene attribuito punteggio 1, in caso di assenza viene invece assegnato 0. In tal modo si arriverebbe alla definizione di presenza o assenza delle 24 informazioni indicate e potrebbe essere effettuata la semplice somma degli score così ottenuti.

In realtà, nel nostro caso, questo porterebbe ad una distorsione evidente dei risultati del disclosure index: infatti, le società che optano per l'utilizzo del value in use come tecnica valutativa devono fornire una quantità di informazioni molto più ampia rispetto a quelle che si avvalgono del fair value less cost to sell. Effettuare la semplice somma della presenza-assenza delle 24 informazioni porterebbe ad una sovrastima della qualità della disclosure delle società che utilizzano il value in use e ad un'evidente sottostima di quelle che invece prediligono il fair value.

Per ovviare a tale problematica, è frequente in dottrina (Teodori and Veneziani, 2009) l'utilizzo di un lieve aggiustamento per la costruzione dei disclosure index:

$$DISC = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

Dall'equazione sopra esposta si può vedere chiaramente come l'indice di disclosure sia costruito in base alla somma dei vari punteggi x_i ; l'elemento di ponderazione è proprio n , il quale rappresenta il numero di informazioni da fornire. In sostanza, quindi, la qualità della

disclosure si basa sul rapporto informazioni fornite su informazioni da fornire. Nel caso dell'utilizzo del value in use, per esemplificare, le informazioni che saranno prese in considerazione saranno da D_1 a D_{19} , mentre verranno tralasciate quelle da D_{20} a D_{24} , poiché non necessarie.

In questo modo, dunque, è possibile tener conto del diverso numero di informazioni che devono essere fornite secondo gli IAS-IFRS in base alle due diverse tecniche valutative che il redattore di bilancio può scegliere per l'applicazione dell'impairment test.

Come detto, gli score delle singole società vengono riportati ad una sorta di base comune. Tuttavia, è giusto far notare che si assiste ad una piccola situazione di svantaggio da parte delle società che utilizzano il value in use. Data la formula sopra, infatti, tali aziende avranno un incremento marginale del disclosure index minore delle società che utilizzano il fair value, semplicemente per il fatto che sono obbligate a fornire un numero maggiore di informazioni.

Tale situazione, pur costituendo un possibile rilievo teorico al modello, viene sostanzialmente neutralizzata dal fatto che delle rilevazioni effettuate solo una parte grandemente minorita e corrispondente più o meno al 5% del campione utilizza il fair value less cost to sell come metodo valutativo dell'avviamento.

Inoltre, è importante sottolineare il trattamento di tutte quelle società che, specialmente in sede di transizione ai principi contabili internazionali, hanno fornito una scarsa o nulla informativa riguardo l'avviamento. In questo caso, come nel precedente, la problematica risulta essere rilevante più a livello teorico che pratico, costituendo questa casistica una parte molto esigua del campione. L'indagine statistica ha tenuto conto anche di queste rilevazioni, prendendo come dato delle informazioni da fornire il minimo possibile, ossia quello relativo al fair value less cost to sell. È importante evidenziare che i risultati dell'indagine sotto riportati non subirebbero variazioni, sia cambiando metodo di stima del disclosure index di queste rilevazioni, sia escludendole totalmente dal campione.

4.c MODELLI DI REGRESSIONE

Un altro dei punti nodali del presente lavoro è sicuramente la definizione di un modello di regressione adatto a studiare la tematica in oggetto. Il punto di partenza è rappresentato dalla funzione sottostante:

$$COD = f(DISC, control\ variables)$$

dalla quale si evince che il costo del debito *COD* è funzione della qualità informativa fornita *DISC* e di alcune variabili di controllo.

In particolare, l'ipotesi è che ad un livello più alto di disclosure corrisponda un più alto grado di trasparenza e, di conseguenza, ferme restando tutte le altre variabili, un minor costo del debito.

Seguendo tale traccia, sono state sviluppate due diverse equazioni di regressione: la prima tiene conto del disclosure index come sopra costruito; la seconda, invece, mantiene le singole variabili informative separate, per andare ad indagare più in profondità quale sia la relazione con il costo del debito di ciascuna di esse.

MODELLO 1:

$$COD = \beta_0 + \beta_1 GDW DISC + \beta_2 GDW WEIGHT + \beta_3 FIRM SIZE + \beta_4 SALES GROWTH + \beta_5 LEVERAGE + \beta_6 INTERESTS COVERAGE + \beta_7 MARGIN + \varepsilon$$

$$COD = \beta_0 + \beta_1 GDW DISC + \beta_2 \frac{GOODWILL}{TOTAL ASSETS} + \beta_3 \ln(TOTAL ASSETS) + \beta_4 \frac{SALES_t - SALES_{t-1}}{SALES_{t-1}} + \beta_5 \frac{DEBT}{TOTAL ASSET} + \beta_6 \frac{EBIT}{INTERESTS} + \beta_7 \frac{EBIT}{SALES} + \varepsilon$$

MODELLO 2:

$$COD = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \dots + \beta_{24} D_{24} + \beta_{25} GDW WEIGHT + \beta_{26} FIRM SIZE + \beta_{27} SALES GROWTH + \beta_{28} LEVERAGE + \beta_{29} INTERESTS COVERAGE + \beta_{30} MARGIN + \varepsilon$$

$$COD = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \dots + \beta_{24} D_{24} + \beta_{25} \frac{GOODWILL}{TOTAL ASSETS} + \beta_{26} \ln(TOTAL ASSETS) + \beta_{27} \frac{SALES_t - SALES_{t-1}}{SALES_{t-1}} + \beta_{28} \frac{DEBT}{TOTAL ASSET} + \beta_{29} \frac{EBIT}{INTERESTS} + \beta_{30} \frac{EBIT}{SALES} + \varepsilon$$

