

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

Anno LXIII Fasc. 4 - 2012

Ugo Lassini - Silvano Corbella - Andrea Lionzo

**LA MISURAZIONE DELLA
“DISCLOSURE QUALITY”
ECONOMICO-FINANZIARIA:
UNA RASSEGNA RAGIONATA
DELLA LETTERATURA
INTERNAZIONALE**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**LA MISURAZIONE DELLA “DISCLOSURE QUALITY”
ECONOMICO-FINANZIARIA: UNA RASSEGNA RAGIONATA
DELLA LETTERATURA INTERNAZIONALE**

di UGO LASSINI, SILVANO CORBELLA, ANDREA LIONZO ⁽¹⁾

The purpose of this article is to review and synthesize the literature on Disclosure Quality measurement. We explore how previous research investigates and measures the quality of corporate disclosure in order to construct specific indexes. To facilitate the review, we provide a taxonomy based on three measurement approaches (indexes based on textual analysis, indexes based on analysts ratings and self-constructed disclosure indexes). Not only empirical studies are analyzed, but also theoretical framework assessing disclosure quality, in order to show which dimensions of this complex construct are considered, although still not adequately operationalized.

1. Introduzione.

La comunicazione aziendale “a contenuto economico-finanziario” configura un ambito d’indagine articolato e complesso che da tempo ha attratto l’attenzione degli studiosi di economia aziendale (a livello nazionale) e di accounting (a livello internazionale). In tale ambito, un interesse particolare è stato dedicato alle *funzioni* che la comunicazione economico-finanziaria — *in primis* “di bilancio”, ma non solo — è ordinata ad assolvere. Al riguardo i ricercatori, nazionali e internazionali, sono giunti a sostenere, seppur in forza di approcci metodologici e percorsi di indagine fortemente differenziati, posizioni “non incompatibili”:

i) a livello nazionale, la dottrina aziendale ha messo in luce la funzione conoscitivo-informativa della comunicazione indirizzata ai numerosi soggetti che nutrono aspettative in merito alle vicende economiche dell’impresa (per Tutti, Provasoli 1989); nel contempo, è stato puntualmente rilevato come la comunicazione economico-finanziaria si riverberi sui comportamenti dei soggetti destinatari dell’informazione, inducendo decisioni, azioni e inazioni consequenziali al contenuto del messaggio trasmesso dal soggetto emittente;

⁽¹⁾ Il lavoro è stato sviluppato nell’ambito di un più ampio “Progetto di Ricerca di Interesse Nazionale” (Prin 2007) che ha visto coinvolti gli Autori e che ha beneficiato di un finanziamento ministeriale. L’articolo è frutto del lavoro di ricerca svolto in comune dagli Autori che hanno congiuntamente messo a fuoco la chiave di lettura degli articoli considerati; peraltro, ad esito di tale comune lavoro di ricerca, Silvano Corbella ha redatto i paragrafi 1 e 2, Ugo Lassini i paragrafi 3 e 4, Andrea Lionzo i paragrafi 5 e 6.

di conseguenza, la comunicazione economico-finanziaria è ordinata anche ad assolvere una funzione di tipo comportamentale (Cattaneo e Manzonetto 1992) in capo al soggetto economico che detiene le leve di governo dell'impresa;

ii) a livello internazionale, la letteratura dominante ha attribuito enfasi al cd. *decision-usefulness approach*, che porta a considerare la comunicazione economico-finanziaria come lo strumento essenziale per fornire informazioni utili a supportare il processo decisionale dei soggetti cui è destinata (per Tutti, Ryan, Scapens e Theobald 1992); in forza di tale approccio, la significatività di una informazione va ricercata nella utilità che è in grado di fornire agli user del messaggio trasmesso rispetto ai fabbisogni informativi dagli stessi espressi; in particolare, una informazione è significativa quando è in grado di “make a difference” nel condizionare le decisioni dei destinatari, e ciò in quanto dotata di capacità predittiva in merito alle prospettive future aziendali.

Come sopra anticipato, le posizioni espresse, seppur differenziate, non appaiono incompatibili. In effetti, in entrambi gli approcci: *a)* la comunicazione economico-finanziaria promana da un soggetto che deve “*far conoscere*” trasmettendo informazioni *utili rispetto ai fabbisogni informativi* espressi dai destinatari; *b)* i *comportamenti dei destinatari sono influenzati* dalle informazioni trasmesse, destinate a riflettersi nelle “decisioni assunte”. Facendo sintesi delle posizioni illustrate, esse trovano comune denominatore nella (condivisa) esigenza di ridurre le *asimmetrie informative* sussistenti tra i fruitori della comunicazione a fini decisionali e i soggetti aziendali preposti alla sua predisposizione e trasmissione (Welker 1995; Sengupta 1998; Healy, Hutton e Palepu 1999; Leuz e Verrecchia 2000). Gli emittenti la comunicazione, infatti, godono di un vantaggio conoscitivo rispetto ai fruitori; tale vantaggio è originato dal “presidio” delle informazioni oggetto di comunicazione e si traduce nell’assunzione di una posizione dominante nel reciproco rapporto.

Il quadro delineato risulta rilevante con riguardo al tema oggetto di analisi nel presente contributo: la *Disclosure Quality* nella comunicazione economico-finanziaria d’impresa (DQ). Il tema della DQ, infatti, appare cruciale nella prospettiva di contribuire a colmare le asimmetrie tra l’entità tenuta a trasmettere informazioni economico-finanziarie e gli stakeholders che, seppur esclusi dal presidio delle informazioni, sono interessati alle vicende gestionali aziendali e, in particolare, alla conoscenza delle performance generate (Diamond e Verrecchia 1991): una migliore DQ, infatti, comprime il vantaggio conoscitivo detenuto dall’emittente a scapito del fruitore, a beneficio di una sorta di temperamento dei reciproci interessi.

Il tema in parola, peraltro, è estremamente ampio e si apre a molteplici profili d’indagine prontamente approfonditi in letteratura; tra gli altri:

a) l'esame degli *effetti* generati dalla DQ, con particolare riguardo alle società quotate, in termini di riduzione del costo del capitale, di miglioramento della liquidità del titolo e di incremento dell'attenzione riservata al titolo stesso da parte degli analisti finanziari (Barry e Brown 1984; Bhushan 1989; Lang e Lundholm 1996; Botosan 1997; Leuz e Verrecchia 2000; Botosan e Plumlee 2002; Francis et al. 2008);

b) l'esame dei *fattori “corporate”* in grado di “*determinare*” il livello di DQ, quali, ad esempio, la dimensione aziendale, il grado di indebitamento, il settore di attività, lo *status* di società quotata, ecc. (Singhvi e Desai 1971; Buzby 1972; McNally et al. 1982);

c) l'esame delle variabili che influenzano le “*politiche di Disclosure*”, più o meno “trasparenti”, adottate dai manager; tra tali variabili si ricordano, ad esempio, il rischio di compromettere la posizione competitiva dell'impresa, i possibili effetti indotti sul mercato dei capitali, la propensione ad evitare oneri legati a eventuali contenziosi (Verrecchia 1983; Barry e Brown 1986; Aboody e Kasznik 2000);

d) l'esame del contributo fornito da alcuni “istituti” deputati a disciplinare la Disclosure e a migliorarne la credibilità; per tutti, la regolamentazione contabile (Watts e Zimmerman 1978) e la revisione (Watts e Zimmerman 1990).

A fronte di siffatta varietà di profili di indagine, il presente articolo approfondisce un ambito di ricerca estremamente circoscritto, seppur di estremo rilievo: l'analisi delle modalità di misurazione del livello di DQ, misurazione di norma effettuata mediante costruzione di appositi indici. In particolare, lo scritto è volto a presentare una *rassegna ragionata della letteratura di carattere empirico* pubblicata in materia di *misurazione della DQ*. La rassegna è peraltro focalizzata sul *contesto internazionale*, atteso che il tema è stato sostanzialmente trascurato dalla dottrina economico-aziendale italiana, poco sensibile ai tentativi di misurazione dei fenomeni qualitativi e, più in generale, meno orientata a sviluppare ricerche fondate sulla validazione di ipotesi mediante “misurazione”.

La rassegna — si è scritto — ambisce ad essere “ragionata”, e ciò sulla base della specifica chiave interpretativa adottata dagli autori. In particolare:

— dapprima, gli scritti esaminati sono stati articolati in funzione della prospettiva, *teorica* o *empirica*, delle ricerche effettuate; la distinzione si è resa opportuna in ragione del differente approccio posto alla radice delle due prospettive identificate: gli scritti di *natura teorica* affrontano in via diretta il tema della misurazione della DQ cogliendone uno o più profili rilevanti quali, ad esempio, la valenza degli indici di misurazione applicabili, i limiti e i vantaggi di ciascun indice, le variabili della qualità (completezza, chiarezza, attendibilità, ecc.) “catturate” in forza dell'indice prescelto, e così via; gli scritti di *natura empirica*, invece, di norma utilizzano un singolo indice di misurazione di DQ in via strumentale rispetto al raggiungimento di uno

specifico obiettivo, a sua volta ordinato alla soluzione di un problema di ricerca;

— successivamente, l'attenzione è stata focalizzata sugli scritti di natura empirica, classificati in funzione delle modalità di misurazione a cui il ricercatore ha fatto ricorso; al riguardo, si sono individuate tre classi:

i) le misurazioni della DQ effettuate “in proprio” dall'autore della pubblicazione mediante l'analisi del contenuto letterale delle informazioni economico-finanziarie trasmesse dalle società sottoposte ad indagine;

ii) gli indici di DQ costruiti “in proprio” dall'autore della pubblicazione mediante apprezzamento della presenza (o meno) di indicazioni relative a singoli pre-selezionati item informativi;

iii) gli indici di DQ calcolati e resi pubblici da entità preposte, per finalità istituzionale, ad analisi economico-finanziarie (Standard & Poor's, the Center for Financial Analysis and Research's, the Association for Investment Management and Research, ecc.).

La chiave di lettura proposta considera altresì, nell'ambito di ciascuna classe identificata, altre variabili che, seppur non espressamente menzionate, sono rilevanti ai fini dell'analisi del tema della misurazione della DQ. Tra le altre, ad esempio, la scelta del ricercatore di estendere l'indagine sia alla Disclosure obbligatoria sia a quella volontaria o, viceversa, di limitarla all'una o all'altra fattispecie; la presenza (o meno) di fattori di ponderazione applicati, in funzione della rilevanza loro attribuita, alle variabili considerate ai fini della costruzione degli indici di misurazione; e così via.

Stante il campo d'indagine illustrato, il lavoro che segue è così strutturato: il paragrafo 2 presenta il background assunto a riferimento ai fini della successiva trattazione. Il paragrafo 3 espone lo schema di analisi adottato a supporto della rassegna ragionata nonché i criteri di identificazione e delimitazione degli articoli analizzati. Il paragrafo 4 è dedicato all'analisi dei principali approcci adottati al fine di pervenire alla misurazione della DQ. Il paragrafo 5 discute le principali problematiche insite nell'apprezzamento della DQ con riferimento al tema della replicabilità e validità delle misure proposte. Il paragrafo 6 trae le conclusioni del lavoro svolto.

2. Il quadro di riferimento.

Il quadro di riferimento strumentale allo sviluppo della successiva trattazione può essere articolato in funzione dei tre “concetti chiave” che danno contenuto al campo di indagine definito nell'introduzione. Pertanto, stante il tema della misurazione della DQ in ambito economico-finanziario, si tratta di formulare alcune riflessioni preliminari in merito agli indirizzi dominanti con riguardo a:

- 1) la *comunicazione economico-finanziaria* oggetto del giudizio di DQ;
- 2) la nozione di *Disclosure*;

3) la nozione di *Qualità* suscettibile di *misurazione* ai fini dell’apprazzamento della Disclosure.

1) *La comunicazione economico-finanziaria oggetto del giudizio di DQ.* — La comunicazione economico-finanziaria si sostanzia nel « complesso delle comunicazioni effettuate mediante qualsiasi canale di diffusione dalla direzione aziendale alle varie classi di interesse in essa convergenti sull’evoluzione dell’assetto reddituale, finanziario e patrimoniale » dell’azienda (Corvi 2000). Essa si connota per due caratteri fondamentali (Rossi 2009): da un lato, è una forma di comunicazione capace di condizionare, influenzando il processo decisionale dei destinatari, il reperimento delle risorse da impiegare nei processi di produzione e/o di consumo; dall’altro lato, è una forma di comunicazione soggetta ad un’ampia regolamentazione da parte dei pubblici poteri allo scopo di tutelare le esigenze conoscitive degli interlocutori aziendali (*in primis*, investitori e creditori) che su di essa fanno affidamento per assumere le proprie decisioni ⁽²⁾.

La comunicazione economico-finanziaria — si è scritto — si avvale di “qualsiasi canale”; in effetti, i canali di norma utilizzati sono molteplici: i rendiconti economico-finanziari periodici (“di esercizio”, semestrali, trimestrali), i rendiconti *una tantum*, i comunicati stampa, i road-show, e, più in generale, tutti gli strumenti di cui si avvale l’attività di *investor relation* (Mazzola 2005) ⁽³⁾. Alcuni di questi canali sono esclusivamente dedicati a trasmettere informazioni “a consuntivo” mentre altri si prestano anche per divulgare previsioni in merito all’andamento prospettico aziendale. Nondimeno, nel quadro delineato, rivestono particolare importanza le forme di comunicazione *periodiche obbligatorie* che postulano processi di misurazione *a consuntivo* che, mediante la determinazione quantitativa delle performance di periodo, consentono l’apprazzamento, a definiti intervalli temporali, degli effetti prodotti dalle scelte di gestione sulla ricchezza aziendale. In particolare, il calcolo delle performance trova efficace comunicazione — seppur non esclusiva — nel *rapporto annuale* contenente, tra l’altro, il *bilancio di esercizio* e la *relazione sulla gestione* nonché (per le società quotate) nei *rapporti infrannuali*, orientati a soddisfare, in via prevalente, le istanze conoscitive dei soggetti che operano all’esterno delle entità preposte alla redazione del documento (Marasca 1999) ⁽⁴⁾. Tali soggetti, in quanto portatori di interessi

⁽²⁾ Per approfondimenti sul tema si veda, nella letteratura italiana, Alvino (2001), Fontana (2001), Zavani (2000), Bertinetti (1996), Salvioni (1992), Coda (1989).

⁽³⁾ Scrivono Healy e Palepu (2001): « Firms provide disclosure through regulated financial reports, including the financial statements, footnotes, management discussion and analysis, and other regulatory filings. In addition, some firms engage in voluntary communication, such as management forecasts, analysts’ presentations and conference calls, press releases, internet sites, and other corporate reports. Finally, there are Disclosures about firms by information intermediaries, such as financial analysts, industry experts, and the financial press ».

⁽⁴⁾ Le espressioni “rapporto annuale” e “bilancio di esercizio” sono di seguito utilizzate indistintamente, pur nella consapevolezza del differente contenuto dei due documenti.

meritevoli di tutela, possono fare affidamento sulla *obbligatorietà* di tali rendiconti e sulla *regolamentazione giuridica* del loro contenuto. Obbligatorietà e regolamentazione giuridica attribuiscono poi al rapporto annuale il crisma della “formalità” e della “ufficialità” così da renderlo idoneo a configurare un riferimento essenziale nell’ambito delle varie forme di comunicazione economico-finanziaria aziendale.

Orbene, nel quadro delineato la letteratura internazionale ha sviluppato le proprie indagini in tema di DQ sia con riguardo ai soli rapporti annuali e/o infrannuali (Buzby 1974; Beattie et al. 2004), sia con riguardo alle altre forme di comunicazione economico-finanziaria (McNally, Lee e Hasseldine 1982; Byard e Shaw 2003; Langberg e Sivaramakrishnan 2010). Tuttavia, proprio in ragione dei requisiti di formalità e ufficialità poc’anzi richiamati, grande attenzione è stata rivolta proprio all’analisi della DQ nei rendiconti periodici obbligatori (Lee e Tweedie 1975; Firth 1979; Arnold e Moizer 1984; Abu-Naser e Rutherford 1996), considerati più efficaci di altri mezzi di comunicazione in termini di tempestività, comprensibilità, neutralità, credibilità e disponibilità di informazioni specifiche (Naser e Nuseibeh 2003). All’ambito dei rendiconti periodici obbligatori, pertanto, è prevalentemente dedicata la rassegna ragionata sviluppata nel presente scritto.

