ESPOSIZIONE RIASSUNTIVA DELLA TESI -

LA VALUE RELEVANCE DEL FAIR VALUE ACCOUNTING NEL SETTORE BANCARIO EUROPEO

La recente crisi finanziaria ha portato non pochi ricercatori e *pratictioners* ad esprimere una certa perplessità sull'adozione del *fair value accounting* come sistema contabile per la redazione dei bilanci. Il *fair value accounting* è stato accusato di aver amplificato il meccanismo della pro-ciclicità e di aver innescato la spirale perversa che ha generato l'attuale crisi. L'incertezza dei mercati e l'instabilità finanziaria sono stati il minimo comun denominatore delle numerose ricerche accademiche volte a studiare la *value relevance* dell'informativa di bilancio a *fair value*. Tali ricerche (Song et al., 2010; Kolev, 2010; Goh et al., 2009; Lev e Zhou, 2009) hanno riguardato il settore bancario statunitense e hanno avuto ad oggetto la classificazione degli strumenti finanziari secondo la gerarchia del *fair value* (*fair value hierarchy*) *ex*-SFAS 157.

Il presente elaborato ha proposto un'analisi empirica volta a verificare se l'informativa di bilancio relativa agli strumenti finanziari disciplinati dallo IAS 39 contribuisce a spiegare la quotazione di borsa, cioè se è *value relevant*. A tal fine sono state condotte due tipologie di analisi. La prima analisi ha studiato la *value relevance* in una prospettiva "orizzontale". È stato verificato se è *value relevant* l'informazione aggiuntiva (riportata in Nota Integrativa) del delta *fair value* di talune poste di bilancio valutate al costo ammortizzato: crediti (*loans*), obbligazioni emesse e depositi verso la clientela.
La seconda analisi ha indagato la *value relevance* in una prospettiva "verticale". È stata analizzata la qualità dell'informativa riguardante gli strumenti finanziari valutati al *fair value* per i quali l'IFRS 7 prevede una classificazione secondo la cosiddetta *fair value hierarchy*. Quest'ultima è identificata sulla base dell'oggettività degli *inputs* utilizzati per la misurazione del *fair value* stesso. L'analisi ha previsto inoltre la verifica della *value relvance* della *disclosure* integrativa riguardante i "Trasferimenti da e verso il Livello 3".
I contributi della presente ricerca alla letteratura possono essere sintetizzati nei seguenti punti:

a) La ricerca costituisce il primo studio in tema di *value relevance* della *fair value hierarchy* in Europa. Il lavoro ha richiesto pertanto una ricerca dati di tipo *hand collected,* poiché non esistono *database* che forniscono *disclosure* in tal senso.

b) La ricerca si differenzia rispetto alle precedenti relativamente ai modelli di analisi, in quanto implementa il modello di Feltham ed Ohlson con variabili scalate per il *tangible book value* anziché per il numero di azioni. Ciò consente di valutare la relazione tra multipli di mercato (nel caso specifico il *Price to Tangible Book Value*) e misure di performance contabile;

Nel prosieguo il lavoro si articola come segue. Nel capitolo 2 viene presentata la normativa contabile vigente in tema di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari ai sensi dello IAS 39 e in tema di *disclosure* da fornire ai dall'IFRS 7 *amended* con particolare approfondimento della *fair value hierarchy.* Mediante l'argomentazione dei principi previsti dallo IAS 39 si vuole offrire una panoramica sulle diverse tipologie di riclassificazione degli strumenti finanziari e sui loro impatti economici e patrimoniali, mentre la trattazione dell'IFRS 7, alla luce dell'emendamento del marzo 2009, è volta ad indagare i requisiti di riclassificazione degli strumenti finanziari in base alla *fair value hierarchy* e i relativi effetti.