Le variabili di controllo inserite in entrambi i modelli sono le seguenti:

- **GDW WEIGHT:** è il peso dell'avviamento sul totale degli asset dell'azienda. Tale elemento è fondamentale all'interno della nostra equazione, poiché serve a fornire una dimensione di importanza alla disclosure. Risulta evidente che una bassa qualità informativa corrispondente ad un peso dell'avviamento esiguo non possa avere lo stesso effetto di una bassa qualità informativa corrispondente ad un peso dell'avviamento sull'attivo importante. Tale variabile è utile proprio ad effettuare questo distinguo.
- **FIRM SIZE:** la grandezza di un'azienda viene comunemente misurata in letteratura come trasformazione logaritmica del totale dell'attivo di bilancio. Risulta evidente che, più un'azienda è grande ed ha asset a disposizione, più aumenta la sua forza negoziale nel momento di contrattazione del debito. Inoltre, la grandezza dell'azienda è spesso sinonimo di internazionalità e di rapporti plurimi con gli Istituti bancari; tale condizione giova sicuramente all'abbassamento del costo del debito, poiché una società grande può sempre confrontare e scegliere condizioni e situazioni di finanziamento differenti.
- **SALES GROWTH:** rappresenta il tasso di crescita delle vendite. È probabile, anche se non del tutto certo, che un aumento delle vendite si rifletta in un minor costo del debito. Un'azienda che cresce e si sviluppa fornisce molto spesso sicurezza agli investitori esterni solo per il fatto stesso di star aumentando il proprio bacino di utenti tramite le vendite.
- **LEVERAGE:** la leva finanziaria è fondamentale nella nostra equazione di regressione. Un aumento del leverage dovrebbe corrispondere ad un aumento del costo del debito, dal momento che l'azienda diventa più esposta al rischio finanziario.
- **INTERESTS COVERAGE:** la copertura degli interessi è forse la variabile più importante della nostra analisi. Un istituto bancario, infatti, è interessato al pagamento costante e puntuale degli interessi ed al rimborso del capitale, mentre solo in modo secondario ad altri tipi di grandezze. In questo caso, dunque, ad un aumento dell'interests coverage si dovrebbe assistere ad una sensibile diminuzione del costo del debito per l'azienda.
- **MARGIN:** il margine è utile per misurare quanta parte delle risorse prodotte attraverso le vendite rimane prima del pagamento degli interessi e delle tasse. Ad un aumento del margine, quindi, dovrebbe corrispondere una maggiore efficienza, una più ampia

disponibilità nel ripagare Stato e Istituti bancari e di conseguenza un costo del debito inferiore.

Le variabili di controllo sopra citate, ad eccezione di GDW WEIGHT, costituiscono grandezze finanziarie alle quali gli istituti bancari fanno certamente riferimento in modo principale nel momento di contrattazione del costo del debito. Probabilmente, dunque, tali grandezze andranno a costituire la parte maggioritaria della variabilità del costo del debito, lasciando un piccolo spazio di variabilità alla disclosure dell'avviamento.

Infine, si ribadisce che i due modelli differiscono solo per il metodo di misurazione della disclosure: il modello 1 si avvale infatti dell'indice di disclosure come sopra costruito, il modello 2, invece, utilizza 24 dummy variables per stimare la correlazione del costo del debito con ciascuna informazione fornita riguardo l'avviamento secondo gli IAS-IFRS.

5. RISULTATI EMPIRICI

Prima di passare ai risultati empirici ottenuti tramite i due modelli di regressione, è necessario sottolineare che i dati scaricati da Compustat sono stati sottoposti a procedura di normalizzazione. Le banche dati, come noto, presentano spesso valori anomali che tendono ad inquinare i dataset utilizzati nelle analisi quantitative.

Nel nostro caso, tutte le variabili di controllo sono state sottoposte a winsorising, ad eccezione di FIRM SIZE, che ha subito la propria normalizzazione attraverso la trasformazione logaritmica. La procedura del winsorising è particolarmente efficace, e più adatta del trimming al caso di specie, poiché eguaglia gli outlier ad un determinato percentile, senza diminuire il campione escludendo completamente dei record. In sostanza, dunque, tutti i dati superiori al 95esimo percentile sono stati eguagliati a quest'ultimo, così come tutti i dati inferiori al 5mo percentile sono stati posti uguali ad esso.

Oltre questa piccola trasformazione statistica, il modello 2 ha subito un'ulteriore variazione. Durante l'analisi, infatti, è stata riscontrata una forte collinearità fra le variabili di mandatory disclosure dettate dallo IAS 36 per la reportistica dell'avviamento. In particolare, come suggerito dalla maggior parte dei testi di econometria, si è inteso seguire il seguente schema per una costruzione adeguata del modello di regressione:

- scelta delle X_1, \dots, X_k variabili;
- stima dei VIF per le suddette variabili;

- eliminazione delle variabili con VIF maggiore di cinque per alta collinearità con le altre (tale procedimento è stato effettuato eliminando dal modello, di volta in volta, la variabile con VIF più alto);
- eliminazione delle variabili con bassa significatività e quindi non utili alla rappresentazione del fenomeno (anche in questo caso, il procedimento è stato effettuato eliminando dal modello, di volta in volta, la variabile con minore significatività).