2) *La Disclosure*. — La nozione di Disclosure è di norma associata alla componente esplicativo-descrittiva della comunicazione economico-finanziaria, finalizzata a diffondere informazioni dal dominio privato al pubblico dominio (American Accounting Association 1977). Pertanto, con specifico riguardo ai rendiconti periodici redatti dalle imprese, essa trova concretezza nella divulgazione di informazioni in forma narrativa nell’ambito delle note al bilancio e/o nelle relazioni dell’organo preposto alla gestione, con funzione di spiegazione e integrazione dei prospetti di sintesi quantitativa. Vero è che alcuni approcci di ricerca internazionali implicitamente riconducono nell’alveo della Disclosure anche analisi attinenti l’attendibilità dei valori di bilancio, senza circoscriverne il significato alla componente narrativa della comunicazione (Beattie e Pratt 2003; Schleicher, Hussainey e Walker 2007). Nondimeno, il tema dell’attendibilità delle determinazioni quantitative gode di una propria autonomia e dà corpo a distinti filoni di ricerca, in materia di earnings quality e di earnings management; diversamente, la letteratura che si occupa di DQ sembra prevalentemente orientata a sposare la nozione poc’anzi richiamata, accolta a riferimento in questa sede nel prosieguo dell’esposizione.

La rilevanza riconosciuta al tema della Disclosure riposa sul presupposto che le attese di conoscenza inerenti l’apprezzamento delle performance dell’impresa non possono trovare pieno appagamento esclusivamente nella determinazione quantitativa del reddito e del capitale di esercizio. Le ragioni sottese a tale affermazione sono molteplici; senza pretesa di esaustività, si consideri quanto segue (Corbella 2008):

— in primo luogo, le operazioni che, espresse in termini di valore,

concorrono alle determinazioni quantitative di sintesi possono trovare pieno significato solo previo inquadramento in una prospettiva gestionale di più ampio respiro, volta ad illustrare i presupposti delle scelte effettuate e i programmi di azione di prossima implementazione;

— in secondo luogo, i criteri adottati ai fini della valutazione dei processi in corso a fine esercizio richiedono una adeguata illustrazione destinata all’utente del bilancio affinché questi possa apprezzare l’attendibilità dei valori soggettivi e proficuamente interpretare le risultanze del processo valutativo attuato;

— in terzo luogo, alcuni fenomeni aziendali, seppur rilevanti, non concorrono alla formazione del calcolo di bilancio o, addirittura, non sono suscettibili di ragionevole espressione numerica e, quindi, sfuggendo ad una comunicazione di carattere quantitativo, ne impongono una di carattere descrittivo;

— e così via.

Volutamente l’elenco non è esaustivo. Vale, infatti, un principio di carattere generale: «l’aspetto quantitativo [di un fenomeno economico] non è sufficiente a identificare una situazione aziendale» (Ferraris Franceschi 1978) in quanto «le nozioni qualitative valgono ad oggettivare, a specificare o ad interpretare quantità o relazioni fra quantità e loro andamenti» (Onida 1951), così attribuendo una impronta distintiva ai fenomeni aziendali. Tali concetti determinano, ai presenti fini, due conseguenze di rilievo:

— il processo di conoscenza demandato ai rendiconti economico-finanziari non può esaurirsi, in ragione dei limiti di espressività propri della rappresentazione quantitativa, nel profilo volto alla determinazione di grandezze di sintesi astrattamente misurate; esso, quindi, deve necessariamente trovare integrazione nel «linguaggio della prosa» (Superti Furga 1980) ovvero nella *Disclosure di carattere descrittivo-qualitativo* che, obbligatoria o volontaria che sia, è idonea ad appagare il fabbisogno informativo indirizzato ai rendiconti;

— la *qualità* delle informazioni descrittivo-qualitative non può essere apprezzata in ragione delle (sole) medesime “categorie di giudizio” rilevanti con riguardo ai valori di bilancio — attendibilità, aderenza al vero, correttezza, congruità, ecc. — ma presuppone, oltre a queste, ulteriori logiche di discernimento idonee a descrizioni di carattere “non quantitativo”: incisività, comprensibilità, completezza, e così via.

Tale ultima affermazione, peraltro, introduce le riflessioni sviluppate al successivo punto 3).

3) *La nozione di Qualità suscettibile di misurazione ai fini dell’apprezzamento della Disclosure.* — Il terzo punto oggetto di analisi sottende un problema delicato, che trova sintesi efficace nei seguenti interrogativi: cosa esprime il termine “Qualità” declinato con riguardo alla Disclosure? quali variabili sono in grado di esprimere la “Qualità” della Disclosure? e ancora:

supposta la preliminare identificazione di tali variabili, sono esse suscettibili di misurazione? in che modo?

Gli interrogativi sollevati postulano risposte non agevoli che meritano riflessioni approfondite. Nondimeno, in questo scritto non si intende entrare nel merito dell'accesso dibattuto teorico che si è sviluppato in risposta ai suddetti interrogativi, stante la scelta formulata a monte di focalizzare l'attenzione sulla misurazione della DQ nell'ambito degli studi di natura empirica. L'obiettivo, quindi, è qui circoscritto all'esigenza di mettere a fuoco il "problema teorico", evidenziandone i profili più rilevanti.

Ciò premesso, la nozione di Qualità applicata alla Disclosure può essere ricondotta, in linea teorica, a tutti gli innumerevoli requisiti, ciascuno dotato di autonomo e distinto significato, della comunicazione economico-finanziaria periodica di azienda (Rossi 2009): disponibilità, accessibilità, tempestività, pertinenza, rilevanza, completezza, comprensibilità, chiarezza, esaustività, verità, verificabilità, correttezza, neutralità, imparzialità, obiettività ed oggettività. Nondimeno, circoscrivendo la Disclosure alla sola componente descrittiva della comunicazione (cfr. *supra sub 2*), assumono rilievo prioritario (seppur non esclusivo) i requisiti idonei a qualificare il linguaggio narrativo: la comprensibilità, la chiarezza, la esaustività oltre che, come sempre, la rilevanza per il destinatario ⁽⁵⁾. Spesso i suddetti requisiti trovano sintesi nel principio più generale della trasparenza che, consentendo di "vedere attraverso", fa sì che un messaggio non risulti ambiguo, distorto e confuso.

Ebbene, in un ipotetico mondo ideale la nozione di Qualità da utilizzare ai fini dell'apprezzamento della Disclosure dovrebbe essere in grado di "catturare" tutti i requisiti indicati e di esprimerli sinteticamente in una *misura di Qualità* che consenta di testare, di norma mediante correlazioni statisticamente significative, le ipotesi formulate nell'ambito di un problema di ricerca. Tuttavia, la nozione ideale di Qualità è destinata a dissolversi a fronte delle innumerevoli difficoltà operative che sempre ostacolano i concreti percorsi di studio; al riguardo, infatti, è ormai diffusa la convinzione che la DQ è « *inherently immeasurable* » (Botosan 2004), perlomeno se l'ambizione è quella di pervenire ad una misura di Qualità dotata delle caratteristiche sopra auspiccate. Pertanto, sul piano concreto, il problema si risolve nella necessità di identificare la "migliore approssimazione possibile" di una efficace misura di DQ. E in tale prospettiva si sono mossi i numerosi contributi elaborati sul tema, in particolare quelli volti a costruire il "theoretical framework" della DQ. Al riguardo, può essere qui sufficiente richiamare alcune posizioni "essenziali", al fine di inquadrare il problema:

— alcuni Autori assumono che la "quantità" di Disclosure trasmessa sia

⁽⁵⁾ Un'affermazione di tipo "narrativo" può essere apprezzata in ragione di qualsiasi requisito tra quelli menzionati: verità, correttezza, tempestività, e così via. Nondimeno, proprio in ragione del suo carattere descrittivo, essa è di norma apprezzata in funzione di quei requisiti che meglio si prestano a qualificare il tipo di linguaggio — la prosa — che ne costituisce il contenuto.

un’adeguata approssimazione di una significativa “misura di Qualità”, conducendo di conseguenza le rispettive analisi (tra gli Altri: Horngren 1957; Robb 1980; Dye 1985; Barron et al. 1998; Penman 2003; Barth et al. 2003; Bushman e Smith 2003; Mensah et al. 2006);

— altri Autori, pur ammettendo l’esistenza di una relazione tra quantità e Qualità della Disclosure, sostengono l’incapacità della prima di approssimare adeguatamente la seconda, ritenendo invece necessario “catturare” con la misurazione ulteriori variabili espressive della DQ (Beattie et al. 2004); tra questi, Beretta e Bozzolan (2008) sostengono che la DQ è funzione, oltre che della quantità di informazioni trasmesse (apprezzate in termini relativi), anche della “ricchezza” del loro contenuto, a sua volta espressa mediante ulteriori variabili misurabili.

Ad evidenza, pertanto, la complessità del problema ha originato in dottrina un acceso dibattito e ha portato alla formazione di correnti di pensiero differenziate che hanno poi trovato più o meno ampia adesione nell’ambito delle ricerche di carattere empirico analizzate nel prosieguo.

Sul fondamento del framework tratteggiato nel presente paragrafo, di seguito si procede a sviluppare la rassegna della letteratura internazionale sopra anticipata.

3. Lo schema di analisi e i contributi consultati.

Gli studi aventi ad oggetto la Disclosure rivestono, a livello internazionale, un ruolo centrale nell’ambito dell’area di ricerca economico-finanziaria (Beattie et al. 2004). L’indagine del grado di Disclosure presente nei rapporti annuali, infatti, ha catturato l’interesse dell’accademia internazionale da lungo tempo. A partire dal seminale contributo di Cerf (1961), dedicato allo studio delle determinanti del grado di Disclosure contenuto nei bilanci di imprese statunitensi, questo campo di ricerca, nell’arco di oltre cinquant’anni, ha visto progressivamente ampliarsi i propri scopi conoscitivi e — parallelamente — le metodologie di analisi adottate.

Come sopra anticipato, il presente lavoro intende passare in rassegna la letteratura internazionale con l’obiettivo di individuare i diversi metodi che i ricercatori, nell’ambito degli studi empirici pubblicati, hanno utilizzato per misurare il “livello” dell’informativa contenuta nelle relazioni annuali delle società oggetto di studio.

L’analisi è stata condotta prendendo dapprima in considerazione un insieme di 5.124 articoli accademici pubblicati in tema di Disclosure economico-finanziaria⁽⁶⁾; all’interno di tale insieme è stato poi selezionato un

⁽⁶⁾ Gli articoli analizzati (5.124 contributi) sono quelli catalogati nel database Business Resource Complete e sono stati individuati tramite la parola-chiave “*financial Disclosure*” nel titolo, nell’*abstract* o nelle *keywords* segnalate dagli autori. Sono stati pertanto esclusi “a

sotto-gruppo di 572 articoli contenenti (perlomeno) un tentativo di misurazione del “livello” di informativa economico-finanziaria esposta nei rapporti annuali (7).

Sono stati pertanto esclusi dall’analisi numerosi articoli che (alternativamente):

— fanno riferimento al concetto di *financial Disclosure* in senso generale, senza procedere né ad analizzarlo sul piano teorico né a considerare l’informativa trasmessa come una variabile (dipendente o indipendente) da sottoporre a misurazione (pari a 2.477 articoli);

— pur annoverando nelle analisi la variabile “*level of Disclosure*”, non ne propongono uno schema di misurazione analitico (1.319);

— prendono in considerazione la Disclosure economico-finanziaria misurata sulla base di fonti informative aziendali differenti dal bilancio di esercizio (756) e, quindi, “esterne” rispetto al perimetro di analisi delimitato in premessa.

Per contro, i lavori teorici (39) sono stati sottoposti ad analisi, ma sono stati esaminati esclusivamente nella prospettiva di meglio comprendere, mediante i modelli concettuali di misurazione in essi proposti, i diversi approcci rinvenuti nell’ambito degli scritti dedicati a ricerche empiriche.

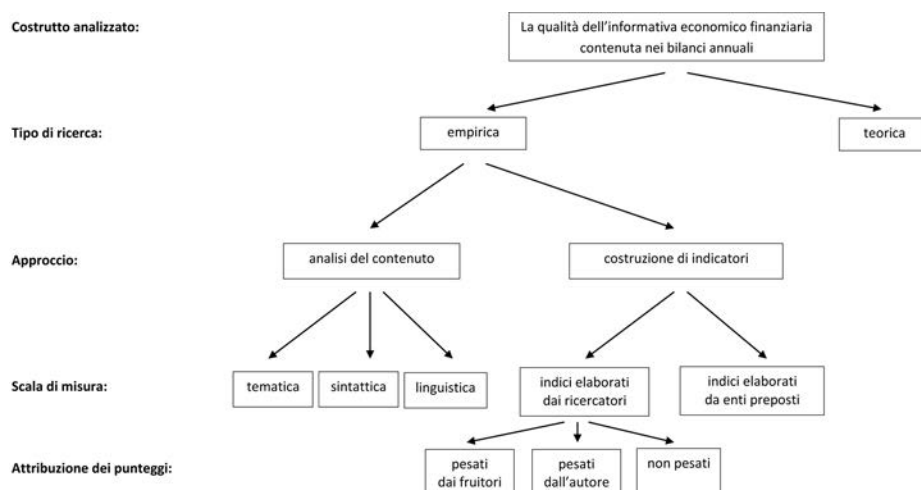
Nel novero degli articoli analizzati, sono stati considerati sia gli scritti che hanno affrontato il tema della misurazione della Disclosure “obbligatoria” sia quelli dedicati all’esame della Disclosure “volontaria”. La prima si riferisce alle informazioni rese obbligatorie dal quadro di regolamentazione vigente in accordo con il diritto societario, con i principi contabili e con gli specifici requisiti richiesti alle società quotate. La portata di tale Disclosure varia quindi da Paese a Paese e dipende dal maggiore o minore rigore previsto nell’ordinamento giuridico del singolo Paese. Qualsiasi informazione comunicata in eccesso rispetto alla Disclosure “obbligatoria” è invece definita “volontaria” (Meek et al. 1995).

Gli articoli identificati nei termini testé indicati sono stati analizzati e “mappati” in funzione dello schema di seguito indicato e, in particolare, in funzione dei diversi *approcci* adottati dai ricercatori per misurare il “livello” di qualità delle informazioni economico-finanziarie contenute nei rapporti annuali (cfr. Schema 1).

monte” gli articoli focalizzati sull’analisi della Disclosure “non finanziaria”, seppur veicolata attraverso gli *annual report*.

(7) L’esteso numero di contributi inizialmente considerato è stato ridotto mediante la lettura degli *abstract* in abbinamento all’applicazione di sotto-ricerche per parole chiave (*index, measure, quality, etc.*) effettuate all’interno del testo integrale degli articoli nella logica di individuare gli articoli contenenti una misurazione del fenomeno considerato (“*level of Disclosure*”).

SCHEMA 1 - Il modello impiegato ai fini della mappatura ragionata delle metodiche utilizzate dalla letteratura internazionale per misurare la DQ economico-finanziaria di bilancio (572 articoli).



Come evidenziato nello Schema ⁽⁸⁾, nella letteratura internazionale la misurazione della qualità della comunicazione economico-finanziaria presente all'interno dei bilanci ha sostanzialmente adottato *due approcci principali*. Ad essi, con le relative sotto-varianti (parte inferiore dello schema), sono dedicate le pagine che seguono. Per contro, come sopra anticipato, i contributi di carattere teorico (parte superiore dello schema) sono stati analizzati esclusivamente nella prospettiva di una migliore comprensione dei contributi di carattere empirico, oggetto del presente lavoro.

Il primo approccio considerato ha largamente impiegato tecniche cd. di “*content analysis*” (10% degli articoli analizzati). Si tratta di un metodo di ricerca basato sulle “osservazioni” effettuate per valutare sistematicamente il contenuto delle comunicazioni fornite (Kassarjian 1977). Questa tecnica consente di effettuare valide deduzioni dai dati in base al loro contenuto (Krippendorff 1980). In sostanza, analizzando il contenuto dei bilanci sulla base di criteri predeterminati (Weber 1988), tale tecnica trasforma i dati raccolti (che consistono in codifiche qualitative di informazioni contenute in testi scritti in forma aneddotica e letteraria) in categorie (Abbott e Monsen 1979) con l'obiettivo di ottenere scale quantitative per misurare i diversi livelli di Disclosure.