Il capitolo 3 illustra la letteratura in materia distinguendo tra due distinti filoni. Un primo filone esamina la *value relevance* e la qualità delle stime del *fair value* dei crediti (*loans*), un secondo filone studia il contenuto informativo degli strumenti finanziari in base alla gerarchia del *fair value*. Con riferimento al primo filone, le ricerche sinora condotte hanno cercato di comprendere fino a che punto la *disclosure* sul *fair value* dei crediti *ex*-SFAS 107 – *Disclosure about Fair Value of Financial Instruments* – sia sufficientemente attendibile (*reliable*) e rilevante (*relevant*) tale da costituire un'informativa aggiuntiva da riportare in bilancio. Il grado di soggettività negli input di valutazione nonché nell'applicazione del modello selezionato porterebbero ad una misura di *fair value* più o meno attendibile (*reliable*) per l'investitore. Dalla letteratura presentata emerge come talvolta il *fair value* dei crediti contenga errori di misurazione tali da renderne la stima poco attendibile, quindi non rilevante per il mercato finanziario. Ciò sostanzialmente per due ragioni. La prima risiede nel fatto che la misurazione a *fair value* non è in grado di

incorporare pienamente le variabili di natura fondamentale, quali il rischio di credito e le aspettative economiche, la seconda è legata alla discrezionalità lasciata al management negli input e nel procedimento di stima. Questo genera un'elevata asimmetria informativa che risulta fuorviante per gli investitori. Il *fair value accounting* in tal senso riflette le continua tensione tra i sostenitori della *relevance* ed i sostenitori della *reliability* dell'informazione contabile.

Il secondo filone di letteratura riguarda la *value relevance* della *fair value hierarchy* secondo il disposto dello SFAS 157 – *Fair Value Masurement* – specificatamente sul mercato americano soprattutto durante la crisi finanziaria. Le ricerche condotte indagano sul nesso di causalità tra i tre livelli di riclassificazione previsti dallo SFAS 157, quindi la attendibilità degli input utilizzati, e la loro capacità di fornire un'informazione rilevante per gli investitori. In altri termini, il quesito comune cui i ricercatori hanno tentato di dare una risposta è il seguente: come varia la *relevance* del *fair value measurement* in relazione alla *reliability* dell'informazione associata a ciascun livello?

La letteratura analizzata evidenzia come le misure di *fai value* di Livello 2 e di Livello 3 talvolta mancano di attendibilità per costituire informazioni rilevanti per il mercato. Ciò sostanzialmente per due motivi. In primo luogo, la stima del valore di tali strumenti finanziari è il più delle volte soggetta a manipolazioni opportunistiche da parte del management volte al perseguimento di fini specifici. Ci si trova in tal caso nell'ambito dell'*earnings management*. In secondo luogo, il *fair value* di Livello 2 e di Livello 3 esprime una misura di valore che il mercato valuta a sconto a causa del *information risk* che la caratterizza.

Il capitolo 4 descrive le *research questions* e le motivazioni sottostanti che hanno portato alla formulazione delle ipotesi di ricerca. Con riferimento alla prima tipologia di analisi ("analisi orizzontale") è stata testata la seguente ipotesi di *value relevance* nel settore bancario europeo (campione di banche commerciali) nell'orizzonte temporale 2008-2010:

Hp 1: *Il fair value dei crediti, delle obbligazioni emesse e dei depositi esprime misure di valore attendibili tali da contribuire a spiegare la quotazione di borsa.*

La seconda tipologia di analisi ("analisi verticale") tratta le problematiche inerenti la *value relevance* della *fair value hierarchy* secondo il disposto del paragrafo 27 dell'IFRS 7. Il passaggio dal Livello 1 al Livello 3 comporta un progressiva riduzione dell'attendibilità dell'informazione sul *fair value* degli strumenti finanziari. Il *fair value* di Livello 1, in quanto esprime quotazioni di mercato, dovrebbe costituire un'informazione rilevante per il mercato, mentre le misure di Livello 2 ed di Livello 3, poiché sono esposte alla discrezionalità del management, non necessariamente contribuiscono a spiegare le quotazioni di borsa. Tuttavia, non è possibile stabilire a priori in che modo il mercato valuta il contenuto informativo del Livello 2 e del Livello 3. Data la scarsa liquidità dei mercati finanziari nel periodo della crisi è inoltre molto probabile che le stime di *fair value* di Livello 2 e di Livello 3 vengano percepite dagli investitori come misure meno attendibili di quanto non lo siano in condizioni di mercato "normali" e che vengano applicati forti sconti di liquidità. Ne segue la seconda ipotesi:

Hp 2: *Gli investitori giudicano le misure di fair value di Livello 1 più relevant rispetto alle misure di fair value di Livello 2 e di Livello 3.*