A seguito di tale procedimento, infine, il modello 2 è risultato il seguente:

$$\begin{aligned}
 COD = & \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_9 D_9 + \beta_{12} D_{12} + \beta_{13} D_{13} + \beta_{18} D_{18} + \beta_{20} D_{20} + \beta_{23} D_{23} \\
 & + \beta_{25} GDW\ WEIGHT + \beta_{26} FIRM\ SIZE + \beta_{27} SALES\ GROWTH \\
 & + \beta_{28} LEVERAGE + \beta_{29} INTERESTS\ COVERAGE + \beta_{30} MARGIN + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Le variabili D_4 , D_6 e D_{22} sono state eliminate per forte collinearità con le altre (VIF maggiore di 5). In particolare, probabilmente, la variabile D_4 riguardante l'allocazione dell'avviamento alle singole CGU ha risentito della collinearità con la variabile D_3 , pertinente l'identificazione delle CGU. È abbastanza comprensibile, infatti, che nel momento in cui un redattore di bilancio effettua l'identificazione delle singole Cash Generating Unit, egli operi anche l'allocazione dell'avviamento alle stesse.

La variabile D_6 , ossia l'indicazione dell'approccio utilizzato nella stima del value in use, ha probabilmente risentito della collinearità con D_5 , cioè l'indicazione del metodo di valutazione dell'avviamento ai fini dell'impairment test. Tale fenomeno è facilmente comprensibile se si pensa al fatto che quasi la totalità delle società che ha utilizzato il value in use ha finito per indicare l'approccio utilizzato per la sua stima nel discounted cash flow; in questo modo, le due informazioni sono state fornite quasi sempre in coppia, creando collinearità.

La dummy variable D_{22} riguardante il periodo sul quale è stato stimato il fair value less cost to sell, ha probabilmente risentito, esattamente come D_6 , della collinearità con l'indicazione del metodo di valutazione utilizzato. In effetti, le rare volte che è stato utilizzato il fair value per la misurazione dell'avviamento, è quasi sempre stato indicato il periodo sul quale è stata estesa la stima.

Le restanti variabili, invece, sono state eliminate per scarsa significatività nella spiegazione del fenomeno in esame.

5.a STATISTICHE DESCRITTIVE ED ANALISI DI CORRELAZIONE

La tabella 3 mostra le statistiche descrittive per entrambi i modelli utilizzati, dal momento che essi differiscono solo ed esclusivamente per la misurazione della disclosure dell'avviamento. È interessante notare come la media del costo del debito delle società analizzate si attesti su valori quasi del 10%; mettendo questo dato in relazione con la deviazione standard, si nota come la gran parte delle rilevazioni all'interno del campione si posizioni nell'intervallo tra il minimo ed il 15%, ossia $\bar{x} + \sigma$.

<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Deviazione standard</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
COD	0,0987	0,0756	0,0682	0,0363	0,3207
DISC	52,4318	60	26,7514	0	100
D1	0,2074	0	0,4056	0	1
D2	0,0998	0	0,2999	0	1
D9	0,0465	0	0,2107	0	1
D12	0,0349	0	0,1836	0	1
D13	0,6899	1	0,4627	0	1
D18	0,3159	0	0,4651	0	1
D20	0,0068	0	0,0821	0	1
D23	0,0010	0	0,0311	0	1
GDW WEIGHT	0,1547	0,1129	0,131	0,0063	0,4591
FIRM SIZE	18,6958	18,6688	1,4214	15,0501	22,4784
SALES	0,1074	0,0806	0,1581	-0,1711	0,5167
GROWTH	0,1974	0,175	0,1272	0,0125	0,4792
LEVERAGE	0,1974	0,175	0,1272	0,0125	0,4792
INTERESTS	11,4906	5,9052	13,4537	1,431	53,3019
COVERAGE	0,1465	0,1256	0,0934	0,0254	0,3626
MARGIN	0,1465	0,1256	0,0934	0,0254	0,3626
<i>n = 1032</i>					

È inoltre interessante commentare la variabile DISC, la quale racchiude l'informativa aggregata riguardo l'avviamento. È possibile notare che l'indice di disclosure varia da un minimo di 0 ad un massimo di 100, ma che la media informativa tenuta dalle società del campione è stata di 52,43, il che significa che mediamente ogni anno è stata fornita la metà dell'informativa obbligatoria richiesta dai principi contabili internazionali.

La variabile GDW WEIGHT, invece, è testimone dell'importanza del fenomeno che il presente lavoro si propone di analizzare. Se è vero che non tutte le società contengono l'avviamento all'interno del loro bilancio, è altrettanto certo che esso rappresenti mediamente quasi il 15% del totale degli asset, fino a raggiungere un massimo del 45,91%. Dato il peso sicuramente rilevante dell'asset in questione, l'informativa fornita riguardo l'avviamento, quindi, deve in qualche modo interessare non solo gli shareholder, ma tutti gli stakeholder in genere ed anche gli Istituti bancari.

Un ulteriore dato interessante è quello fornito dal LEVERAGE, dal quale si evince che le società analizzate finanziano all'incirca il 20% dei propri asset con capitale di debito. Considerato che i patrimoni di queste società ammontano a cifre enormi (spesso misurabili in centinaia di milioni di euro, se non in miliardi di euro), tale percentuale si traduce in un valore assoluto particolarmente elevato.

Infine giova notare come la variabile INTERESTS COVERAGE presenti una grande diversità fra media e mediana. Tale divario, unito ad un'alta deviazione standard, indica che le società tendono a distribuirsi in modo non uniforme intorno alla media campionaria. Da una parte, infatti, è possibile trovare società che riescono a malapena a coprire gli interessi con il proprio EBIT; dall'altra, invece, è possibile notare che alcune società hanno valori talmente elevati di EBIT da riuscire a coprire fino ad un massimo di 53 volte gli interessi da corrispondere alle Banche.

Le tabelle 4 e 5 mostrano la correlazione fra le variabili rispettivamente nel primo e nel secondo modello. I valori sopra la diagonale si riferiscono ai coefficienti di correlazione di Spearman, quelli al di sotto della diagonale, invece, rappresentano i coefficienti di correlazione di Pearson. I due tipi di correlazione creano delle differenze di significatività nei coefficienti, senza tuttavia quasi mai alterare i segni delle relazioni.