Il secondo approccio, ampiamente accettato nella comunità scientifica

⁽⁸⁾ Uno schema di analisi alternativo è stato elaborato da Beattie et al. (2004). Tale schema presenta alcune analogie con quello proposto in questa sede mentre, per altri profili, se ne differenzia profondamente.

internazionale e largamente utilizzato (83% degli articoli analizzati), è basato sull'impiego di indici atti a valutare, confrontare e spiegare le differenze in essere nella portata e nella completezza dell'informativa economico-finanziaria veicolata tramite il bilancio (Marston e Shriver 1991). L'approccio si caratterizza per due varianti principali: *i*) nella prima variante, l'indice è desunto dalle elaborazioni fornite da analisti, agenzie di rating e istituzioni finanziarie; *ii*) nella seconda variante, l'indice è direttamente costruito dal ricercatore mediante conversione delle informazioni contenute all'interno del testo analizzato in un numero che possa servire per successive analisi quantitative (Beattie et al. 2004). L'indice deriva da *item* pre-determinati a cui viene attribuito un punteggio che indica il livello di informazione relativo a quell'*item* contenuto nel bilancio (Coy 1995).

Nella prossima sezione sono presentati e discussi entrambi gli approcci sopra illustrati e le relative varianti, progressivamente sviluppate sia per adeguare le analisi a differenti domande di ricerca sia per superare i limiti sottostanti alle tecniche di misurazione già palesate dalla letteratura preesistente.

4. Gli approcci adottati.

4.1. Studi basati sulla content analysis.

Nel corso della ricerca condotta sono stati identificati 56 studi (10% degli articoli analizzati) che hanno fondato l'apprezzamento della DQ sull'impiego di tecniche di *content analysis*, effettuate con l'ausilio di software di elaborazione dei testi in modo da ridurre notevolmente gli sforzi nella codifica dei dati raccolti.

In particolare, alcuni ricercatori (Guthrie e Abeysekera 2006) hanno codificato il contenuto delle informazioni pubblicate nei bilanci di esercizio all'interno di diverse categorie precedentemente determinate (*thematic content analysis*). Altri ricercatori, invece (Jones e Shoemaker 1994), hanno tentato una misurazione "oggettiva" della "leggibilità" del bilancio (*syntactic content analysis*).

Nel primo caso, gli autori: *i*) hanno preso a riferimento come unità di misurazione del grado di Disclosure un "tema", costituito alternativamente da una frase (Copeland e Fredericks 1968), da più frasi (Williams 1999; Hasseldine, Salama e Toms 2005) oppure da una o più parole (Milne e Adler 1999; Buniamin 2010); *ii*) hanno identificato determinati "gruppi" in base agli argomenti di cui si desidera giudicare la DQ (ad esempio in materia di rispetto dell'ambiente, di rapporti con i collaboratori, etc.); *iii*) hanno proceduto a classificare ordinatamente i "temi" all'interno dei "gruppi", con la conseguenza che la Disclosure risulta tanto più elevata quanto maggiori "temi" sono presenti nel "gruppo" in esame.

Nel secondo caso, gli autori hanno adottato le tecniche di misurazione invalse negli studi di leggibilità (come, ad esempio, l'indice Flesch, che si basa sul conteggio delle sillabe e della lunghezza delle frasi), con l'obiettivo di misurare il “grado di facilità” con cui le narrazioni contenute nei bilanci possono essere comprese dagli utenti. Il principale svantaggio degli indici di leggibilità è che essi si concentrano più sulle regole grammaticali, sulle parole e sulle caratteristiche sintattiche delle frasi mentre ignorano il significato trasmesso nel testo. Inoltre, non considerano neppure i possibili diversi interessi e le differenti motivazioni che determinano i fabbisogni informativi del lettore (Jones e Shoemaker 1994) ⁽⁹⁾.

Per contro, il principale vantaggio del metodo basato sull'analisi dei contenuti risiede nel fatto che è tendenzialmente “oggettivo”, in quanto consente di “ordinare” in modo automatico i contenuti e le informazioni raccolte nei bilanci in diversi gruppi identificati in precedenza sulla base di criteri appropriati (Guthrie e Abeysekera 2006). Peraltro, il metodo in esame, per essere efficace ed “oggettivo”, postula alcuni requisiti tecnici che devono essere pienamente rispettati (Guthrie et al. 2004). Anzitutto, l'unità di analisi (la *Quality*, ai presenti fini) deve essere chiara e operativamente definita. In secondo luogo, l'acquisizione di dati deve poter avvenire in modo sistematico. Infine, l'affidabilità e la validità dei dati raccolti devono essere suscettibili di dimostrazione.

Tra gli articoli analizzati, solo il secondo di tali requisiti è stato soddisfatto (mediante raccolta sistematica di informazioni divulgate con periodicità regolare nei bilanci di esercizio). La variabile oggetto di analisi (*level of Disclosure*), invece, cui sono ancorate le diverse categorie scelte per esprimere il giudizio finale (alto/basso), risulta diversamente interpretata dai singoli autori. Parimenti, anche l'analisi della validità dei dati e delle misure ottenute è assente (Gray et al. 1995) o solo parzialmente oggetto di discussione (Entwistle 1999).

Si segnala poi che la quasi totalità degli autori considerati ha applicato una *partial content analysis*: in questa variante, l'analisi del contenuto non viene estesa a tutto il testo (l'intero bilancio dell'impresa), ma solo ad alcune sezioni mentre altre, che non si riferiscono all'oggetto di studio, sono ignorate. Per tale via, una certa quantità di soggettività si insinua nella ricerca, in

⁽⁹⁾ Diversa, in questo senso, è la variante del metodo nota come *linguistic content analysis*, sviluppata da Sydserff e Weetman (1999), volta a misurare le caratteristiche strutturali delle frasi che compongono il testo. Questa variante ha portato a sviluppare un indice denominato “texture index” (indice di consistenza) basato sulla teoria linguistica (Roseberry 1995). Lo studio di Sydserff e Weetman (1999), ad esempio, ha creato sei “indici di consistenza” per descrivere sei distinti attributi della narrazione (attualità, inter-testualità, congiunzione, connessione, cambi di categoria narrativa e specificità). Gli autori, sommando i risultati relativi ai sei singoli “indici di consistenza”, esprimono un giudizio sulla qualità dell'informativa narrata. Il vantaggio principale di questo metodo è che indaga il testo basandosi su singole unità di analisi considerate una per volta (nell'esempio citato, dapprima il grado di attualità, successivamente il grado di inter-testualità, etc.) e consente inoltre di catturare la variabilità nella narrazione (Courtis 1998).

quanto la scelta delle sezioni da analizzare sottende discrezionalità nella misura in cui solo alcune sezioni sono ritenute rilevanti nella prospettiva dell'analisi del livello di Disclosure.

In sintesi, sebbene la *content analysis* possa configurare un metodo oggettivo per apprezzare la qualità dell'informativa economico-finanziaria contenuta nei bilanci di esercizio, questo approccio pone diversi problemi inerenti aspetti di misurazione, tra loro collegati:

1. è una tecnica ad alta intensità di lavoro, che comporta il consumo di molto tempo per essere compiutamente applicata (Boesso e Kumar 2005);
2. di conseguenza, gli studi che utilizzano la tecnica in parola si basano su un campione ristretto e si concentrano solo su specifiche sezioni del rapporto annuale oppure abbracciano l'informativa trasmessa nell'intero bilancio focalizzandosi tuttavia solo su determinati tipi di dati;
3. l'affidabilità e la validità della tecnica dipende dalle capacità dei codificatori e dalle conoscenze della materia analizzata, oltre che dalle loro abilità di linguistica. Non è infatti infrequente che codificatori diversi possano pervenire a risultati diversi muovendo dalla stessa base di dati di partenza;
4. là dove il "tema" utilizzato per analizzare il contenuto testuale (sia esso rappresentato da una o più parole o da una o più frasi) appare più di una volta all'interno del bilancio, il punteggio di Disclosure misurato sarà più alto a prescindere dalla qualità dell'informativa divulgata (Marston e Shrivess 1991). Ciò implica che, se il campione selezionato per lo studio è composto da imprese con diversi livelli di complessità (monobusiness, multibusiness, etc.), necessariamente esse avranno diversi "livelli" di comunicazione che non possono essere presi in considerazione con la *content analysis* dato che tale tecnica postula l'esistenza di un unico "livello" di riferimento.

L'ultimo problema indicato è certamente molto limitante. Si consideri infatti, ad esempio, un'impresa che opera solo nel Paese di origine (che quindi avrà ben poco da comunicare con riferimento ai segmenti geografici serviti), rispetto ad una multinazionale (che logicamente avrà molte più informazioni da divulgare con riguardo ai mercati di sbocco): i punteggi del livello di Disclosure misurati tramite l'analisi del contenuto non considerano questi fattori che connotano l'entità che predispone il bilancio di esercizio. Di conseguenza, un punteggio più alto ottenuto dalla multinazionale non indica necessariamente una migliore Disclosure rispetto a quella fornita dall'impresa che opera localmente.

L'analisi degli articoli considerati mostra come una certa parte della letteratura internazionale, poco sensibile ai limiti testé esposti, ha comunque proposto misurazioni del livello di Disclosure sviluppate con la tecnica di *content analysis*, soprattutto applicando tale approccio nell'area di studi focalizzata sull'indagine della Disclosure sociale e ambientale. Tuttavia, negli articoli analizzati, l'approccio in parola è stato applicato su campioni di imprese non sempre omogenei talché i risultati ottenuti scontano il fatto che livelli differenti di DQ possono trovare origine non tanto in una maggiore o

minore propensione alla comunicazione quanto in una differente rilevanza dell'informazione oggetto di analisi (tipicamente in tema sociale e/o ambientale) rispetto alle caratteristiche della specifica impresa.

Altra parte della letteratura (ad esempio, Acerete, Llena e Moneva 2011) ha invece utilizzato la tecnica in discussione sostanzialmente per integrare le misure di Disclosure computate tramite l'impiego di altri approcci, esposti nei paragrafi successivi.

4.2. Studi basati su indici elaborati da analisti, agenzie di rating e istituzioni finanziarie.

Come sopra anticipato, nell'ambito degli studi che fanno leva su “indici di Disclosure” una quota significativa di autori (127 contributi, pari al 22% degli articoli analizzati) ha misurato la DQ facendo ricorso ad un indice derivato da ranking elaborati da agenzie esterne in base alle indicazioni ricevute da analisti finanziari. Queste misure di Disclosure incorporano pertanto le percezioni e i giudizi soggettivi espressi da tale primaria categoria di utenti del bilancio.

Numerose nazioni hanno pubblicato punteggi di Disclosure fondati sulla percezione degli analisti e in alcuni casi le classifiche sono state fornite da agenzie di rating sulla base dell'apprezzamento di determinati parametri⁽¹⁰⁾. Tali approcci alla misurazione del livello di Disclosure presentano il vantaggio di evitare al ricercatore di investire tempo per leggere le informazioni divulgate tramite i bilanci, attribuendo loro punteggi. Pertanto, proprio la disponibilità di punteggi già pubblicati da altri Enti ha stimolato i ricercatori a cimentarsi nello studio della DQ, dando impulso ad un'ampia corrente di contributi dedicati all'analisi delle pratiche di Disclosure economico-finanziaria adottate dalle imprese.

Negli Stati Uniti, l'indice più importante è quello desunto dai ranking pubblicati dall'AIMR (*Association of Investment Management and Research*). La Corporate Information Committee (CIC) dell'AIMR ha elaborato e reso noto, dall'anno 1978 sino al 1996, un “*Annual Review of Corporate Reporting Practices*”. Tali Review hanno inteso valutare il grado di Disclosure delle imprese statunitensi con riferimento all'efficacia delle informazioni divulgate a fini previsionali.

Il ranking AIMR è basato sui punteggi che gruppi di analisti hanno attribuito alla Disclosure di bilancio fornita da un campione di aziende operanti in differenti settori, misurata in ragione delle informazioni pubblicate annualmente, trimestralmente oppure a seguito degli incontri o delle altre attività di *investor relation*. Gli analisti sono stati scelti e raggruppati in

⁽¹⁰⁾ Si veda, ad esempio, il lavoro di Clarkson et al. (1999) che ha commissionato agli analisti della Toronto Society of Financial Analysts di valutare la Management Discussion and Analysis (MD&A) Disclosure con riferimento ad un campione di imprese canadesi.

base alla individuale specializzazione per comparti di attività, in modo da formare team di esperti per differenti settori. Per ogni settore (in media 19 ogni anno), ciascun gruppo di analisti (in media composto da 13 analisti) ha valutato le pratiche di Disclosure di un campione di imprese con riferimento a tre categorie: *A*) le informazioni obbligatorie previste per legge o per regolamento riportate nei bilanci annuali; *B*) le informazioni trasmesse attraverso i report infra-annuali; *C*) le attività di *investor relation*. I singoli gruppi di esperti hanno inizialmente fornito un punteggio sul giudizio di DQ per ciascuna delle tre categorie indicate e successivamente hanno sviluppato un punteggio totale della Disclosure complessivamente fornita dall'impresa, computata in base ad una combinazione ponderata dei punteggi ottenuti nelle tre categorie considerate⁽¹¹⁾. Ottenuto tale punteggio globale, la relazione è stata poi distribuita ai vari soggetti interessati all'esito dell'indagine, tra cui le stesse imprese coinvolte, la SEC e il FASB.

Molti studi hanno utilizzato i punteggi AIMR come metrica di riferimento (76 articoli, pari al 13% degli articoli analizzati), cercando di collegare il livello di Disclosure calcolato con le diverse caratteristiche dell'impresa; al riguardo si ricordano Imhoff (1992), Lang e Lundholm (1993, 1996), Welker (1995), Sengupta (1998), Healy, Hutton e Palepu (1999), Bushee e Noe (2000), Botosan et al. (2004), Gelb e Zarowin (2002), Lundholm e Myers (2002), Byard e Shaw (2003), Artiach e Clarkson (2010).

Giova peraltro sottolineare che i ricercatori, nell'adottare le valutazioni dell'AIMR come misura di Disclosure, hanno in genere apportato all'indice una serie di "aggiustamenti".

In primo luogo, poiché ogni settore è stato valutato separatamente da una sottocommissione di esperti che ha formulato un giudizio giocoforza soggettivo per pervenire al punteggio globale di Disclosure, i ricercatori hanno generalmente dovuto convertire il punteggio di Disclosure globalmente attribuito ad un'impresa in classifiche di percentili calcolate ogni anno per ciascun settore in modo da poter fondare le proprie analisi sui dati classificati in base a questi ranking percentili.

Ancora: poiché gli analisti riuniti nelle sottocommissioni hanno esercitato la facoltà loro concessa di esprimere un giudizio in merito alla composizione

⁽¹¹⁾ In particolare: quanto alla categoria *A*), gli analisti hanno valutato la chiarezza e la trasparenza degli *highlights* economico-finanziari, della lettera del presidente, del livello di dettaglio delle informazioni relative ai direttori corporate, degli obiettivi aziendali, dei segmenti di mercato, delle linee di prodotto, oltre che il livello generale di dettaglio del bilancio e della nota integrativa; quanto alla categoria *B*), gli analisti hanno considerato la profondità delle informazioni rilasciate nei rapporti trimestrali (con particolare riferimento alle informazioni legate ai diversi segmenti di operatività) e la disponibilità di altri documenti pubblicati in accompagnamento ai rapporti periodici, come ad esempio i comunicati stampa, le proiezioni attese, i verbali, le presentazioni a gruppi di analisti, le statistiche e i supplementi di approfondimento; quanto alla categoria *C*), gli analisti hanno valutato la frequenza e il contenuto delle presentazioni effettuate, la competenza e la reattività della persona incaricata dall'azienda nel rispondere alle domande sottoposte, il grado di accessibilità ai top manager dell'azienda e la loro disponibilità a discutere in trasparenza le strategie di sviluppo dell'impresa.

della lista di item oggetto di valutazione, il numero complessivo di punti calcolati per pervenire alla misurazione della Disclosure risulta variare a seconda della sottocommissione. Per tale motivo, i ricercatori hanno dovuto “scalare” i punteggi di Disclosure riportati in funzione del totale disponibile (Lang e Lundholm 1996; Artiach e Clarkson 2010).