L'IFRS 7 al paragrafo 27B lettera c) per il Livello 3 stabilisce invece che venga fornito un prospetto di riconciliazione tra i valori iniziali ed i valori finali. Tale *disclosure* dovrebbe fornire all'investitore uno strumento utile per valutare se il management adotta o meno politiche contabili opportunistiche. Infatti, i trasferimenti tra il Livello 3 e gli altri livelli, attraverso un'analisi storica, consentono di capire a grandi linee quali sono state le ipotesi e le intenzioni del management sulla riclassificazione di taluni strumenti nei diversi livelli. Ciò è indicativo della sensibilità con cui vengano ritenute più o meno osservabili gli input utilizzati per la valutazione. Tali riflessioni hanno portato a testare l'ipotesi 3:

Hp 3: *La disclosure sui trasferimenti che interessano il Livello 3 contribuisce ad una maggiore value relevance della fair value hierarchy.*

Il capitolo 5 presenta i modelli formulati ai fini della ricerca. Dapprima viene sviluppata la teoria sottostante al *Residual Income Model* così come formulato originariamente da Feltham e Ohlson nel 1995. Il *Residual Income Model* esprime il valore

dell'*equity* di una società come somma di due addendi: il patrimonio netto contabile iniziale e il valore attuale degli extra-redditi futuri. Questi ultimi configurano il concetto di *economic profit,* definito come l'extra-reddito che si otterrebbe dopo aver sottratto dall'utile netto contabile atteso la remunerazione fittizia del costo del capitale proprio.

Nel contesto bancario tale criterio si pone come il più idoneo a stimare il valore fondamentale di una banca per quattro ragioni. Un prima ragione è strettamente legata ad una caratteristica del *Residual Income Model* in sé e riguarda la neutralità nei confronti di politiche contabili aggressive o conservative. Con riferimento al settore bancario sono frequenti le politiche relative alla stima delle perdite su crediti.

Un secondo aspetto fa riferimento al modello di business tipico delle banche, in quanto queste creano valore anche per il tramite delle passività (gestione dei depositi). I depositi in tal senso costituiscono un elemento di valore e non devono pertanto essere sottratte al valore di mercato delle attività. Diversamente, da un punto di vista prettamente valutativo, verrebbe meno la coerenza tra i flussi di reddito proiettati e lo stock patrimoniale atto alla generazione di questi flussi. Il reddito di una banca infatti è anche funzione del *mark-down,* ossia del margine generato dalla raccolta diretta (depositi).

In terzo luogo, il criterio del *residual income* consente *"di legare la componente di valore in eccesso al patrimonio netto (ossia il valore attuale degli extraredditi generabili da parte della banca) agli intangibili, ossia alle attività che all'interno della banca garantiscono investimenti a valore attuale netto positivo, rappresentate dall'attività di raccolta diretta, indiretta e di impiego. Il criterio, se correttamente applicato, dovrebbe essere quindi in grado di cogliere il valore delle risorse intangibili all'interno della banca incorporato nei prezzi di borsa"* (Bagna, 2010).

I modelli proposti sono tre. Il primo modello (Modello 1), utilizzato per testare l'ipotesi 1, assume la seguente forma:

$$\frac{\mathrm{P}_{i,t}}{\mathrm{TBV}_{i,t}} = \alpha + \beta_{ROTE} \times \mathrm{ROTE}_{i,t} + \beta_{D-ROTE} \times \mathrm{D}_{ROTE} + \beta_{Loans} \times \Delta\mathrm{FV\ Loans}_{i,t} + \beta_{Debt} \times \Delta\mathrm{FV\ Debt}_{i,t} +$$
$$+ \beta_{Deposits} \times \Delta\mathrm{FV\ Deposits}_{i,t} + \beta_{Control\ Variable} \times \sum_{k=1}^{n} \mathrm{Control\ Variable}_{k,i,t} + \beta_{D2009} \times \mathrm{D}_{2009} + \beta_{D2010} \times \mathrm{D}_{2010} + \varepsilon_{i,t}$$

dove:

$\mathrm{P}_{i,t}/\mathrm{TBV}_{i,t}$ = multiplo *Price* to *Tangible Book Value* della banca *i* al tempo *t*.

$\mathrm{ROTE}_{i,t}$ = *Return on Tangible Equity* della banca *i* al tempo *t*.