Nella matrice del modello 1 è interessante notare come la variabile DISC, corrispondente al disclosure index sulla qualità informativa dell'avviamento, non trovi una correlazione significativa con nessuna delle variabili utilizzate all'interno del modello. Ponendo attenzione ai coefficienti di Spearman, si nota come il costo del debito abbia una correlazione forte (significatività allo 0,01) con tutte le variabili del modello, ad eccezione dell'indice di disclosure e del tasso di crescita delle vendite. Anche se tale dato non è esaustivo, è probabile che l'indice di disclosure non sia particolarmente rilevante nello spiegare la variazione del costo del debito. Nella matrice del modello 2, invece, non tutte le dummy variables rappresentanti la disclosure risultano correlate non significativamente al costo del debito. In particolare, sia secondo i coefficienti di Pearson che di Spearman, si nota una correlazione forte (significatività allo 0,01) sia con D_{13} che con D_{18} ed in entrambi i casi essa ha segno positivo, diversamente da quanto previsto.

Un'ulteriore informazione che si può evincere da questa tabella, ma non dalla precedente per assenza di significatività, è la relazione fra peso dell'avviamento e quantità di informazione fornita. In particolare, riguardo le dummy variables prese in considerazione, si nota che un aumento del peso dell'avviamento induce sempre un aumento delle informazioni fornite e quasi sempre molto significativo.

TABELLA 4
COEFFICIENTI DI CORRELAZIONE DI PEARSON E SPEARMAN – MODELLO 1

	<i>COD</i>	<i>DISC</i>	<i>GDW WEIGHT</i>	<i>FIRM SIZE</i>	<i>SALES GROWTH</i>	<i>LEVERAGE</i>	<i>INTERESTS COVERAGE</i>	<i>MARGIN</i>
<i>COD</i>	1	-,019	,083***	-,203***	,028	-,662***	-,213***	,088***
<i>DISC</i>	-,026	1	,020	-,016	-,050	,020	,021	-,017
<i>GDW WEIGHT</i>	,068**	,007	1	-,086***	-,034	,012	-,086***	-,060*
<i>FIRM SIZE</i>	-,314***	-,007	-,121***	1	,044	,275***	-,097***	-,005
<i>SALES GROWTH</i>	,027	-,045	-,038	,054*	1	-,106***	,141***	,166***
<i>LEVERAGE</i>	-,528***	,009	,000	,211***	-,061**	1	-,247***	-,046
<i>INTERESTS COVERAGE</i>	-,077**	,004	-,175***	-,131***	,099***	-,229***	1	,336***
<i>MARGIN</i>	,103***	-,021	-,058*	-,029	,162***	-,062**	,267***	1

I coefficienti di correlazione di Spearman si trovano al di sopra della diagonale, mentre quelli di Pearson al di sotto

* Correlazione significativa a 0,10 (distribuzione a 2 code)

** Correlazione significativa a 0,05 (distribuzione a 2 code)

** Correlazione significativa a 0,01 (distribuzione a 2 code)

TABELLA 5
COEFFICIENTI DI CORRELAZIONE DI PEARSON E SPEARMAN – MODELLO 2

	<i>COD</i>	<i>D1</i>	<i>D2</i>	<i>D9</i>	<i>D12</i>	<i>D13</i>	<i>D18</i>	<i>D20</i>	<i>D23</i>	<i>GDW WEIGHT</i>	<i>FIRM SIZE</i>	<i>SALES GROWTH</i>	<i>LEVERAGE</i>	<i>INTERESTS COVERAGE</i>	<i>MARGIN</i>
<i>COD</i>	1	,036	,057*	-,019	-,007	,083***	,100***	,043	-,021	,131***	-,053*	-,090***	,225***	-,694***	,078**
<i>D1</i>	,021	1	,603***	,012	,033	,069**	,053*	,074**	-,016	,070**	,130***	-,047	,089***	-,135***	-,149***
<i>D2</i>	-,046	,603***	1	,049	,042	,146***	,087***	-,028	-,010	,095***	,081***	,002	,010	-,120***	-,133***
<i>D9</i>	,014	,012	,049	1	,008	,128***	,078**	-,018	-,007	,070**	,028	,093***	-,084***	,019	,137***
<i>D12</i>	-,019	,033	,042	,008	1	,093***	,109***	-,016	-,006	,109***	-,038	-,036	,041	,046	,013
<i>D13</i>	,076**	,069**	,146***	,128***	,093***	1	,456***	-,123***	-,046	,313***	,007	-,063**	,028	-,038	-,118***
<i>D18</i>	,107***	,053*	,087***	,078**	,109***	,456***	1	-,056*	-,021	,264***	,069**	-,038	,035	-,097***	-,013
<i>D20</i>	,039	,074**	-,028	-,018	-,016	-,123***	-,056*	1	,377***	,063**	,032	,012	,014	-,018	,035
<i>D23</i>	-,021	-,016	-,010	-,007	-,006	-,046	-,021	,377***	1	-,011	-,007	,048	-,014	,015	-,013
<i>GDW WEIGHT</i>	,115***	,035	,085***	,068**	,085***	,253***	,230***	,054*	-,017	1	-,086***	-,034	,012	-,087***	-,060*
<i>FIRM SIZE</i>	-,079**	,121***	,077**	,008	-,037	,004	,061*	,025	-,006	-,121***	1	,044	,275***	-,100***	-,005
<i>SALES GROWTH</i>	-,043	-,046	,009	,113***	-,024	-,072**	-,022	,033	,072**	-,038	,054*	1	-,106***	,142***	,166***
<i>LEVERAGE</i>	,164***	,051	-,004	-,087***	,061*	-,003	,007	,000	-,017	,000	,211***	-,061**	1	-,251***	-,046
<i>INTEREST COVERAGE</i>	-,591***	-,137***	-,103***	,026	-,007	-,051	-,051*	-,035	-,007	-,174***	-,132***	,099***	-,230***	1	,337***
<i>MARGIN</i>	,108***	-,157***	-,131***	,151***	-,003	-,145***	-,034	,016	-,016	-,058*	-,029	,162***	-,062**	,267***	1