Da ultimo, gli studiosi che hanno impiegato il ranking AIMR hanno dovuto assumere una ulteriore decisione con riferimento alla scelta dei punteggi (totali o parziali) utilizzati per la misurazione della DQ. Tale decisione è stata intrapresa in funzione di considerazioni di tipo sia pratico sia pedagogico. Da un punto di vista pratico, gli studi che si sono focalizzati solo sul punteggio totale (e non parziale) di Disclosure (Welker 1995; Bamber e Cheon 1998; Healy, Hutton, e Palepu 1999; Botosan e Plumlee 2000) hanno potuto beneficiare di un campione più ampio dal momento che il punteggio totale è disponibile per tutte le imprese considerate dai ranking. Da un punto di vista pedagogico, altri autori (Ajinkya, Bhojraj e Sengupta 2005; Cheng e Lo 2006; Brockman, Khurana e Martin 2008; Artiach e Clarkson 2010) hanno preferito concentrarsi esclusivamente sul punteggio di Disclosure totale non per la ragione poc’anzi esposta (la possibilità di beneficiare di un campione più ampio) bensì in quanto ritengono tale misura “globale” l’unica adatta a riflettere in maniera corretta l’intero set di informazioni a disposizione degli investitori. Tra l’altro, Lang e Lundholm (1993) e Drake et al. (2009) hanno fatto notare che, per una quota non banale delle imprese considerate dai ranking AIMR, le relazioni del CIC divulgano solo il punteggio totale e non quello relativo a ciascuna delle tre categorie sopra richiamate.

Nel contesto europeo, invece, alcuni autori hanno utilizzato i rating PRISM (*Policy Research In Science and Medicine*) per misurare la DQ (9 articoli, pari al 2% degli articoli analizzati). Si tratta di una misura che è stata specificatamente messa a punto per misurare le differenze in essere nel livello di Disclosure tra i diversi paesi europei con specifico riferimento agli asset immateriali, in particolare i costi di ricerca e sviluppo.

Un ulteriore rating utilizzato in ambito internazionale per attribuire un punteggio al livello di Disclosure delle imprese (15 contributi, pari al 3% degli articoli considerati ⁽¹²⁾) è il CIFAR (*Center for International Financial Analysis & Research*). Tale Ente ha misurato la Disclosure economico-finanziaria obbligatoria e volontaria divulgata dalle imprese quotate di 39 paesi, appartenenti sia ad aree economiche avanzate sia a aree emergenti.

Altro indice utilizzato nel campione studiato (27 contributi, pari al 5% degli articoli considerati) è lo *S&P Transparency and Disclosure Index*. L’indice è stato creato nel 2002 con riferimento ad imprese americane ma è stato successivamente esteso ad imprese operanti in mercati emergenti come l’America Latina e l’Asia. I punteggi sono elaborati sulla base delle informa-

⁽¹²⁾ Tra gli altri, si vedano: Lang e Lundholm 1996; Saudagaran e Diga 1997; La Porta et al. 1998; Hope 2003; Bushman, Piotroski, e Smith 2004.

zioni divulgate sia di natura contabile, sia con riferimento alla governance e all'assetto proprietario dell'impresa. Questo tipo di punteggio, molto dettagliato, è stato tuttavia reso disponibile solo per una parte delle imprese (di ciascun Paese) coinvolte nella rilevazione. Numerosi studi focalizzati su misurazioni comparate del livello di Disclosure adottato in differenti paesi o aree geografiche sono stati elaborati sulla base dell'indice S&P⁽¹³⁾, che ha contribuito ad accrescere la comprensione delle pratiche di Disclosure economico-finanziaria in una prospettiva più ampia e trasversale ai differenti ordinamenti giuridici e contabili nazionali.

Alla luce di quanto esposto, è ragionevole concludere che l'approccio di misurazione basato su indici elaborati da istituzioni esterne ha suscitato molto interesse stimolando studi che hanno indagato la DQ economico-finanziaria nella prospettiva degli utenti anziché in quella dei preparatori del bilancio. Nondimeno, anche questo approccio non è esente da limiti, di seguito sintetizzati:

1. i punteggi vengono attribuiti dagli analisti e si basano quindi sulla loro percezione dell'utilità delle informazioni divulgate e non su una diretta misurazione della Disclosure economico-finanziaria fornita dalle imprese⁽¹⁴⁾;
2. i ranking sono criticati per la limitata chiarezza dei fattori sottesi al giudizio formulato e per le carenze metodologiche che hanno guidato la fase di selezione delle imprese (Lang e Lundholm, 1993; Healy e Palepu, 2001)⁽¹⁵⁾;
3. i ranking sono stati elaborati solo per le imprese statunitensi e simili valutazioni non sono disponibili per le imprese di altri paesi; inoltre, i ranking non sono sempre disponibili per tutte le imprese di uno stesso Paese;
4. la metodologia di valutazione o il posizionamento nel ranking dei

⁽¹³⁾ Tra gli altri, si vedano: Patel e Dallas 2003; Khan et al. 2004; Aksu e Kosedag 2006; Dargenidou et al. 2006.

⁽¹⁴⁾ Con riferimento al ranking AIMR, nel tentativo di evitare che i punteggi riflettessero i giudizi degli esperti piuttosto che l'effettivo grado di Disclosure divulgato dalle società, sono state effettuate le seguenti operazioni: *i*) le sottocommissioni hanno spesso incontrato i rappresentanti della società valutata per discutere i punteggi via via attribuiti; *ii*) sono stati riportati solo i rating finali attribuiti dalle sottocommissioni di esperti e non quelli attribuiti dai singoli analisti, riducendo in tal modo la possibilità di comportamenti opportunistici praticabili dagli esperti coinvolti; *iii*) le sottocommissioni si sono riunite due volte, inizialmente per identificare le imprese del settore di riferimento da coinvolgere nella valutazione e, successivamente, per stabilire la lista degli item da controllare, per rivedere collegialmente i punteggi attribuiti e per elaborare una motivazione scritta del punteggio totale ottenuto da ciascuna azienda; *iv*) il CIC ha infine revisionato ogni report prodotto dalle sottocommissioni per assicurare equità e coerenza dei giudizi espressi.

⁽¹⁵⁾ Sempre con riferimento al ranking AIMR, il CIC, per standardizzare il processo, ha fornito le linee guida per la valutazione del grado di Disclosure all'interno di ogni settore, sottolineando che la valutazione deve essere basata sulle informazioni comunicate dall'impresa agli investitori e agli analisti. I sottocomitati hanno poi sviluppato le liste di item da considerare per esprimere il giudizio in merito alla qualità della Disclosure basandosi su tali linee guida. Nonostante le indicazioni del CIC, le sottocommissioni hanno usato una certa discrezionalità per formulare le liste di item da controllare in modo appropriato in funzione delle specifiche caratteristiche del settore a loro assegnato. Allo stesso modo, il numero di punti per determinare il livello di Disclosure varia a seconda della sottocommissione: il CIC ha dato suggerimenti in merito ai pesi da applicare alle tre categorie nella determinazione del punteggio totale, ma anche in questo caso la scelta definitiva è stata liberamente determinata da ciascuna sottocommissione.

diversi item possono variare di anno in anno; per contro, i punteggi non sono disponibili ad intervalli regolari di tempo;

5. i punteggi assegnati, attualmente, non sono sempre disponibili perché la rilevazione è stata interrotta (AIMR, ad esempio, ha cessato di produrre il report a metà degli anni novanta).

A ciò si aggiunga che, in letteratura, gli autori che hanno utilizzato i ranking in discussione per misurare il livello di DQ hanno uniformemente argomentato i meriti dei punteggi assegnati senza però sollevare esplicitamente il problema (fa eccezione Clarkson et al. 1999) di confrontare tra una classifica e un'altra la posizione assegnata ad un determinato item di Disclosure. La validità di tale approccio, piuttosto, viene assunta come un "a priori" in base ad un meccanismo sostanzialmente circolare; ad esempio, gli studi che impiegano i rating dell'AIMR per misurare la DQ sembrano assumerne implicitamente la validità basandosi sui risultati ottenuti nei contributi pubblicati in precedenza utilizzando queste stesse classifiche, giocoforza allineati alle previsioni attese dalla nuova ricerca empirica, così portando a concludere che i Disclosure rankings dell'AIMR sono in grado di catturare variazioni significative nella qualità della comunicazione economico-finanziaria delle imprese.

4.3. Studi basati su indici costruiti autonomamente dal ricercatore.

I limiti sopra evidenziati, connaturati alle misurazioni della DQ condotte in letteratura sulla base di indici elaborati da istituzioni esterne, hanno determinato la crescente popolarità di un approccio di misurazione alternativo basato su indici di Disclosure autonomamente elaborati dai singoli ricercatori (350 contributi, pari al 61% degli articoli analizzati).

L'indice di Disclosure fa sintesi quantitativa delle informazioni divulgate con riguardo a una lista di elementi (item) potenzialmente comunicabili da parte delle imprese e che il ricercatore ha selezionato in funzione della presunta rilevanza rivestita nella prospettiva dell'utilizzatore di tali informazioni (Srinivasan 2006). In base a tale approccio, definito in letteratura come 'semi-oggettivo' (Beattie et al. 2004), il ricercatore passa in rassegna il bilancio di esercizio, o qualsiasi altro documento contenente informazioni relative alla situazione economico-finanziaria dell'impresa, al fine di individuare la presenza (o meno) di informazioni riferite agli elementi considerati rilevanti ai fini della costruzione dell'indice.

Gli indici di Disclosure riconducibili alla categoria in discussione variano notevolmente da studio a studio, anche se tutti condividono l'idea di fondo che le informazioni divulgate sono utili se contribuiscono ad alimentare il processo decisionale degli investitori (Inchausti 1997).

A livello generale, lo sviluppo di una misura del livello di Disclosure costruita autonomamente che abbia ampia valenza postula che il ricercatore

applichi un certo grado di giudizio su due diversi aspetti, di seguito approfonditi.

In primo luogo, il ricercatore deve identificare gli elementi informativi adeguati da “catturare” all’interno dell’indice. Sotto questo profilo, la scelta degli elementi da includere nell’analisi determina la credibilità dell’indice “a monte”. Peraltro, nel corso dell’analisi si è riscontrato che spesso i singoli autori hanno elaborato e impiegato indici di Disclosure *differenti* rispetto a quelli elaborati e impiegati nell’ambito di altri studi che affrontano problematiche *analoghe*, e ciò in quanto in letteratura non c’è accordo sul modello teorico da adottare a riferimento per orientare la scelta o il numero di elementi da includere nell’indice.

In secondo luogo, il ricercatore deve decidere l’importanza che ciascuna voce riveste rispetto alle altre comprese nell’indice ed è pertanto chiamato ad attribuire o meno un “peso” alle singole informazioni divulgate.

4.3.1. La scelta degli elementi che compongono gli indici di Disclosure costruiti autonomamente dal ricercatore.

Muovendo dal primo aspetto sopra menzionato, il metodo adottato per definire sia il numero sia l’elenco degli elementi che compongono l’indice di Disclosure differisce molto tra i vari autori (Marston e Shrivies 1991). In buona sostanza, il processo di definizione degli elementi da includere nell’indice è stato implementato dai ricercatori sulla base di tre possibili direttrici:

i. se lo studio si propone di misurare il livello di DQ per porlo in correlazione alle esigenze informative di uno specifico gruppo di utenti, gli elementi che compongono l’indice sono individuati dopo aver condotto un sondaggio in merito alle aspettative di quel particolare gruppo di utenti (Cooke 1989; Beattie et al. 2004). La maggior parte delle ricerche sviluppate in questa direzione hanno preso a riferimento i fabbisogni informativi degli analisti finanziari per scegliere gli elementi da includere nell’indice (Eikner et al. 2000). Peraltro, quando i ricercatori si orientano nei termini indicati per individuare gli item rilevanti ai fini della misurazione della DQ, risulta fondamentale analizzare la stabilità, oltre che degli elementi ricompresi nell’indice, delle percezioni espresse dagli utenti presi a riferimento nonché l’omogeneità del gruppo di utenti (Wallace 1988). Questo metodo non può pertanto risultare utile nel caso di ricerche ad ampio raggio che prendono a riferimento vari gruppi di utenti localizzati in differenti paesi. In tali circostanze, infatti, l’indice può essere non significativo per determinati gruppi o per determinate aree geografiche (Cooke e Wallace 1989);

ii. gli elementi che compongono l’indice possono discendere dalle raccomandazioni di uno o più enti che richiedono o sollecitano la divulgazione di determinate informazioni (Narasimhan e Vijayalakshmi 2006). In questa prospettiva, alcuni ricercatori hanno utilizzato, previo adattamento e modificazione, gli elementi considerati nei ranking delle più popolari agenzie di

rating (come, ad esempio, l'indice di trasparenza pubblicato da Standard & Poor's) oppure gli elementi desunti dalle raccomandazioni emanate da organismi contabili nazionali di riferimento;

iii. una terza metodologia impiegata nella costruzione dell'indice consiste nella selezione di elementi che sono già stati utilizzati in studi precedenti, a loro volta condotti in forza delle direttrici precedenti. A volte l'indice già sviluppato dalla letteratura precedente viene adattato dal ricercatore eliminando gli elementi in relazione ai quali sono già state stabilite e verificate relazioni significative tra il livello di Disclosure e l'oggetto dello studio (Barako 2007). Solo pochi studi tendono a non apportare alcuna modifica ad un indice impiegato in una ricerca precedente. Di conseguenza, le variazioni apportate dai singoli autori per necessità di adattamento dell'indice alle specifiche esigenze dettate dal contesto in cui la nuova ricerca è sviluppata rendono tale strumento di misurazione valido solo per quel particolare "disegno di ricerca" in cui l'indice modificato viene impiegato (Marston e Shrivess 1991).

Alcuni studi presenti in letteratura impiegano congiuntamente più di una delle tecniche sopra riportate. Ad esempio, l'indice utilizzato da Botosan (1997) è stato costruito selezionando gli elementi di Disclosure da sottoporre a misurazione sia sulla base di due ranking esterni (Jenkins Report e SRI International) sia sulla base di una rilevazione delle informazioni giudicate significative da un determinato gruppo di utenti. Tale indice è stato utilizzato per rilevare la DQ nel contesto statunitense ma successivamente altri autori hanno elaborato indici simili (basati sul Jenkins Report) che sono stati impiegati per misurare la Disclosure in altri paesi come l'Australia, il Canada, il Belgio, la Germania e i Paesi Bassi (Robb, Single e Zarzeski 2001).

4.3.2. La ponderazione degli elementi che compongono gli indici di Disclosure costruiti autonomamente dal ricercatore.

Con riferimento al secondo aspetto sopra anticipato, gli autori che hanno proposto un indice costruito autonomamente si sono trovati di fronte alla scelta di ricorrere o meno ad una ponderazione degli elementi da includere nella misurazione della Disclosure economico-finanziaria, e ciò in funzione dell'importanza loro attribuita.

In ambito internazionale la letteratura si è espressa sia favorevolmente (Singhvi Desai 1971; Buzby 1974; McNally et al. 1982; Chow e Wong-Boren 1987; Botosan 1997) sia criticamente (Cooke 1989 1991; Hossain et al. 1994; Raffournier 1995; Owusu-Ansah 1998) nei confronti di entrambe le opzioni, i cui vantaggi e svantaggi sono di seguito sintetizzati.

Il metodo "non ponderato" assume che tutti gli elementi da ricomprendere nell'indice di Disclosure sono ugualmente importanti. Se l'elemento presente nella lista predeterminata dal ricercatore è oggetto di divulgazione da parte dell'impresa, il ricercatore assegna un punteggio pari ad 1, altrimenti

pari a 0. Peraltro non tutti gli elementi che fanno parte dell'indice risultano significativi in relazione a tutte le imprese analizzate; di conseguenza, l'elemento non rilevante è qualificato come 'non applicabile' (Cooke 1992).

Il processo di attribuzione dei punteggi ora esposto è noto come metodo "dicotomico" e richiede un'applicazione di natura puramente meccanica. Poiché però il punteggio ottenuto per tale via è espresso in termini assoluti e consente, quindi, di eseguire test statistici piuttosto limitati, quasi tutti i ricercatori che hanno impiegato la tecnica di misurazione basata su indici non ponderati hanno adottato un punteggio relativo, computato dividendo il punteggio totale ottenuto dall'impresa rispetto al punteggio massimo che quell'impresa avrebbe potuto ottenere divulgando il livello massimo di informativa con riguardo a tutti gli elementi applicabili.