D_{ROTE} = variabile *dummy* che assume valore 1 se il ROTE è negativo e 0 altrimenti.

ΔFV Loans$_{i,t}$ = con riferimento alla banca *i* individua la differenza al tempo *t* tra il *fair value* dei crediti (*Loans*) riportato in Nota Integrativa ed il loro "costo ammortizzato".
ΔFV Debt$_{i,t}$ = con riferimento alla banca *i* individua la differenza al tempo *t* tra il *fair value* delle obbligazioni emesse (*Debt*) riportato in Nota Integrativa ed il loro "costo ammortizzato".
ΔFV Deposits$_{i,t}$ = con riferimento alla banca *i* individua la differenza al tempo *t* tra il *fair value* dei depositi verso la clientela (*Customer Deposits*) riportato in Nota Integrativa ed il loro valore iscritto in bilancio.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, sono state considerate variabili rappresentative della dimensione (*size*), del grado di indebitamento (*leverage*) e della crescita (*growth*).
Size: è rappresentata dal Ln(TA$_{i,t}$) = logaritmo naturale dei *total assets* (TA) della banca *i* al tempo *t*.
Leverage: Lev$_{i,t}$ = *leverage* della banca *i* al tempo *t*.
Growth: è rappresentata dal ΔROTE$_{i,t}$ = per la banca *i* è la variazione del ROTE al tempo *t*, ossia la differenza tra il ROTE al tempo *t* ed il ROTE al tempo *t-1*.
D$_{2009}$ = variabile *dummy year* che assume valore 1 se l'osservazione è relativa al *fiscal year* 2009 e 0 altrimenti
D$_{2010}$ = variabile *dummy year* che assume valore 1 se l'osservazione è relativa al *fiscal year* 2010 e 0 altrimenti

La verifica dell'ipotesi 1 ha riguardato la verifica della significatività statistica dei coefficienti beta delle variabili relative al ΔFV Loans, al ΔFV Debt e al ΔFV Deposits.

La seconda ipotesi della ricerca, riguardante la *value relevance* degli strumenti finanziari classificati secondo la *fair value hierarchy* ex-IFRS 7, è stata testata con il seguente modello di regressione multipla (Modello 2):

$$\frac{\mathrm{P}_{i,t}}{\mathrm{TBV}_{i,t}} = \alpha + \beta_{ROTE} \times \mathrm{ROTE}_{i,t} + \beta_{D-ROTE} \times \mathrm{D}_{ROTE} + \beta_{FVL1} \times \mathrm{FVL1}_{i,t} + \beta_{FVL2} \times \mathrm{FVL2}_{i,t} +$$
$$+ \beta_{FVL3} \times \mathrm{FVL3}_{i,t} + \beta_{Control\ Variable} \times \sum_{k=1}^{n} \mathrm{Control\ Variable}_{k,i,t} + \beta_{D2009} \times \mathrm{D}_{2009} + \beta_{D2010} \times \mathrm{D}_{2010} + \varepsilon_{i,t}$$

Il modello si differenzia dal precedente per l'inserimento delle variabili FVL1, FVL2 ed FVL3 in luogo delle variabili rappresentative del delta *fair value* dei crediti (ΔFV Loans), delle obbligazioni emesse (ΔFV Debt) e dei depositi (ΔFV Deposits).
Di seguito vengono enucleate solamente le variabili relative alla *fair value hierarchy*.

$FVL1_{i,t}$, $FVL2_{i,t}$, $FVL3_{i,t}$, = individuano il saldo netto degli strumenti finanziari (differenza tra attività e passività) rispettivamente di Livello 1, di Livello 2 e di Livello 3 per la banca *i* al tempo *t*. Per ciascuna banca i dati sono stati estratti manualmente dalle Note Integrative dei bilanci consolidati.

La verifica dell'ipotesi 2 ha riguardato sia la verifica della significatività statistica dei coefficienti beta delle variabili relative alla *fair value hierarchy,* sia l'esistenza di una *value relevance* statisticamente diversa con riferimento ai tre livelli di gerarchia del *fair value*. A tal fine è stato condotto un test-*t* sull'uguaglianza dei coefficienti beta delle tre variabili indipendenti (*test of equality*).