I coefficienti di correlazione di Spearman si trovano al di sopra della diagonale, mentre quelli di Pearson al di sotto

* Correlazione significativa a 0,10 (distribuzione a 2 code)

** Correlazione significativa a 0,05 (distribuzione a 2 code)

*** Correlazione significativa a 0,01 (distribuzione a 2 code)

Inoltre, il GDW WEIGHT è correlato positivamente con il costo del debito, segno che all'aumentare del peso dell'avviamento sul totale degli asset, vi è un aumento del tasso di interesse da parte degli Istituti di credito. È interessante notare fin da subito come tale dato sia in contrasto con quanto emerge dal modello di regressione commentato al paragrafo successivo, al quale si rimanda per ulteriori approfondimenti.

In entrambi i modelli, come previsto in precedenza, il costo del debito presenta una correlazione molto forte e significativa con le variabili finanziarie prese in considerazione, ossia FIRM SIZE, LEVERAGE, INTERESTS COVERAGE e MARGIN.

5.b RISULTATI DELLA REGRESSIONE

La tabella 6 mostra i risultati della regressione lineare sia per il modello 1 che per il modello 2.

TABELLA 6						
RISULTATI DELLA REGRESSIONE – MODELLO 1 e 2						
	MODELLO 1			MODELLO 2		
VARIABILE	BETA COEFF	T-STAT	VIF	BETA COEFF	T-STAT	VIF
Intercept		16,261			16,772	
DISC	-,019	-,784	1,003			
D1				-,044	-1,512	1,642
D2				*,049	1,676	1,629
D9				**-,049	-2,076	1,070
D12				**-,045	-1,971	1,026
D13				***,072	2,689	1,385
D18				***,079	3,043	1,304
D20				*,046	1,845	1,216
D23				-,034	-1,371	1,179
GDW WEIGHT	,002	,075	1,055	*-,043	-1,759	1,167
FIRM SIZE	***-,234	-9,188	1,083	***-,185	-7,743	1,109
SALES GROWTH	,012	,471	1,040	-,002	-,105	1,060
LEVERAGE	***-,530	-20,710	1,098	***,066	2,735	1,113
INTERESTS COVERAGE	***-,265	-9,967	1,183	***-,680	-27,373	1,194
MARGIN	***,131	5,132	1,099	***,305	12,422	1,169
Adj. R2	,384			,475		
Fisher F	***92,873			***65,631		
<i>n</i>	1032					

* Significativo a livello 0,10

** Significativo a livello 0,05

*** Significativo a livello 0,01

Il modello 1 presenta uno scenario nel quale la qualità della disclosure dell'avviamento non è necessaria alla spiegazione della variazione del costo del debito. In effetti, nonostante la

relazione del coefficiente beta sia negativa come previsto, essa non è significativa neanche ad un livello di 0,10; in conseguenza di ciò, la variabile potrebbe essere espunta dal modello senza particolari cambiamenti nei coefficienti delle altre e della significatività del modello stesso. Tale avvisaglia era già presente nella matrice dei coefficienti di Pearson e Spearman (Tabella 4), nella quale il disclosure index non risultava correlato significativamente a nessuna delle variabili inserite nel modello 1.

Tale risultato è abbastanza singolare, poiché l'ipotesi proposta era che all'aumento dell'indice di disclosure si dovesse assistere ad una diminuzione del costo del debito. Un aumento dell'informativa, infatti, avrebbe dovuto corrispondere ad una maggior trasparenza e, di conseguenza, scatenare un "effetto fiducia" negli Istituti di credito dovuto alla diminuzione dell'asimmetria informativa.

Le motivazioni della mancanza di significatività tra l'indice di disclosure e costo del debito possono risiedere principalmente in tre aspetti:

- alta collinearità fra le variabili che compongono il disclosure index tale da inquinare il modello e rendere tale variabile non significativa;
- alcune delle informazioni richieste obbligatoriamente dallo IAS 36 sono in realtà non utili nello spiegare il fenomeno di contrattazione del debito. In sostanza, è possibile che alcune informazioni siano ritenute irrilevanti dagli Istituti di credito e pertanto non vengano prese in considerazione;
- comportamento non omogeneo delle variabili componenti il disclosure index. L'assunto di base effettuato in questo lavoro è che ogni informazione fornita generi una diminuzione del costo del debito. In realtà, potrebbe darsi che alcune informazioni siano correlate negativamente con il costo del debito, mentre altre agiscano in modo positivo, ossia facciano aumentare il tasso di interesse al momento della contrattazione con gli Istituti di credito.

Tutte le spiegazioni sopra fornite hanno un certo fondamento e trovano la loro riprova implicita nella costruzione del modello 2. Effettivamente, come notato in precedenza, alcune variabili all'interno del disclosure index soffrono di correlazione lineare, avendo un VIF superiore a 5 (D_4 , D_6 e D_{22}). Tale fenomeno indica che alcune delle informazioni richieste dallo IAS 36 come obbligatorie, in realtà sono la diretta conseguenza di altre informazioni e che, probabilmente, sarebbero fornite anche in assenza di una prescrizione da parte del principio contabile in esame.

È altrettanto vero che alcune informazioni non sono utili nello spiegare la variabilità del costo del debito ed infatti sono risultate prive di significatività e pertanto espunte dal modello 2.