L'indice di Disclosure non ponderato è stato di norma utilizzato in studio che non considerano le aspettative di informazioni economico-finanziarie attese da un specifico gruppo di utenti del bilancio. L'argomento che, in tali circostanze, è speso a favore dell'utilizzo di un indice non ponderato riposa sul fatto che ogni gruppo di utenti tende ad attribuire pesi diversi a elementi diversi divulgati dall'impresa e che tali pesi saranno poi a loro volta mediati ed equilibrati tra loro dai vari gruppi di utenti con il risultato che globalmente i singoli elementi su cui è misurata la DQ non avranno più pesi differenziali (Cooke 1989).

L'indice non ponderato costruito da Cooke (1989) per il proprio studio, ad esempio, è diventato molto popolare ed è stato adottato da vari ricercatori (Cooke 1992; 1993; Wallace et al. 1994; Raffournier 1995; Inchausti 1997; Adams e Hossain 1998; Owusu-Ansah 1998; Depoers 2000; Street e Gray 2001; Naser et al. 2002; Ferguson, Lam e Lee 2002; Akhtaruddin 2005).

Per concludere, è forse superfluo sottolineare che il vantaggio di un indice di Disclosure non ponderato è la semplicità con cui il relativo punteggio può essere calcolato. Inoltre, non vi è alcuna distorsione soggettiva derivante dalla discrezionale assegnazione di "pesi" a ciascun elemento di Disclosure considerato.

All'opposto, gli indici di Disclosure ponderati presuppongono che ciascun elemento componente l'indice rivesta diversi livelli di importanza e di conseguenza necessiti dell'attribuzione di un "peso" (Benjamin et al. 1977).

Rispetto ad altri metodi, l'adozione di tale approccio alla misurazione del livello di Disclosure economico-finanziaria divulgata dalle imprese consente di apprezzarne la qualità piuttosto che la quantità. Ad esempio, infatti, un'impresa che fornisce informazioni solo in merito ad alcuni determinati elementi, peraltro molto importanti nella prospettiva dei destinatari della Disclosure, può ottenere, là dove valutata mediante l'impiego di un indice ponderato, un punteggio superiore rispetto ad imprese che forniscono informazioni relative a numerosi elementi di minore importanza.

L'analisi della letteratura internazionale ha messo in luce vari modi in cui i pesi sono stati attribuiti agli elementi integranti l'indice. Alcuni autori hanno identificato il gruppo di utenti le cui esigenze sono oggetto di studio e

hanno assegnato pesi in funzione dei giudizi da loro espressi in merito all'importanza di ciascun elemento (Singhvi e Desai 1971; Firth 1979; Hooks, Coy e Davey 2002). In questo caso, di solito, il ricercatore invia un questionario ad un campione di utenti e chiede loro di valutare l'importanza dei vari elementi di informazione espressamente specificati. La risposta, nella maggior parte dei casi, si concretizza in un numero compreso in una scala a cinque o a sette punti (Chow e Wong-Boren 1987). La media calcolata sulla base delle risposte ottenute consente di determinare il “peso” da attribuire a ciascun elemento. Il metodo esposto, peraltro, è statocriticato in quanto implica un'ampia soggettività nella scelta del gruppo di utenti e nelle tecniche di campionamento.

Alternativamente, i pesi possono essere predeterminati in modo soggettivo oppure in base alle risultanze di studi precedentemente pubblicati (Ahmed e Nichols 1994).

Infine, alcuni ricercatori hanno impiegato procedure “innovative”, rispetto alle precedenti maggiormente diffuse, per soppesare gli elementi che compongono un indice di Disclosure. Ad esempio, l'indice “Saidin” assegna i pesi in base alla percentuale di imprese del campione che non hanno divulgato informazioni su quel determinato elemento. In tal modo, i pesi più elevati vengono assegnati alle informazioni meno comunemente divulgate (Hodgdon et al. 2008). Alcuni ricercatori hanno anche tentato di ridurre il grado di soggettività sotteso alla ponderazione analizzando l'indice più di una volta e coinvolgendo anche esperti indipendenti per ottenere una consulenza qualificata esterna in merito agli elementi che compongono l'indice (Clarkson et al. 2008; Plumlee et al. 2009).

Pur in presenza dei differenti approcci richiamati, giova sottolineare che, nella maggior parte dei casi, gli studi sviluppati con l'approccio basato su indici pesati hanno distillato l'elenco degli elementi da considerare nella misurazione del grado di Disclosure sulla base dei pareri espressi dalle varie categorie di utenti. Nondimeno, questo processo può a volte portare all'eliminazione di alcuni elementi ritenuti rilevanti in ricerche precedenti oppure compresi nelle raccomandazioni degli standard setter preposti all'emanazione di principi contabili. Per tale motivo, l'indice pesato soffre degli accennati profili di soggettività. Inoltre, se il numero di elementi considerati nella costruzione dell'indice di Disclosure è rilevante, l'indice ponderato e l'indice non ponderato potrebbero convergere verso il medesimo risultato. Ad esempio, per investigare quale relazione sussiste tra la dimensione di una impresa (espressa mediante proxy quali totale attivo, fatturato, capitalizzazione di borsa, ecc.) e il livello di Disclosure che la caratterizza, molti autori ⁽¹⁶⁾ hanno impiegato indici ponderati; per contro, altri autori ⁽¹⁷⁾ hanno utilizzato indici

⁽¹⁶⁾ Al riguardo, si vedano: Singhvi (1968), Singhvi e Desai (1971), Buzby (1975), Firth (1979), McNally et al. (1982), Chow e Wong-Boren (1987), Malone et al. (1993), Haniffa e Cooke (2002), Naser et al. (2002), Eng e Mak (2003), Prencipe (2004), Barako (2007).

⁽¹⁷⁾ Al riguardo, si vedano: Cooke (1989), Cooke (1992), Wallace et al. (1994), Meek et al.

non ponderati, giungendo, tutti, alla medesima conclusione attestante una correlazione positiva e significativa tra dimensione e livello di Disclosure.

Atteso che numerosi ricercatori hanno notato che studi effettuati con indici ponderati piuttosto che non ponderati conducono allo stesso risultato (Chow e Wong-Boren 1987; Cooke 1989; Barako 2007), l'approccio non ponderato sta prevalendo nell'area di studio della Disclosure economico-finanziaria veicolata attraverso il bilancio annuale, e ciò in quanto siffatto approccio riduce la soggettività (Ahmed e Courtis 1999). Se uno studio viene condotto sulla base di un indice ponderato, è ritenuto ormai indispensabile effettuare un "controllo" anche sulla base dei punteggi non ponderati. Questo confronto, infatti, consente di rilevare l'effetto dei pesi sui punteggi e sulle conclusioni raggiunte (Marston e Shrivies 1991).

Le scelte, congiuntamente ed unitariamente considerate, che il ricercatore effettua sia con riferimento agli elementi da inserire nell'indice di Disclosure sia alla ponderazione degli stessi pongono la questione fondamentale della validità dell'approccio in discussione ai fini della misurazione della DQ in ambito economico-finanziario.

Al fine di illustrare il modo in cui la letteratura internazionale ha affrontato sia il problema di selezione degli elementi da includere nell'indice di Disclosure sia la tecnica di ponderazione di tali elementi nella prospettiva di accrescere la validità degli indici autonomamente costruiti dai ricercatori, sono di seguito descritti alcuni studi particolarmente "rappresentativi".

Un lavoro pionieristico centrato sull'analisi della DQ è lo studio effettuato da Buzby (1974), che ha costruito un indice composto da 38 elementi riferiti ad informazioni finanziarie e non finanziarie potenzialmente presenti nei bilanci. La scelta di tali elementi è stata condotta a partire dall'analisi della letteratura di riferimento in materia di financial accounting. Per valutare la rilevanza attribuibile a tali elementi l'autore ha poi condotto un sondaggio presso gli analisti finanziari, chiedendo loro di classificare ogni elemento proposto in base all'importanza espressa mediante un punteggio da 1 a 5 punti della scala Likert⁽¹⁸⁾. Le risposte ottenute sono state utilizzate per costruire i pesi attribuiti ai diversi elementi componenti l'indice, che risulta pertanto costruito sulla base del giudizio dell'autore, per quanto riguarda la scelta degli elementi, mentre è ancorato alle valutazioni di esperti esterni con riferimento ai pesi da attribuire agli stessi elementi.

In modo simile, Wiseman (1982) ha sviluppato un proprio indice per

(1995), Raffournier (1995), Wallace e Naser (1995), Inchausti (1997), Owusu-Ansah (1998), Depoers (2000), Camfferman e Cooke (2002), Chow e Gray (2002), Ferguson et al. (2002), Ali et al. (2004), Akhtaruddin (2005), Al-Shammari et al. (2008).

⁽¹⁸⁾ La scala Likert, elaborata dallo psicometrico americano Rensis Likert nel 1932 con lo scopo di creare un nuovo strumento per la misurazione di opinioni e atteggiamenti (Likert, 1932), è composta da alcune affermazioni (item) semanticamente collegate agli atteggiamenti oggetto di indagine. Poiché ad ogni modalità di risposta viene attribuito un punteggio (5, 4, 3, 2, 1), la somma (media) dei punteggi assegnati alle risposte di ciascun individuo sull'intera serie costituisce la posizione dell'individuo sul concetto indagato: per tale motivo la scala Likert è una scala additiva.

apprezzare il livello di divulgazione di dati ambientali all'interno dei rapporti annuali. Muovendo dall'analisi della letteratura, l'autrice ha identificato 18 elementi da includere nell'indice, a cui ha attribuito un punteggio in funzione del grado di specificità delle informazioni presentate. In particolare, ha attribuito un punteggio pari a 3 quando l'informazione divulgata era di tipo quantitativo o monetario, pari a 2 in caso di descrizione qualitativa, pari ad 1 in caso di semplice menzione e pari a 0 in caso di totale assenza dell'informazione. In questo modo, in contrasto con Buzby, Wiseman ha autonomamente identificato sia gli elementi da includere nell'indice sia il “peso” loro attribuito. Di conseguenza, mentre lo studio di Buzby può vantare una certa validità in forza del processo seguito dall'autore nell'identificazione dell'importanza degli elementi che compongono l'indice (valutati attraverso la survey), Wiseman non ha effettuato alcun evidente tentativo di validare il proprio indice di Disclosure.

Il modello di attribuzione dei punteggi proposto da Wiseman ha raccolto notevole attenzione in letteratura, prevalentemente (ma non esclusivamente) nell'area della Disclosure ambientale. Quando è stato applicato in modo più generale alla Disclosure economico-finanziaria, il modello di Wiseman è stato modificato per adattarlo alle specifiche domande di ricerca, talvolta generando punteggi diversi in contesti analoghi (Freedman e Walsey 1990; Hughes et al. 2001; Clarkson et al. 2003).

Uno dei più autorevoli studi tra quelli che fanno leva sull'utilizzo di un indice di Disclosure elaborato autonomamente dall'autore, e certamente il più citato, è quello di Botosan (1997). Nell'analizzare la relazione che lega il livello di Disclosure volontaria al costo del capitale proprio, l'autrice ha inteso valicare il forte limite imposto dai ranking elaborati dalle agenzie specializzate, spesso applicabili soltanto a poche imprese appartenenti ad un medesimo Paese. In tale prospettiva, e nella consapevolezza dell'intenso lavoro di raccolta e codifica dei dati necessario alla costruzione di un indice di Disclosure, Botosan si è focalizzata sulle informazioni divulgate nel bilancio e ha limitato la propria analisi ad un solo anno e ad un solo settore.

Botosan ha espressamente riconosciuto il problema della natura soggettiva del processo di selezione degli elementi da includere nell'indice di Disclosure nonché di ponderazione degli stessi e, di conseguenza, il problema della validità delle misure di Disclosure così calcolate. Proprio per tale motivo, l'autrice ha posto particolare attenzione nell'eseguire, oltre che nello spiegare, il processo seguito nella costruzione dell'indice. L'individuazione degli elementi si è basata su due distinte attività: l'analisi della letteratura di tipo accademico e l'analisi di altri studi condotti da organismi professionali. Inoltre, ha scelto gli elementi da includere nell'indice individuando cinque categorie di Disclosure volontaria — “informazioni di base”, “sintesi di risultati storici”, “statistiche rilevanti di natura non finanziaria”, “progetti futuri”, “discussioni e analisi del management” — che ha identificato sulla base delle indicazioni che investitori e analisti finanziari hanno espresso in funzione

dell'utilità che tali informazioni forniscono per istruire le decisioni di investimento.

Nell'attribuire i punteggi ai diversi elementi che compongono l'indice, Botosan ha impiegato un sistema di ponderazione specifico per ciascuna delle cinque categorie⁽¹⁹⁾, poi considerate in modo equivalente (un quinto ciascuna) nel computo complessivo dell'indice.

L'autrice ha inoltre riconosciuto l'importanza di procedere ad una valutazione della validità dell'indice proposto provvedendo a: (i) calcolare il coefficiente alfa di Cronbach; (ii) verificare il grado di correlazione tra, da un lato, lo score dell'indice di Disclosure autonomamente elaborato e, dall'altro lato, l'attenzione dedicata dagli analisti a ciascuna impresa nonché il numero di articoli al riguardo pubblicati sul Wall Street Journal; (iii) verificare il grado di correlazione tra la misura di Disclosure elaborata in proprio e quattro caratteristiche strutturali delle imprese (dimensione, eventuale quotazione, dimensione della società di revisione e livello di indebitamento); (iv) verificare il grado di correlazione tra la misura di Disclosure elaborata in proprio e le classifiche stilate dall'AIMR con riferimento alle imprese contemporaneamente presenti sia nel campione considerato da Botosan sia in quello dell'AIMR.

Francis et al. (2008) hanno esteso la ricerca di Botosan (1997) con l'obiettivo di esaminare la relazione che lega il grado di Disclosure con il costo del capitale proprio e la qualità degli utili delle imprese. Gli autori hanno misurato il grado di Disclosure muovendo da un indice auto-costruito sulla base di quello sviluppato da Botosan, successivamente modificato con riguardo a due profili: in primo luogo, hanno escluso sia la categoria "informazioni di base" sia quella "discussioni e analisi del management" dal momento che alcuni elementi compresi nelle suddette categorie si riferivano alla Disclosure obbligatoria più che alla Disclosure volontaria; in secondo luogo, hanno allargato il gruppo di elementi considerati per accogliere nell'indice informazioni relative a misurazioni economico-finanziarie tratte da bilanci di esercizio che non sono stati preparati in conformità a principi contabili di generale accettazione.

In ultima analisi, l'indice elaborato da Francis et al. si compone di 25 elementi. Al fine di attribuire il punteggio, gli autori, per la maggior parte degli elementi, hanno impiegato uno schema di codifica binaria (presenza o

⁽¹⁹⁾ Agli elementi della categoria "informazioni di base" è stato assegnato un punto (se l'informazione è presente) o due punti (se l'informazione contiene anche dati quantitativi non rinvenibili negli schemi di bilancio). Agli elementi della categoria "sintesi di risultati storici", i punti sono stati assegnati in base alla disponibilità di informazioni per calcolare indici di redditività, attribuendo un punteggio doppio nel caso di informazioni riferite ad un arco temporale di dieci anni o superiore. Agli elementi della categoria "statistiche non finanziarie" sono stati assegnati due punti per ogni elemento, mentre alla categoria "progetti futuri" sono stati assegnati due punti nel caso di previsioni generiche e tre punti nel caso di informazioni puntuali. Infine, alla categoria "discussioni e analisi del management" è stato assegnato un punto per ogni argomento discusso, a condizione che le informazioni non fossero già recuperabili dal bilancio, e un altro punto in presenza anche di dati quantitativi.

assenza dell'informazione). Tuttavia, per alcuni elementi di natura continua (come, ad esempio, il numero di esercizi cui si estende la presentazione dei dati storici della società) hanno contato i periodi considerati e poi convertito tale conteggio in una variabile binaria basata sul fatto che il punteggio dell'impresa fosse al di sopra o al di sotto della media del campione di imprese considerate con riguardo allo specifico elemento. Infine, hanno sommato i valori ottenuti da ciascuna impresa in relazione a tutti i 25 elementi dell'indice e confrontato questo punteggio “grezzo” con il punteggio massimo ottenuto dalle imprese del campione, in modo tale da derivarne una misura relativa del grado di Disclosure dell'impresa.

Gli autori hanno poi preso in considerazione anche schemi di ponderazione alternativi rispetto a quello prescelto ma non hanno invece prestato esplicita attenzione al problema della validità della misura proposta.

Uno dei problemi fondamentali relativi all'uso di indici auto-costruiti è riconducibile alla loro credibilità “a monte”. La maggior parte degli studi sopra citati ha ancorato alla letteratura accademica e professionale esistente il processo di identificazione degli elementi da comprendere nell'indice di Disclosure; così facendo, di fatto, gli autori hanno aggirato il problema di stabilire l'importanza degli elementi selezionati rispetto a quella loro attribuita da soggetti esterni, quali investitori e analisti finanziari. Nondimeno, nell'ambito della letteratura internazionale analizzata, è stato possibile rinvenire alcuni approcci alternativi impiegati per migliorare la credibilità “a monte” dell'indice di Disclosure.

Un primo approccio si fonda sulla decisione di ancorare la scelta degli elementi da includere nell'indice ad un insieme di “aspettative esterne”, quali, ad esempio, quelle espresse da un principio contabile che funge da punto di riferimento per valutare la qualità dell'informativa divulgata. Uno studio di questo tipo è stato condotto da Clarkson et al. (2006), i quali hanno esaminato le informazioni divulgate in Australia in merito alla remunerazione del direttore di comunicazione rispetto alle aspettative di informativa stabilite dal principio AASB 1046 (“Director and Executive Disclosures by Disclosing Entities”).

Un approccio alternativo, come sopra anticipato, postula che sia il ricercatore a chiedere direttamente il contributo di un gruppo di esperti nella progettazione di un indice che possa misurare la DQ.

Tuttavia, resta fermo il fatto che anche là dove l'indice di Disclosure è sviluppato in modo strutturato facendo ricorso a dati esterni o al supporto di esperti, rimane difficile raggiungere il consenso in merito a una misurazione definitiva e largamente accettata del grado di Disclosure. Per dare evidenza di tale difficoltà, è utile confrontare due studi relativamente recenti (Clarkson et al. 2008 rispetto a Plumlee et al. 2009).

Tali autori hanno sviluppato, in modo indipendente e parallelo, due indici per misurare il grado di Disclosure volontaria che le imprese divulgano in merito alle problematiche ambientali. Entrambi gli studi si sono basati sul

Global Reporting Initiative (GRI) Sustainability Reporting Guidelines ed entrambi i lavori si sono avvalsi dell'assistenza di un esperto esterno. In particolare, Clarkson et al. (2008) hanno coinvolto un esperto nel campo del reporting ambientale, oltretutto membro del comitato direttivo del GRI, mentre Plumlee et al. (2009) hanno richiesto il parere di un esperto di settore responsabile per il reporting ambientale di una società compresa nella classifica di Fortune 1000. Inoltre, entrambi gli studi hanno fatto leva su indici che hanno utilizzato uno schema di codifica binaria per misurare il grado di Disclosure, senza tentare di esprimere un giudizio (positivo o negativo) in merito all'informazione divulgata, attribuendo quindi lo stesso "peso" a tutti gli elementi integranti l'indice.

Orbene: nonostante gli autori abbiano adottato un approccio comune e abbiano implementato numerosi step procedurali e metodologici della ricerca in modo simile (se non identico), il confronto tra gli indici elaborati nell'ambito dei due studi citati mette in luce non poche differenze degne di nota.

Ad esempio, l'indice di Clarkson et al. (2008) è composto di 95 elementi non ponderati, riferiti a sette macro-categorie, con ogni elemento esplicitamente associato al criterio guida esposto dal GRI. Di questi 95 elementi, 79 si riferiscono a informazioni verificabili tramite dati e misure mentre gli altri 16 si riferiscono ad elementi non verificabili. Nel caso di questo studio, l'esperto del GRI coinvolto nella ricerca ha confermato che sia la composizione complessiva dell'indice sia la sua ponderazione relativa (tra elementi misurabili e non misurabili) riflettono lo spirito e le raccomandazioni delle regole di Disclosure contenute nelle linee guida del GRI.

Per contro, l'indice di Plumlee et al. è composto di 62 elementi, distinti in 19 categorie, all'interno delle quali ogni singolo elemento è sotto-categorizzato in un numero di aspetti compreso tra 2 ed 8. Le categorie e le sotto-categorie, complessivamente considerate, consentono di attribuire un punteggio massimo alla Disclosure dell'impresa pari a 351.

Rispetto a Clarkson et al., l'indice di Plumlee et al. differisce sotto diversi aspetti: *i*) Plumlee et al. non fanno alcun tentativo di distinguere tra i concetti di informativa "quantitativa" e informativa "non misurabile"; inoltre, questo indice tratta ogni elemento allo stesso modo, senza tener conto della sua verificabilità; *ii*) Plumlee et al. non hanno esplicitamente incrociato gli elementi inclusi nel loro indice con le specifiche linee guida del GRI, demandando tale compito al lettore dello studio.

Per quanto esposto, è relativamente difficile riconciliare gli elementi presenti nei due indici dato che il punteggio massimo disponibile differisce (95 punti per Clarkson et al. *versus* 351 punti per Plumlee et al.). Inoltre, anche riuscendo a valicare le difficoltà che sorgono nel momento in cui si effettua il tentativo di raccordare i due indici per confrontarne il "punteggio" ottenuto, emergono altre evidenti differenze; a titolo esemplificativo, nella categoria "indicatori di performance ambientale" lo studio di Clarkson et al. comprende

esplicitamente la Disclosure rilasciata con riferimento alla concorrenza del settore; tale elemento non è tuttavia contemplato dall'indice di Plumlee et al.

In sintesi, senza procedere oltre nel confronto analitico, i disallineamenti esposti rivelano chiaramente differenze sostanziali tra i due indici, seppur sviluppati con la stessa prospettiva e partendo da una base concettuale comune. Di fatto, i disallineamenti sottolineano le difficoltà sottese allo sviluppo di un indice di Disclosure che possa risultare universalmente accettato.

In conclusione, l'approccio di misurazione del livello di Disclosure basato sull'impiego di indici costituisce un valido strumento di ricerca (Beattie et al. 2004). Tuttavia, là dove l'indice è costruito autonomamente dal ricercatore sulla base dell'analisi della letteratura precedente oppure sulla base di altri riferimenti o indagini effettuate presso gli utenti della Disclosure, sempre si insinua nello studio un elemento soggettivo di giudizio e di interpretazione da parte del ricercatore (Healy e Palepu 2001). L'indice così costruito, in particolare, può non riflettere pienamente le opinioni e le aspettative di gruppi di utenti interessati alla comunicazione economico-finanziaria dell'impresa, quali gli investitori o gli analisti finanziari. Pertanto, nella misura in cui la elaborazione delle metriche utilizzate per costruire l'indice di Disclosure comporta un giudizio da parte del ricercatore, i risultati dello studio risultano difficili da replicare e ne limitano la validità di applicazione al di fuori del contesto ove l'indice è stato pensato e sviluppato.

5. La “qualità” degli indicatori proposti in letteratura: i livelli di replicabilità e di validità delle misure.

L'analisi della letteratura internazionale ha permesso di individuare molteplici contributi empirici che hanno proposto un “modello” volto a misurare la DQ. Tali contributi sono andati oltre la (condivisa) convinzione che la DQ sia « inherently immeasurable » (Botosan 2004), giungendo comunque, in forza di “approssimazioni di misure di qualità”, a definire ranking in cui la Disclosure è ordinata secondo scale quantitative espressione di livelli di qualità successivi.

Tuttavia, la congiunta considerazione degli scritti esaminati consente di rilevare come la misurazione della qualità della Disclosure configuri un tema tuttora aperto. In particolare, il processo di definizione delle scale ordinali è inficiato da tre criticità, a più riprese anticipate in precedenza e qui di seguito richiamate con approccio trasversale.

La prima criticità discende dalla prospettiva accolta da chi esprime i giudizi in merito alla DQ: tale prospettiva può privilegiare le attese di conoscenza di una determinata categoria di attori. L'accoglimento di una prospettiva (ad esempio, quella degli analisti) piuttosto che di un'altra (ad esempio, quella degli investitori professionali) circoscrive la validità della

misurazione alla categoria di soggetti le cui attese di conoscenza sono state privilegiate. Inoltre, anche nell'ambito della stessa categoria di user, le percezioni in ordine alla DQ possono differire significativamente: in relazione alla categoria degli analisti, ad esempio, la percezione può differire a seconda degli obiettivi del singolo analista (temporali e di rendimento) o della istituzione di appartenenza (Wallace 1988).

La seconda criticità attiene alla soggettività del ricercatore, che pervade ogni scelta intrapresa nell'ambito del processo di misurazione. La soggettività è funzione della sensibilità del ricercatore, delle sue conoscenze ed esperienze. Del resto, la soggettività è immanente nel processo di “trasformazione” di una variabile qualitativa in una variabile quantitativa.

La terza criticità è riconducibile ai limiti “fisiologicamente” insiti nel modello di valutazione, a prescindere dai profili soggettivi del ricercatore. Ciò discende dalla necessità di tradurre una molteplicità di informazioni analitiche tra loro complementari in una informazione sintetica.

Siffatte criticità abbracciano entrambe le fasi del processo di classificazione: *i)* la fase che convenzionalmente definiamo di *omogeneizzazione*, che consiste nella identificazione degli elementi e nella definizione della griglia sul cui fondamento il ricercatore si propone di misurare la DQ; *ii)* la fase che convenzionalmente definiamo di *posizionamento*, che consiste nell'analisi delle comunicazioni economico-finanziarie oggetto di studio al fine di codificarne i contenuti nella griglia elaborata ad esito della prima fase del processo.

i) Nella fase di *omogeneizzazione*, la scelta delle variabili in base alle quali classificare la DQ può avvenire — come argomentato nel paragrafo 4 — in funzione delle preferenze del ricercatore, in base a studi già effettuati o, infine, può risultare da una combinazione ragionata delle due alternative precedenti. Quest'ultima soluzione è molto diffusa perché compendia, da un lato, l'utilizzo di modelli verificati in letteratura e, dall'altro lato, l'inserimento di varianti volte a declinare il modello di analisi in funzione degli obiettivi della ricerca (Barako 2007).

Ad esito della fase di omogeneizzazione si ottiene una “griglia” tramite la quale codificare la comunicazione economico-finanziaria. Tale griglia è normalmente elaborata in un momento antecedente alla lettura e all'interpretazione della Disclosure che si intende indagare. Ciò premesso, nella fase di omogeneizzazione:

1. la validità della griglia è limitata alla prospettiva dei destinatari della Disclosure assunti a riferimento. La griglia non può essere strumentale a “catturare” gli aspetti di interesse di tutti i soggetti fruitori della Disclosure, ma solo di una o poche categorie di fruitori;

2. la soggettività del ricercatore influenza la scelta delle variabili che compongono la griglia. Tale limite permane anche utilizzando gli indici elaborati da agenzie “esterne”, poiché i punteggi di valutazione della DQ sono comunque attribuiti da “persone” e si basano sulla loro soggettiva — ancorché esperta — percezione dell'utilità e della qualità delle informazioni;

3. i limiti del modello di valutazione comportano la conseguenza che le variabili che compongono la griglia sono in grado di riflettere solo i contenuti e le caratteristiche che appaiono più chiaramente identificabili. La DQ è invece articolata in una vasta serie di aspetti (comprensibilità, esaustività, tempestività, chiarezza, rilevanza e così via), molti dei quali difficilmente sintetizzabili nelle variabili integranti la griglia (Beattie et al. 2004).

ii) La seconda fase sopra richiamata consiste nel *posizionamento* della Disclosure della singola impresa, “imbrigliandola” nella griglia che è stata creata nella prima fase del processo. Le criticità sopra richiamate emergono anche in tale fase e riguardano tipicamente:

1. la codifica delle informazioni della Disclosure, processo durante il quale il ricercatore può solo tentare di “immedesimarsi” nella prospettiva accolta;

2. la soggettività del ricercatore che influenza le attività di lettura, analisi e codifica della Disclosure. In queste attività, il ricercatore è naturalmente guidato dal proprio giudizio discrezionale;

3. la classificazione delle informazioni, che può condurre anche a trascurare taluni aspetti, se i contenuti e/o caratteri della Disclosure non trovano riscontro nelle variabili prescelte.

Da quanto sopra esposto emerge che in ciascuna delle due fasi del processo di misurazione si stratificano una serie di criticità in sé e per sé ineliminabili, poiché pervadono la logica e il metodo di questo tipo di contributi empirici, a prescindere dall’approccio utilizzato. Tali problematiche sono sintetizzate in tabella 1.

TABELLA 1 - Le criticità degli studi empirici

Criticità	Fasi del processo di classificazione della DQ	
	Omogeneizzazione	Posizionamento
<i>Prospettiva accolta</i>	La validità dell’analisi è limitata alla prospettiva dei fruitori che la ricerca intende privilegiare.	La codifica nella prospettiva accolta è effettuata tramite “immedesimazione”.
<i>Soggettività del ricercatore</i>	La scelta delle variabili (contenuto e caratteristiche della <i>Disclosure</i>) discende dai giudizi discrezionali del ricercatore.	La lettura, l’analisi e la codifica sono condizionate dalla soggettività del ricercatore.
<i>Limiti sottesi alle variabili catturate</i>	Il numero di variabili scelte per codificare la <i>Disclosure</i> è limitato, a fronte della multidimensionalità degli aspetti che qualificano la <i>Disclosure</i> .	La classificazione delle informazioni può trascurare taluni aspetti della <i>Disclosure</i> , perché alcuni contenuti e/o caratteri della <i>Disclosure</i> possono non trovare riscontro nelle variabili prescelte.

Le problematiche sopra illustrate e schematizzate in tabella 1 conducono a formulare talune riflessioni in merito alla replicabilità e alla validità dei

modelli di valutazione della DQ, in parte evidenziate anche negli articoli teorici analizzati (39 contributi, pari al 7% dei 572 complessivamente considerati) che hanno affrontato il problema, sotto il profilo analitico, di “modellizzare” una misura ideale di DQ⁽²⁰⁾.

La *replicabilità* dei modelli di classificazione della DQ fa riferimento alla possibilità di ottenere gli stessi esiti della ricerca replicando l’analisi condotta (Beattie et al. 2004). La replicabilità postula che la metodologia usata per condurre la ricerca sia oggettiva: requisito che “costitutivamente” difetta nel processo di classificazione sopra illustrato.

La *validità* dei modelli di valutazione della DQ scaturisce dalla loro capacità di cogliere e rappresentare in modo compiuto i differenti profili della Disclosure (Marston e Shrives 1991). La validità può essere sia interna, concernente la pertinenza delle spiegazioni date alla realtà oggetto di studio, sia esterna, ossia riguardante la possibilità di generalizzare le spiegazioni estendendole ad altre situazioni analoghe.

Per effetto dei limiti illustrati in precedenza, la validità è difficile da perseguire. I contenuti e le caratteristiche della Disclosure fornita da una medesima azienda sono infatti suscettibili di essere apprezzati in modo difforme in relazione alla sensibilità del ricercatore che la classifica o degli enti che la misurano. A questo proposito, il rigore metodologico può mitigare il rischio di minare la validità, ma non può — logicamente — escluderlo completamente.

Del resto, la DQ rappresenta un costrutto che può essere apprezzato con riguardo a molteplici dimensioni, sia quantitative sia qualitative. Ciò può comportare la conseguenza che, in una concreta fattispecie, la Disclosure possa essere definita di qualità “elevata” per il fatto che informazioni di natura dicotomica (presenza o assenza dell’informazione) siano fornite, ancorché esse aggiungano “poco” rispetto ai processi decisionali degli user.