Inoltre, come si può vedere dalla tabella 6, all'interno del disclosure index vi sono alcune informazioni che sono correlate positivamente con il costo del debito, mentre altre hanno un effetto negativo su di esso. Tale sensazione era già presente all'interno della matrice dei coefficienti di correlazione di Pearson e Spearman ed è ulteriormente confermata dal modello di regressione lineare.

In particolare, si noti come all'interno del modello di regressione 2 si vadano a formare due coppie di variabili che si comportano in modo identico in relazione al costo del debito ed hanno lo stesso grado di significatività:

- D_9 e D_{12} : entrambe le variabili hanno una significatività allo 0,05 e una correlazione negativa con il costo del debito. Esse si riferiscono alla presenza di una spiegazione alla scelta rispettivamente del periodo sul quale vengono proiettati i flussi di cassa e del tasso di crescita. Volendo provare a fornire una motivazione al comportamento evidenziato dal modello di regressione è utile prendere in considerazione gli elementi fondamentali per l'applicazione del metodo del value in use ed in particolare del discounted cash flow, utilizzato nella quasi totalità dei casi: flussi da proiettare, arco temporale sul quale effettuare la proiezione, tasso di sconto da utilizzare. Nel momento in cui un soggetto esterno intendesse, seppur con dispendio di molte risorse sia temporali che economiche, andare a controllare l'applicazione dell'impairment test, i due dati ai quali probabilmente non avrebbe accesso da outsider sono proprio l'arco temporale di riferimento ed il tasso di crescita. In questo caso, dunque, sembra che gli Istituti di credito premiano i manager che forniscono l'informazione sulla scelta di un determinato arco temporale e sull'utilizzo di un determinato tasso di crescita.
- D_{13} e D_{18} : entrambe le variabili hanno una significatività allo 0,01 e una correlazione positiva con il costo del debito. Esse si riferiscono al tasso di sconto utilizzato nell'applicazione del value in use per il calcolo del valore recuperabile dell'avviamento. In particolare, D_{13} rappresenta l'indicazione numerica di un tasso di sconto o di un range di tassi per l'applicazione dell'impairment test, mentre D_{18} indica la presenza di tassi di sconto diversi secondo le varie CGU alle quali è stato allocato l'avviamento. La correlazione positiva indica che la presenza di queste informazioni all'interno dei bilanci delle società analizzate produce un effetto aumentativo del costo del debito. In sostanza, sembra quasi che gli Istituti di credito preferiscano che le

informazioni in esame non vengano fornite al pubblico da parte delle società, anche se esse sono richieste obbligatoriamente da parte dei principi contabili internazionali.

Passando alle variabili non riguardanti la disclosure, l'accento deve essere posto su INTERESTS COVERAGE, che ha ovviamente in entrambi i modelli una correlazione negativa con il costo del debito ed una significatività allo 0,01. Tale elemento è sicuramente il più importante nello spiegare la dinamica di variabilità del COD; in effetti, nel momento in cui gli Istituti di credito decidono di affidare una somma ad una società sono interessati a sapere come informazione primaria ed enormemente rilevante, se la società in questione sarà in grado o meno di pagare gli interessi e restituire la somma in oggetto.

Nonostante una significatività non molto elevata (livello 0,10) è interessante commentare anche la correlazione negativa fra COD e peso dell'avviamento. Secondo il modello di regressione 2, infatti, un aumento del peso dell'avviamento induce una diminuzione del costo del debito, seppur lieve. Come anticipato in precedenza, questo dato è in contrasto con quanto espresso dai coefficienti di correlazioni di Pearson e Spearman, secondo i quali la relazione fra costo del debito e peso dell'avviamento risulta significativa e positiva. Una delle possibili spiegazioni di tale comportamento è data dalla differente origine dei due dati: i coefficienti di correlazione, infatti, esprimono una relazione a coppia, senza cioè considerare le altre variabili oggetto di studio del paper; il modello di regressione, al contrario, esprime una relazione dettata dall'interazione di tutte le variabili sopra citate. In effetti, se si immagina la correlazione fra peso dell'avviamento e costo del debito, senza considerare altre informazioni, è naturale ipotizzare un'influenza positiva, ossia un aumento degli interessi quanto più l'avviamento pesa all'interno dell'azienda. In effetti, tale asset potrebbe essere stato iscritto, valutato o contabilizzato in modo errato e non vi è alcuna informazione in grado di chiarire se esso produca valore oppure no. Al contrario, il modello di regressione lineare non fornisce l'informazione dell'avviamento tout court, ma la relaziona con tutte le altre variabili inserite; in questo caso, quindi, il modello è in grado di indagare la relazione fra costo del debito e avviamento sotto un'altra ottica, ossia evidenziando se l'asset in considerazione produce o meno valore per l'azienda e soprattutto è in grado di fornire un apporto al pagamento degli interessi.

6. CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha inteso indagare, attraverso un metodo quantitativo-statistico, la relazione fra costo del debito e qualità della mandatory disclosure dell'avviamento fornita secondo lo IAS 36. L'ipotesi di ricerca testata prevedeva una correlazione negativa fra i due elementi presi in esame, dal momento che un aumento della disclosure fornita dovrebbe agevolare la contrattazione fra azienda e Istituto di credito.

A tale scopo è stato costruito un indice della qualità della disclosure per l'avviamento, analizzando tutte le società contenute nell'indice S&P Europe 350 ad eccezione di quelle classificate come Financials. Inoltre, è stato creato un modello di regressione per testare l'ipotesi sopra evidenziata.