D’altro canto, la DQ è suscettibile di essere valutata in relazione a profili qualitativi di difficile catalogazione (ad esempio l’estensione dell’informazione, la sua incisività e il suo grado di dettaglio). Peraltro in letteratura, nonostante sia piuttosto evidente che solo indici “pesati” possono ambire ad “aprire” la misurazione verso più dimensioni, in coerenza con la complessità del costrutto indagato, la tendenza è quella di “appiattirsi” nell’utilizzo di indici non pesati che adottano processi di scoring di tipo binario, inadatti ad esprimere un giudizio sulla qualità e sull’utilità delle informazioni contenute nei bilanci. Paradossalmente, è quindi proprio l’esigenza di aumentare la replicabilità e la validità insite nella misura proposta che spinge i ricercatori ad allontanarsi dall’apprezzare la qualità della Disclosure. Infatti, prediligendo “disegni di ricerca” ancorati a una logica di conteggio (oggettivo) del

⁽²⁰⁾ Tra gli altri, si vedano: Horngren 1957; Robb 1980; Dye 1985; Kirschenheiter 1997; Penno 1997; Barron et al. 1998; Richardson 2001; Beattie et al. 2001; Penman 2003; Barth et al. 2003; Bushman e Smith 2003; Mensah et al. 2006; Botosan 2006; Hughes e Sankar 2006; Feltham et al. 2007; Beretta e Bozzolan 2008; Bloomfield et al. 2010; Artiach e Clarkson 2011.

numero di informazioni divulgate, gli studiosi possono essere indotti ad esprimere giudizi (soggettivi) inevitabilmente incorporati nei “pesi” attribuiti, precludendosi per tale via la possibilità di affrontare la questione della qualità delle informazioni divulgate nell’interesse di determinate categorie di fruitori.

I limiti dei ranking offerti della letteratura e la loro incapacità di apprezzare la multidimensionalità della DQ fanno sorgere la necessità di intervenire per fornire proxy pragmaticamente utili per lo sviluppo della ricerca e l’avanzamento della conoscenza (Cooke 1998). Peraltro, i limiti dei modelli di misurazione possono essere mitigati da un approccio volto a identificare cluster di DQ (Chavent et al. 2006). Con ciò si intende un insieme di imprese omogeneo in termini di DQ, cioè imprese connotate da livelli di DQ simili. La costruzione di cluster, anziché di un ranking, mitiga le criticità sopra evidenziate riguardanti la misurazione della DQ, poiché il giudizio formulato non si esprime in un ordinamento che richiede la classificazione di ogni singola DQ come “migliore” o “peggiore” rispetto alle altre (Coy 1995). La formazione di cluster consente di raggruppare più imprese che si collocano su livelli di qualità tra loro simili (o sostanzialmente equivalenti) per il lettore, mentre la loro classificazione in un ranking richiederebbe livelli di soggettività molto maggiori.

Peraltro, giova rilevare come la costruzione di cluster di DQ non elimina *in toto* le criticità evidenziate: permangono infatti le difficoltà nel separare i cluster ovvero nell’identificare i confini che delimitano i diversi gruppi; nondimeno, i problemi da affrontare sul piano metodologico tendono a comprimersi in modo significativo.

6. Conclusioni.

Il lavoro offre una rassegna ragionata della letteratura sul tema della DQ. I contributi esaminati sono ricondotti a un quadro sintetico attraverso le seguenti chiavi interpretative: il tipo di ricerca, l’approccio metodologico, le scale di misura e l’attribuzione dei punteggi.

A fronte dei due tipi di ricerca individuati — gli studi teorici e gli studi empirici — il lavoro approfondisce i contributi empirici volti ad applicare “modelli” di valutazione della DQ. In particolare, si sono rinvenuti due approcci metodologici strumentali a valutare la DQ: *i*) l’analisi di contenuto (content analysis), che può usare scale di misura tematiche, sintattiche o linguistiche e *ii*) la costruzione di indicatori, che può usare indici elaborati dai ricercatori (pesati o meno) o indici elaborati da enti preposti ad analisi economico-finanziarie. Tali metodologie ambiscono a valutare la DQ indagandone la capacità di soddisfare le istanze informative a cui essa è rivolta.

Tuttavia, la natura multidimensionale che contraddistingue la DQ, la rende non quantificabile in modo assoluto. Nondimeno, l’esame condotto nel presente scritto ha messo in luce i vantaggi e gli svantaggi degli approcci

metodologici rinvenuti in dottrina nella ricerca di proxy accurate per esprimere la DQ.

Gli studi che utilizzano la content analysis non entrano nel merito del contenuto informativo delle informazioni offerte dalla Disclosure, poiché si limitano a computare quantitativamente le ricorrenze sintattiche all'interno del testo, oppure ad apprezzare il grado di fruibilità delle descrizioni (ad esempio, misurando la lunghezza delle frasi o la numerosità di costruzioni grammaticali complesse). Pertanto, l'analisi di contenuto non considera i fabbisogni informativi degli user della Disclosure né, tanto meno, gli interessi che li animano. D'altra parte, gli studi basati sull'analisi di contenuto sono considerati "oggettivi", ancorché la replicabilità di tali analisi sia limitata dai gradi di discrezionalità lasciati al ricercatore nel processo di indagine.

Gli studi volti a costruire indicatori, siano essi elaborati dai ricercatori oppure da enti "esterni", incorporano numerosi gradi di soggettività ascrivibili allo studioso che li elabora e, pertanto, sono relativamente poco oggettivi e replicabili. Si tratta, inoltre, di approcci la cui validità è legata agli obiettivi che animano la verifica condotta in ordine alla DQ.

Entrambi gli approcci sono accomunati dal fatto che tendono a misurare la DQ classificandola in ranking in cui la Disclosure è ordinata secondo livelli di qualità successivi. Il processo di classificazione effettuato dal ricercatore in entrambi gli approcci si articola in due fasi logiche, l'omogeneizzazione e il posizionamento, che presentano profili di criticità che concorrono a limitare la validità dei modelli di valutazione elaborati in letteratura. Gli studi analizzati, infatti, poggiano in prevalenza sul presupposto che la quantità sia una proxy della qualità e trascurano la multidimensionalità della DQ.

A tale proposito, nonostante gli indicatori pesati possano ambire ad "aprire" la misurazione a molteplici dimensioni in coerenza con la complessità del costruito indagato, la tendenza in letteratura è quella di "appiattirsi" nell'utilizzo di indici non pesati che adottano processi di scoring binario; ciò in ragione del fatto che gli indici non pesati condurrebbero ai medesimi risultati a cui giungono quelli pesati. Le verifiche condotte in proposito, tuttavia, muovono da analisi sulla DQ che paiono "minate" in origine dai limiti suesposti: si fondano cioè sull'impiego degli esiti della content analysis ovvero su indicatori che incorporano, siano essi elaborati dai ricercatori oppure da enti "esterni", numerosi gradi di soggettività.

Ancora: molti contributi valutano la DQ sulla base di indicatori aggregati che sono ottenuti consolidando altri indici (ad esempio, i diversi ranking elaborati da enti esterni); in questo modo il livello di analisi, che potrebbe arricchire l'apprezzamento della DQ, viene meno con il consolidamento e, quindi, la sintesi dei diversi indici disponibili in un'unica misura aggregata.

D'altro canto, la letteratura fornisce ben poche indicazioni in merito alla scelta dell'approccio di volta in volta appropriato. Al contrario, il ricercatore assume tale scelta sulla base dei vantaggi e degli svantaggi che discendono dall'implementazione del proprio disegno di ricerca. Certamente negli ultimi

anni i ricercatori hanno investito molto tempo ed energie per dimostrare che la metodologia prescelta è affidabile. Tuttavia, ancora non vi è consenso in merito all'efficacia e al campo di applicazione di un determinato tipo di indice.

Nella prospettiva delle ricerche future, potrebbe essere utile distinguere in modo più marcato le indagini in tema di misurazione della DQ in funzione della natura obbligatoria o facoltativa della *disclosure* periodica di bilancio.

Per la prima esiste infatti un “termine di riferimento” preciso per apprezzare la DQ, costituito dalle richieste informative formulate dai regulator. La DQ si può apprezzare in questi casi mediante una verifica non solo di *compliance formale*, bensì di piena soddisfazione rispetto alle attese informative obbligatorie. A titolo esemplificativo, si faccia riferimento alle informazioni relative alla configurazione delle CGU ai fini dell'impairment test o all'andamento dei segmenti di attività: non basta accertare che l'informazione sia presente (o sia assente), ma è invece determinante che sia completa rispetto alla richieste formulate, per supportare gli user nelle loro conseguenti valutazioni. Tale verifica, che si può definire di *compliance sostanziale*, è senz'altro facilitata dalla presenza di riferimenti normativi e regolamentari, che definiscono la quantità e “indirizzano” la qualità dell'informativa obbligatoria.

Con riferimento, invece, alle informazioni volontarie contenute nei rapporti periodici di bilancio, mancano precisi termini di riferimento tali da consentire di apprezzarne il livello quantitativo e qualitativo. Questa carenza trova solitamente “compensazione” nelle scelte soggettive introdotte dal ricercatore nell'elaborazione degli indicatori impiegati. Del resto, occorre rammentare come parte dell'informativa volontaria sia frequentemente trasmessa al mercato in via anticipata rispetto alla comunicazione di bilancio, tramite gli strumenti e i canali di cui si avvale l'attività di *investor relation*. Ciò premesso, potrebbe risultare opportuno spostare il *focus* delle ricerche dal “contenuto” dall'informazione volontaria di bilancio al “processo” di *investor relation*. Si pensi, ad esempio, alla costruzione di indicatori capaci di riassumere la frequenza delle comunicazioni al mercato, il rispetto dei tempi di realizzazione dei fatti comunicati, le successive conferme o smentite di previsioni formulate in precedenza. L'elaborazione di indicatori in grado di riflettere tali profili di analisi potrebbe estendere l'indagine sulla Disclosure all'apprezzamento della qualità del processo (più generale) di comunicazione economico-finanziaria, superando per questa via molti dei problemi di misurazione che riguardano gli indicatori elaborati a partire dalle informazioni di bilancio.

Bibliografia

ABOODY, D., KASZNIK, R. and WILLIAMS, M. 2000. “Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: Why do firms care?”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 29 (3), p. 261-286.

- ABU-NASSAR, M., and RUTHERFORD, B.A. 1996. "External Users of Financial Reports in less Developed Countries: The Case of Jordan", *British Accounting Review*, Vol. 28, p. 73-87.
- ACERETE, B., LLENA, F. and MONEVA, J.M. 2011. "Environmental Disclosure in financial statements: An analysis of Spanish toll motorway concessionaires", *Transportation Research*, 16 (5), p. 377-383.
- ADAMS, M. and HOSSAIN, M. 1998. "Managerial discretion and voluntary disclosure: Empirical evidence from the New Zealand life insurance industry", *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 17 (3), p. 245-281.
- AHMED, K. and COURTIS, J.K. 1999. "Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis", *British Accounting Review*, Vol. 31, p. 35-61.
- AHMED, K. and NICHOLLS, D. 1994. "The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh", *The International Journal of Accounting*, Vol. 29 (1), p. 62-77.
- AJINKYA, B., BHOJRAJ, S. and SENGUPTA, P. 2005. "The Association between Outside Directors, Institutional investors and the Properties of Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, Vol. 43 (3), p. 343-376.
- AKHTARUDDIN, M. 2005. "Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh", *International Journal of Accounting*, Vol. 40, p. 399-422.
- AKSU, M. and KOSEDAG, A. 2006. "Transparency and Disclosure Scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange", *Corporate Governance*, Vol. 14 (4), p. 277-296.
- ALI, M.J., AHMED, K. and HENRY, D. 2004. "Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia", *Accounting and Business Research*, Vol. 34 (3), p. 183-199.
- AL-SHAMMARI, B., BROWN, P. and TARCA, A. 2008. "An investigation of compliance with international accounting standards by listed companies in the Gulf Co-Operation Council member states", *International Journal of Accounting*, Vol. 43 (4), p. 425-447.
- ALVINO, F. 2001. "La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali", Giappichelli.
- AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION. 1977. "Proposed Activities for the Decade 1976-1986", *The Accounting Review* (Supplement), Vol. 1-3, 5-14.
- ARNOLD J. and MOIZER P. 1984. "A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares", *Accounting and Business Research*, Vol. 14, p. 195-207.
- ARTIACH, T. and CLARKSON, P. 2011. "Disclosure, conservatism and the cost of equity capital: A review of the foundation literature", *Accounting & Finance*, Vol. 51 (1), p. 2-49.
- BAMBER, L.S. and CHEON, Y.S. 1998. "Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices", *Journal of Accounting Research*, Vol. 36 (2), p. 167-190.
- BARAKO, D.G. 2007. "Determinants of voluntary disclosures in Kenyan companies annual reports", *African Journal of Business Management*, Vol. 1 (5), p. 113-128.
- BARRON, O.E., KIM O., LIM S.C. and STEVENS D.E. 1998. "Using Analysts' Forecasts to Measure Properties of Analysts' Information Environment", *The Accounting Review*, Vol. 73 (4), p. 421-433.
- BARRY, C.B. and BROWN, S.J. 1986. "Limited information as a source of risk", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 12 (2), p. 66-72.

- BARTH, J.R., TRIMBATH, S. and YAGO, G. 2003. "Before the Enron Collapse: What Corporate CFOs Around the World Said About the Status of Accounting and Disclosure Practices. Full Text Available", *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies*, Vol. 6 (4), p. 433-440.
- BARTH, M.E., CLINCH G. and SHIBANO T. 2003. "Market Effects of Recognition and Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol. 41 (4), p. 581-609.
- BEATTIE, V., FEARNLEY, S. and BRANDT, R. 2001. "It's a people thing", *Accountancy*, Vol. 127 1292, p. 138-139.
- BEATTIE, V. and PRATT, K. 2003. "Issues concerning web-based business reporting: an analysis of the views of interested parties", *British Accounting Review*, Vol. 35 (2), p. 155-187.
- BEATTIE, V., MCINNES B. and FEARNLEY S. 2004. "A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Description Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes", *Accounting Forum*, Vol. 28, p. 205-236.
- BENJAMIN, J.J. and STANGA, K.G. 1977. "Differences in Disclosure Needs of Major Users of Financial Statements", *Accounting and Business Research*, p. 187-192.
- BERETTA, S. and BOZZOLAN, S. 2008. "Quality versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23 (3), p. 333-375.
- BERTINETTI, G. 1996. "Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza", Egea.
- BHUSHAN, R. 1989. "Firm Characteristics and Analyst Following", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 11 (2/3), p. 255-274.
- BLOOMFIELD, R., CHRISTENSEN, T.E., GLOVER, J., HAKA, S., JAMAL, K., OHLSON, J.A., PENMAN, S., PETRONI, K., TSUJIYAMA, E. and WATTS, R.L. 2010. "Comments on the Proposed SEC's 2010-2015 Draft Strategic Plan", *Accounting Horizons*, Vol. 24 (1), p. 109-115.
- BOTOSAN, C.A. 1997. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, Vol. 72 (3), p. 323-349.
- BOTOSAN, C.A. 2004. "Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication", *International Journal of Accounting*, Vol. 39 (3), p. 289-295.
- BOTOSAN, C.A. 2006. "Disclosure and the cost of capital: what do we know?", *Accounting and Business Research*, Vol. 31, p. 31-40.
- 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*, Vol. 40 (1), p. 21-40.
- BOTOSAN, C.A., PLUMLEE, M.A. and YUAN X. 2004. "The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital", *Review of Accounting Studies*, Vol. 9 (2/3), p. 233-259.
- BROCKMAN, P. and KHURANA, I. K. 2008. "Voluntary disclosures around share repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 (1), p. 175-191.
- BUNIAMIN, S. 2010. "The Quantity and Quality of Environmental Reporting in Annual Report of Public Listed Companies in Malaysia", *Issues in Social & Environmental Accounting*, Vol. 4 (2), p. 115-135.
- BUSHEE, B.J. and C.F. NOE. 2000. "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, p. 171-202.
- BUSHMAN, R.M. and SMITH A.J. 2003. "Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Economic Policy Review*, Vol. 12, p. 65-87.
- BUSHMAN, R.M., PIOTROSKI J. and SMITH. A.J. 2004. "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 (2), p. 207-252.

- BUZBY, S.L. 1974. "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports", *The Accounting Review*, Vol. 49 (3), p. 423-435.
- BUZBY, S.L. 1975. "Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, p. 16-37.
- BYARD, D. and SHAW K.W. 2003. "Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts' Information Environment", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 18 (3), p. 355-378.
- CAMFFERMAN, K. and COOKE, T.E. 2002. "An analysis of disclosure in the annual reports of U.K. and Dutch Companies", *Journal of International Accounting Research*, Vol. 1 (1), p. 3-30.
- CATTANEO M., MANZONETTO P. 1992. "Il bilancio di esercizio: profili teorici e istituzionali negli anni novanta", Etas libri.
- CERF, A.R. 1961. "Corporate Reporting and Investment Decisions", Berkeley University of California Press.
- CHAU, G.K. and GRAY, S.J. 2002. "Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore", *The International Journal of Accounting*, Vol. 37, p. 247-265.
- CHAVENT, M., DING, Y., FU, L., STOLOWY, H. and WANG, H. 2006. "Disclosure and determinants studies: An extension using the Divisive Clustering Method (DIV)", *European Accounting Review*, Vol. 15 (2), p. 181-218.
- CHENG, Q. and LO, K. 2006. "Insider Trading and Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 (5), p. 815-848.
- CHOW, C.W. and WONG-BOREN, A. 1987. "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, Vol. 62 (3), p. 533-541.
- CLARKSON, P.M., KAO, J.L. and RICHARDSON, G.D. 1999. "Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16 (1), p. 111-134.
- CLARKSON, P., FERGUSON C., and HALL, J. 2003. "Auditor conservatism and voluntary disclosure: evidence from the Year 2000 systems issue", *Accounting and Finance*, Vol. 43, p. 21-40.
- CLARKSON, P., VAN BUEREN A.L and WALKER J. 2006. "Chief executive officer remuneration Disclosure quality: corporate responses to an evolving Disclosure environment", *Accounting and Finance*, Vol. 46, p. 771-796.
- CLARKSON, P., LI Y., RICHARDSON G., and VASVARI F. 2008. "Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis", *Accounting, Organisations, and Society*, Vol. 33 (4/5), p. 303-327.
- CODA, V. 1989. "La comunicazione economica nella strategia aziendale, in Cesad Bocconi, "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale?", Egea.
- COOKE, T.E. 1989. "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies", *Accounting and Business Research*, Vol. 19 (74), p. 113-124.
- COOKE, T.E. 1991. "An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations", *The International Journal of Accounting*, Vol. 26, p. 174-189.
- COOKE, T.E. 1992. "The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations", *Accounting and Business Research*, Vol. 22 (87), p. 229-237.
- COOKE, T.E. 1993. "Disclosure in Japanese corporate annual reports", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20 (4), p. 521-535.
- COOKE, T.E. and WALLACE R.S.O. 1989. "Global Surveys of Corporate Disclosure Practices

- and Audit Firms: A Review Essay", *Accounting and Business Research*, Vol. 20 (77), p. 47-58.
- CORBELLA, S. 2008. "L'attendibilità del bilancio di esercizio. Posizioni consolidate e nuove prospettive interpretative", Franco Angeli.
- CORVI, E. 2000. "Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico finanziaria", Egea.
- COURTIS, J.K. 1976. "Relationship between timeliness in corporate reporting and corporate attributes", *Accounting and Business Research*, Vol. 5, p. 45-56.
- DARGENIDOU, C., MCLEAY, S. and RAONIC, I. 2006. "Expected earnings growth and the cost of capital: an analysis of accounting regime change in the European financial market", *Abacus*, Vol. 42 (3/4), p. 388-414.
- DEPOERS, F. 2000. "A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies", *European Accounting Review*, Vol. 9 (2), 245-263.
- DIAMOND, D.W. and VERRECCHIA, R.E. 1991. "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol. 66, p. 1325-1355.
- DRAKE, M., MYERS, J. and MYERS, L. 2009. "Disclosure Quality and the Mispricing of Accruals and Cash Flow", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 24 (3), p. 357-384.
- DYE, R.A. 1985. "Strategic Accounting Choice and the Effects of Alternative Financial Reporting requirements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 23 (2), p. 544-574.
- EIKNER, A., HEFZI, H. and GLEZEN, G. 2000. "Prospective Information in Management's Discussion and Analysis: A Test of Incremental Information Content", *The Journal of Interdisciplinary Studies*, Vol. 13, p. 13-22.
- ENG, L.L. and MAK, Y.T. 2003. "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22 (4), p. 325-345.
- ENTWISTLE, G.M. 1999. "Exploring the R&D Disclosure Environment", *Accounting Horizons*, Vol. 13 (4), p. 323-341.
- FELTHAM, G., ROBB, S. and ZHANG, P. 2007. "Precision in Accounting Information, Financial Leverage and the Value of Equity", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34(7/8), p. 1099-1122.
- FERGUSON, M. J., Lam, K.C.K. and Lee, G.M. 2002. "Voluntary disclosure by state owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 13 (2), p. 125-152.
- FERRARIS FRANCESCHI, R. 1978. "L'indagine metodologica in economia aziendale", Giuffrè.
- FIRTH, M. 1979. "The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports", *Accounting and Business Research*, Vol. 10, p. 273-280.
- FONTANA, F. 2001. "Risorse immateriale nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore", Giappichelli.
- FRANCIS, J., NANDA, D. and OLSSON, P. 2008. "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46 (1), p. 53-99.
- FREEDMAN, M. and WASLEY C. 1990. "The association between environmental performance and environmental disclosure in annual reports and 10Ks", *Advances in Public Interest Accounting*, Vol. 3, p. 183-193.
- GELB, D.S. and ZAROWIN, P. 2002. "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices", *Review of Accounting Studies*, Vol. 7 (1), p. 33-52.
- GRAY, R.H., KOUHY, R. and LAVERS, S. 1995. "Constructing a Research Database of Social and Environmental Reporting by UK Companies: A Methodological Note", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 8 (2), p. 78-101.

- GUTHRIE, J., PETTY, R., YONGVANICH, K. and RICCERI, F. 2004. "Using Content Analysis as a Research Method to inquire into Intellectual Capital Reporting", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5 (2), p. 282-293.
- GUTHRIE J. and ABEYSEKERA I. 2006. "Content Analysis of Social, Environmental Reporting: What is new?", *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. 10 (2), p. 114-126.
- HANIFFA, R.M and COOKE, T.E. 2002. "Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations", *Abacus*, Vol. 38 (3), p. 317-349.
- HASSELDINE, J., SALAMA, A.I. and TOMS, J. 2005. "Quantity versus quality: the impact of environmental Disclosures on the reputations of UK Plcs", *British Accounting Review*, Vol. 37 (2), p. 231-248.
- HEALY, P.M., HUTTON A.P. and PALEPU K.G. 1999. "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16 (3), p. 485-520.
- HEALY, P.M. and PALEPU, K.G. 2001. "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, p. 405-440.
- HODGDON, C., TONDOKAR, R.H., HARLESS, D. and ADHIKARI, W.A. 2008. "Compliance with IFRS Disclosure Requirements and Individual Analysts' Forecast Errors", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 17, p. 1-13.
- HOOKS, J., COY, D. and DAVEY, H.B. 2002. "The information Gap in Annual Reports", *Accounting Auditing & Accountability Journal*, Vol. 15 (4), p. 501-522.
- HOPE, O.K. 2003. "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study", *Journal of Accounting Research* 41 (2), 235-272.
- HORNGREN, C.T. 1957. "Disclosure", *The Accounting Review*, Vol. 32, 598-604.
- HOSSAIN, M., TAN, L.M. and ADAMS, M. 1994. "Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange", *The International Journal of Accounting*, Vol. 29 (3), p. 334-351.
- HUGHES P.J. and SANKAR M.R. 2006. "The Quality of Discretionary Disclosure Under Litigation Risk", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 21 (1), p. 55-81.
- HUGHES, S., ANDERSON A., and GOLDEN S. 2001. "Corporate environmental disclosures: are they useful in determining environmental performance?", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 20 (3), p. 217-240.
- IMHOFF, E. 1992. "The relationship between perceived accounting quality and economic characteristics of the firm", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 3, p. 97-118.
- INCHAUSTI, B.G. 1997. "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *The European Accounting Review*, Vol. 6 (1), p. 45-68.
- JONES, M.J. and SHOEMAKER, P.A. 1994. "Accounting Narratives: A Review of Empirical Studies of Content and Readability", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 13, p. 142-184.
- KASSARIAN, H.H. 1977. "Content Analysis in Consumer Research", *Journal of Consumer Research*, Vol. 4, p. 8-18.
- KHANN, T., PALEPU K.G. and SRINIVASAN S. 2004. "Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U.S. Markets", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 (2), p. 475-508.

- KIRSCHENHEITER, M. 1997. "Information Quality and Correlated Signals", *Journal of Accounting Research*, Vol. 35 (1), p. 43-59.
- KRIPPENDORFF, K. 1980. "Content Analysis: An introduction to its Methodology", Sage Publications, Beverly Hills, CA.
- LANG, M. and LUNDHOLM, R. 1993. "Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 (2), p. 246-271.
- LANG, M. and LUNDHOLM R. 1996. "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The accounting Review*, Vol. 71 (4), p. 467-492.
- LANGBERG, N. and SIVARAMAKRISHNAN, K. 2010. "Voluntary Disclosures and Analyst Feedback", *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 (3), p. 603-646.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. and VISHNY, R.W. 1998. "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (6), p. 1113-1155.
- LEE, T. A. and TWEEDIE, D.P. 1975. "Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Usage", *Accounting and Business Research*, Vol. 6, p. 280-291.
- LEUZ, C. and VERRECCHIA R.E. 2000. "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, p. 91-124.
- LUNDHOLM, R.J. and MYERS, L.A. 2002. "Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Return-earnings Relation", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40 (3), p. 809-839.
- MALONE, D., FRIES, C. and JONES, T. 1993. "An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the Oil and Gas industry", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 3 (3), p. 249-273.
- MARASCA, S. 1999. "Le valutazioni nel bilancio di esercizio", Giappichelli.
- MARSTON, C.L. and SHRIVES, P.J. 1991. "The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article", *British Accounting Review*, Vol. 23, p. 195-210.
- MAZZOLA, P. 2005. "Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario", Egea.
- MCNALLY, G.M., LEE, H.E. and HASSELDINE, C.R. 1982. "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information", *Accounting & Business Research*, Vol. 13 (49), p. 11-20.
- MEEK, G.C., ROBERTS, B. and GRAY, J. 1995. "Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations", *Journal of International Business Studies*, Vol. 26 (3), p. 555-572.
- MENSAH, M., NGUYEN, H. and PRATTIPATI, S. 2006. "Transparency in Financial Statements: A Conceptual Framework from a User Perspective", *Journal of American Academy of Business*, Vol. 9 (1), p. 47-51.
- MILNE, M. and ADLER, R. 1999. "Exploring the Reliability of Social and Environmental Disclosures Content Analysis", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 12 (2), p. 237-256.
- NARASIMHAN, M.S. and VIJAYALAKSHMI, S. 2006. "Corporate Disclosure and Firm Characteristics in India", *The ICAI Journal of Accounting Research*, Vol. 7 (2), p. 23-28.
- NASER, K. and NUSEIBEH, R. 2003. "Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies", *International Journal of Accounting*, Vol. 38 (1), p. 41-69.
- NASER, K., AL-KHATIB, K. and KARBHARI, R. 2002. "Empirical evidence on the depth of corporate information disclosure in developing countries: The case of Jordan", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 12 (3/4), p. 122-155.
- ONIDA, P. 1951. "Il bilancio d'esercizio nelle imprese", Giuffrè.

- OWUSU-ANSAH, S. 1998. "The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe", *The International Journal of Accounting*, Vol. 33 (5), p. 605-631.
- PATEL, S.A. and DALLAS, G. 2002. "Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results-United States", <http://governance.standardandpoors.com>.
- PENMAN, S. 2003. "The Quality of Financial Statements: Perspectives from the Recent Stock Market Bubble", *Accounting Horizons*, Vol. 17, p. 77-96.
- PENNO, M.C. 1997. "Information Quality and Voluntary Disclosure", *The Accounting Review*, Vol. 72 (2), p. 275-284.
- PLUMLEE, M., BROWN D., and MARSHALL R.S. 2009. "Voluntary environmental disclosure quality and firm value: role of venue and industry type", working paper (University of Utah).
- PRENCIPE, A. 2004. "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: Evidence from Italian listed companies", *European Accounting Review*, Vol. 13 (2), p. 319-340.
- PROVASOLI, A. 1989. "Il bilancio come strumento di comunicazione", *Economia & management*, Vol. 8 (3), p. 112-120.
- RAFFOURNIER, B. 1995. "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies", *European Accounting Review*, Vol. 4 (2), p. 261-280.
- RICHARDSON, S. 2001. "Discretionary Disclosure: A Note", *ABACUS*, Vol. 37 (2), p. 233-247.
- ROBB, A.J. 1980. "Interim Reports and Their Qualitative Evaluation", *International Journal of Accounting*, Vol. 15 (2), p. 77-87.
- ROBB, S.W.G., SINGLE, L.E. and ZARZESKI, M.T. 2001. "Non-financial Disclosures across Anglo-American Countries", *Journal of International Accounting*, Vol. 10 (1), p. 71-83.
- ROSEBERRY, R.L. 1995. "A Texture Index: Measuring Texture in Discourse" *International Journal of Applied Linguistics*, Vol. 5 (2), p. 205-223.
- ROSSI, G. 2009. "La comunicazione aziendale", FrancoAngeli.
- RYAN, B., SCAPENS R. and THEOBALD M. 1992. "Research Method and Methodology in Accounting", Academic Press.
- SALVIONI, D. 1992. "Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa", Giappichelli.
- SAUDAGARAN, S.M. and Diga, J.G.. 1997. "Financial Reporting in Emerging Capital Markets: Characteristics and Policy Issues", *Accounting Horizons*, Vol. 11 (2), p. 41-64.
- SCHIPPER, K. 2007. "Required disclosures in financial reports", *The Accounting Review*, Vol. 82 (2), p. 301-326.
- SENGUPTA, P. 1998. "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review*, Vol. 73 (4), p. 459-474.
- SINGHVI, S.S. 1968. "Corporate disclosure through annual reports in the United States of America and India", *The Journal of Finance*, Vol. 23 (3), p. 551-552.
- SINGHVI, S.S. and DESAI H.B. 1971. "An empirical analysis of the quality of corporate financial Disclosure", *The Accounting Review*, Vol. 46 (1), p. 129-138.
- SRINIVASAN, P. 2006. "Analysis of Corporate Voluntary Disclosure Practices: A Study of Indian Companies", *ICFAI Journal of Accounting Research*, Vol. 5 (1), p. 20-37.
- STREET, D.L. and GRAY, S.J. 2001. "Observance of International Accounting Standards: Factors explaining non-compliance", Association of Chartered.
- SUPERTI FURGA, F. 1980. "Le stime e le congetture per il calcolo d'esercizio (e di rivalutazione)" in AA.VV., "La contabilità delle imprese e la IV direttiva CEE", Etaslibri.

- SYDSERFF, R. and WEETMAN, P. 1999. "A Texture Index for Evaluating Accounting Narratives: An Alternative to Readability Formulas", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 12 (4), p. 459-488.
- VERRECCHIA, R. 1983. "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting & Economic*, Vol. 5, p. 179-194.
- WALLACE, R.S.O. 1988. "Corporate financial reporting in Nigeria", *Accounting and Business Research*, Vol. 18 (72), 352-362.
- WALLACE, R.S.O. and NASER, K. 1995. "Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the Stock Exchange of Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 14, p. 311-368.
- WALLACE, R.S.O., NASER, K. and MORA, A. 1994. "The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, Vol. 25 (97), p. 41-53.
- WALTER, F., ABBOTT R. and MONSEN J. 1979. "On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement", *The Academy of Management Journal*, Vol. 22 (3), p. 501-515.
- WATTS, R.L and ZIMMERMAN, J.L. 1978. "Towards a positive theory of the determination of Accounting Standards", *The Accounting Review*, Vol. 53 (1), p. 112-134.
- WATTS, R.L. and ZIMMERMAN, J.L. 1990. "Positive accounting theory: A ten year Perspective", *The Accounting Review*, Vol. 65 (1), p. 131-156.
- WEBER, R.P. 1988. "Basic Content Analysis", Sage University Paper Series on Quantitative Applications in the Social Sciences, Series No.07-049, Sage, London.
- WELKER, M. 1995. "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11 (2), p. 801-827.
- WILLIAMS, S.M. 1999. "Voluntary Environmental and Social Accounting Disclosure Practices in the Asia-pacific Region: An International Empirical test of Political Economy theory", *The International Journal of Accounting*, Vol. 34 (2), p. 209-238.
- ZAVANI, M. 2000. "Il valore della comunicazione aziendale", Giappichelli.