L'applicazione di tale metodologia di ricerca ha portato ad evidenziare i seguenti risultati:

1. l'indice di disclosure formato da tutte le informazioni richieste obbligatoriamente dallo IAS 36 non risulta correlato significativamente con il costo del debito;
2. alcune delle 24 informazioni richieste obbligatoriamente dai principi contabili risultano correlate linearmente e quindi sarebbero probabilmente fornite anche in assenza di prescrizione da parte dello IAS 36;
3. non tutte le informazioni sono significativamente correlate con il costo del debito;
4. tra le informazioni significativamente correlate con il costo del debito, non tutte hanno la stessa influenza su di esso;
5. le informazioni significativamente correlate con il costo del debito risultano essere quattro e formano due coppie che assumono un effetto opposto su di esso.

Quanto sopra costituisce un pannello di informazioni molto importanti sia a livello pratico che teorico. Infatti, a livello pratico, i risultati della ricerca potranno essere utili sia alle aziende nella fase di redazione dei documenti informativi per cercare di puntare sulle variabili chiave per la riduzione del costo del debito, sia agli Istituti bancari per comprendere le informazioni rilevanti e richiederle in sede di valutazione della linea di credito, sia agli Standard Setter per controllare l'adeguatezza ed eventualmente implementare e rivedere il principio contabile IAS 36.

Inoltre, da un punto di vista teorico, appare evidente che l'assunto di base, secondo il quale tutte le informazioni rilasciate contribuiscono alla diminuzione dell'asimmetria informativa e di conseguenza del costo del debito, dovrebbe probabilmente essere sottoposto a revisione o quantomeno circoscritto. I risultati della ricerca hanno infatti dimostrato che solo alcune

informazioni risultano rilevanti e solo queste ultime riducono l'asimmetria informativa; fattore ancora più importante, tuttavia, è che la riduzione della distanza fra azienda e Istituto di credito non sempre si riflette in una diminuzione del costo del capitale di terzi.

Il modello sopra esposto, pur rappresentando con buona approssimazione la realtà, come testimoniato dalla misura di $R^2 - adjusted$, prende in considerazione solo alcune delle variabili che possono influenzare il costo del debito. Uno sviluppo della ricerca potrebbe essere rappresentato proprio da questo limite, ossia l'individuazione di ulteriori variabili utili nella rappresentazione del fenomeno. Inoltre, sarebbero opportuno studiare la relazione in esame facendo riferimento anche ai singoli mercati in cui le aziende operano ed ai settori industriali di appartenenza.

I risultati esposti aprono quindi un nuovo ed ampio scenario di ricerca sulla mandatory disclosure fornita secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS, cioè quello dell'individuazione, selezione e categorizzazione della significative disclosure. A tal proposito, ulteriori ricerche sia sulla qualità informativa del bilancio in generale, che dei singoli asset, che del capitale immateriale sono sicuramente il prossimo passo che la dottrina dovrebbe compiere per cercare di fare chiarezza su una relazione che, seppur fondamentale, non pare ancora aver trovato una definizione netta.

NOTE BIBLIOGRAFICHE

Aboddy, D. and Lev, B. (1998) 'The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization', *Journal of Accounting Research*, 36 (Supplement), pp. 161-191.

Aboddy, D. and Lev, B. (2000) 'Information asymmetry, R&D and insider gains', *Journal of Finance*, 55 (6), pp. 2747-2766.

Al Jifri, K. and Citron, D. (2009) 'The value-relevance of financial statement recognition versus note disclosure: evidence from goodwill accounting', *European Accounting Review*, 18 (1), pp. 123-140.

Anantharaman, D. (2007) 'Has SFAS 142 diminished the reliability of goodwill write-offs?', available at <http://ssrn.com/abstract=989969>.

Armitage, S. and Marston C. (2008) 'Corporate disclosure, cost of capital and reputation: evidence from finance directors', *The British Accounting Review*, 40 (1), pp. 314-336.

Avery, H. (1942) 'Accounting for intangible assets', *The Accounting Review*, 17 (4), pp. 354-363.

Baiman, S. and Verrecchia, R. E. (1996) 'The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading', *Journal of Accounting Research*, 34 (1), pp. 1-22.

Banegil, T. M. and Calvan, R. S. (2007) 'Intangible measurement guidelines: a comparative study in Europe', *Journal of Intellectual Capital*, 8 (2), pp. 192-204.

Barlett, S. A. and Chandler, R. A. (1997) 'The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on', *The British Accounting Review*, 29 (3), pp. 245-264.

Beatty, A. and Weber, J. (2006) 'Accounting discretion in fair value estimates: an examination of SFAS 142 goodwill impairments', *Journal of Accounting Research*, 44 (2), pp. 257-288.

Botosan, C. A. (1997) 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review*, 72 (3), pp. 323-349.

Botosan, C. A. and Plumlee, M. A. (2002) 'A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital', *Journal of Accounting Research*, 40 (1), pp. 21-40.

Botosan, C. A. (2006) 'Disclosure and the cost of equity capital: what do we know?', *Accounting and Business Research*, International Accounting Forum, pp. 31-40.

Bushee, J. B. and Noe, C. (2000) 'Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility', *Journal of Accounting Research*, 38 (3), pp. 171-202.

Catasús, B. and Gröjer, J. (2003) 'Intangibles and credit decisions: results from an experiment', *European Accounting Review*, 12 (2), pp. 327-355.

Cazavan-Jeny, A. and Jeanjean, T. (2007) 'Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: an empirical analysis', *Review of Accounting and Finance*, 6 (2), pp. 131-149.

Chambers, D. J. (2007) 'Has goodwill accounting under SFAS 142 improved financial reporting?', available at <http://ssrn.com/abstract=953649>.

Choi, F. (1973) 'Financial disclosure in relation to a firm's capital costs', *Accounting and Business Research*, 4 (1), pp. 282-292.

Churyk, N. T. (2005) 'Reporting goodwill: are the new accounting standards consistent with market valuations?', *Journal of Business Research*, 58 (10), pp. 1353-1361.

Cordazzo, M. (2007) 'Intangibles and Italian IPO prospectuses: a disclosure analysis', *Journal of Intellectual Capital*, 8 (2), pp. 288-305.

Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. (1991) 'Disclosure, liquidity and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 46 (4), pp. 1325-1359.

Easley, D. and O'Hara, M. (2004) 'Information and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 59 (4), pp. 1553-1583.

Francis, J. R. and Schipper, K. (1999) 'Have financial statements lost their relevance?', *Journal of Accounting Research*, 37 (2), pp. 319-352.

Francis, J. R., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2005) 'Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world', *The Accounting Review*, 80 (4), pp. 1125-1162.

Francis, J. R., Huang, S., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2009) 'Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation?', *Journal of Accounting Research*, 47 (4), pp. 943-989.

Frankel, L., McNichols, M. and Wilson, G. P. (1995) 'Discretionary disclosure and external financing', *The Accounting Review*, 70 (1), pp. 135-150.

Frantz, P. (1997) 'Discretionary accounting choices: a debt-covenants based signaling approach', *Accounting and Business Research*, 27 (2), pp. 99-110.

Gietzmann, M. B. and Trombetta, M. (2003) 'Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital', *Accounting and Business Research*, 33 (3), pp. 187-205.

Godfrey, J. and Koh, P. S. (2001) 'The relevance to firm valuation of capitalizing intangible assets in total and by category', *Australian Accounting Review*, 11 (24), pp. 39-48.

Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005) 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3), 3-73.

Guler, L. (2007) 'Goodwill impairment charges under SFAS 142: role of executives' incentives and corporate governance', Ph. Dissertation, Texas A&M University.

Hail, L. (2002) 'The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms', *European Accounting Review*, 11 (4), pp. 741-773.

Harrell, A. M. and Klick, H. D. (1980) 'Comparing the impact of monetary and nonmonetary human asset measures on executive decision making', *Accounting, Organizations and Society*, 5 (4), pp. 393-400.

Healy, P. M. and Papelu, K. G. (2001) 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1), pp. 405-440.

Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R.B. and Duvall, L. (1996) 'The relationship between accounting goodwill numbers and equity values', *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (4), pp. 513-533.

Korajczyk, R. A., Lucas, D. J. and McDonald, R. L. (1991) 'The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues', *The Review of Financial Studies*, 4 (4), pp. 685-708.

Lang, M. H. and Lundholm, R. J. (1996) 'Corporate disclosure policy and analyst behavior', *The Accounting Review*, 71 (4), pp. 467-492.

Lev, B. (1988) 'Toward a theory of equitable and efficient accounting policy', *The Accounting Review*, 63 (1), pp. 1-22.

Lev, B. (2001) *Intangibles: management, measurement and reporting*. (Washington D.C.: The Brookings Institution).

Lev, B. and Thiagarajan, S. R. (1993) 'Fundamental information analysis', *Journal of Accounting Research*, 31 (2), pp. 190-215.

Liberatore, G. and Mazzi, F. (2010) 'Goodwill write-off and financial market behavior: an analysis of possible relationships', *Advances in Accounting incorporating Advances in International Accounting*, 26 (2), pp. 322-328.

Mangena, M., Pike, R. and Li, J. (2010) 'Intellectual capital disclosure practices and effects on the cost of equity capital: UK evidence', *The Institute of Chartered Accountants of Scotland*, Edinburgh.

Mard, M. J., Hitchner, J. R., Hyden, S. D. and Zyla, M. L. (2002) *Valuation for financial reporting: intangible assets, goodwill and impairment analysis, SFAS 141 and 142*. (New York: John Wiley & Sons).

Massoud, M. F. and Raiborn, C. A. (2003) 'Accounting for goodwill: are we better off?', *Review of business*, 24 (2), pp. 26-33.

Mazumdar, S. C. and Segunpta, P. (2005) 'Disclosure and the loan spread on private debt', *Financial Analysts Journal*, 61 (3), pp. 83-95.

McCarthy, M. and Schneider, D. (1995) 'Market perception of goodwill: some empirical evidences', *Accounting and Business Research*, 26 (1), pp. 69-81.

Morricone, S., Oriani, R. and Sobrero, M. (2009) 'Intangible assets and the mandatory adoption of IFRS', Working Paper, XXXII AIDEA Annual Meeting, Ancona.

Nagar, V., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003) 'Discretionary disclosure and stock-based incentives', *Journal of Accounting and Economics*, 34 (1), pp. 283-309.

Schultze, W. (2005) 'The information content of goodwill-impairments under FAS 142: implications for external analysis and internal control', *Schmalenbach Business Review*, 57 (7), pp. 276-297.

Schwan, E. S. (1976) 'The effects of human resources accounting data on financial decisions: an empirical test', *Accounting, Organizations and Society*, 1 (2-3), pp. 219-237.

Sengupta, P. (1998) 'Corporate disclosure quality and the cost of debt', *The Accounting Review*, 73 (4), pp. 459-474.

Shalev, R. (2009) 'The information content of business combination disclosure level', *The Accounting Review*, 84 (1), pp. 239-270.

Teodori, C. and Veneziani, M. (2009) 'Intangible assets in annual reports: a disclosure index', Working Paper, XXXII AIDEA Annual Meeting, Ancona.

Welker, M. (1995) 'Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets', *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), pp. 801-827.

Zambon, S. and Bergamini, I. (2007) 'Scoring company disclosure on intangibles: an application of an innovative methodology in an European perspective', in Zambon, S. and Marzo, G. (eds) *Visualizing intangibles: measuring and reporting in the knowledge economy*, pp. 129-160 (Ashgate, Chippenham).