Infine, l'ipotesi 3 relativa all'impatto sulla *value relevance* della *disclosure* dei trasferimenti riguardanti il Livello 3 ex-paragrafo 27B lettera b) dell'IFRS 7, è stata testata aggiungendo al modello di regressione multipla precedente (Modello 2) la variabile *dummy* DiscL3 che assume valore 1 se la banca fornisce la *disclosure* in questione e valore 0 altrimenti. Il modello 3 è il seguente:

$$\frac{\mathrm{P}_{i,t}}{\mathrm{TBV}_{i,t}} = \alpha + \beta_{ROTE} \times \mathrm{ROTE}_{i,t} + \beta_{D-ROTE} \times \mathrm{D}_{ROTE} + \beta_{FVL1} \times \mathrm{FVL1}_{i,t} + \beta_{FVL2} \times \mathrm{FVL2}_{i,t} + \beta_{FVL3} \times \mathrm{FVL3}_{i,t} +$$
$$+ \beta_{Control\,Variable} \times \sum_{k=1}^{n} \mathrm{Control\ Variable}_{k,i,t} + \beta_{D2009} \times \mathrm{D}_{2009} + \beta_{D2010} \times \mathrm{D}_{2010} + \beta_{DiscL3} \times DiscL3 + \varepsilon_{i,t}$$

La tabella 1 riassume il segno atteso dei coefficienti dei tre modelli di analisi e fornisce la descrizione delle variabili indipendenti utilizzate.

Il capitolo 6 presenta le statistiche descrittive del campione di banche commerciali europee analizzato ed illustra i risultati delle verifiche empiriche sulla *value relevance* del *fair value accounting* nel settore bancario europeo.

Tab. 1: Segni attesi dei coefficienti beta dei tre modelli di analisi e descrizione delle variabili indipendenti

Segno Atteso dei Coefficienti				Descrizione delle Variabili Indipendenti
Coefficiente	Modello 1	Modello 2	Modello 3	
α	?	?	?	Intercetta
β_{ROTE}	+	+	+	ROTE = [Net Income + Amortizazion x (1-Tc)] / Tangible Book Value
$\beta_{D\text{-}ROTE}$	-	-	-	Variabile Dummy che assume valore 1 se il ROTE è negativo e valore 0 altrimenti
β_{Loans}	+			ΔFV Loans = Fair Value Loans - Valore di Bilancio Loans
β_{Debt}	-			ΔFV Debt = Fair Value Obbligazioni Emesse - Valore di Bilancio Obbligazioni Emesse
$\beta_{Deposits}$	+			ΔFV Deposits = Fair Value Customer Deposits - Valore di Bilancio Customer Deposits
β_{FVL1}		+	+	FVL 1 = Fair Value Financial Assets di Livello 1 - Fair Value Financial Liabilities di Livello 1
β_{FVL2}		+	+	FVL 2 = Fair Value Financial Assets di Livello 2 - Fair Value Financial Liabilities di Livello 2
β_{FVL3}		+	+	FVL 3 = Fair Value Financial Assets di Livello 3 - Fair Value Financial Liabilities di Livello 3
β_{Size}	+	+	+	Size = Ln(Total Assets)
$\beta_{Leverage}$	?	?	?	Leverage = Total Assets / Book Value Consolidato
β_{Growth}	+	+	+	Growth = ΔROTE year on year
D_{2009}	?	?	?	Variabile Dummy che assume valore 1 se l'osservazione è relativa al fiscal year 2009 e valore 0 altrimenti
D_{2010}	?	?	?	Variabile Dummy che assume valore 1 se l'osservazione è relativa al fiscal year 2010 e valore 0 altrimenti
β_{DiscL3}			+	Variabile Dummy che assume valore 1 se la banca fornisce disclosure sui trasferimenti riguardanti il Livello 3 e valore 0 altrimenti

Tab. 2: Criteri di selezione del campione di Banche Commerciali Europee

Step	Criteri di Selezione	N° Banche Rimanenti	N° Banche Escluse
1	**SIC Code = 60 - Depositary Istitutions**	**231**	
	Regions = EU + NO +CH		
2	Accounting Standard Followed 2008-2009-2010 = 23 (IFRS)		65
	Banche rimanenti post-step 2	**166**	
3	Eliminazine SIC Code = 6019-6062-6099		8
	Banche rimanenti post-step 3	**158**	
4	Matching cum Factset Sector e DJ Sector		20
	Factset Sector - Eliminazione di:		
	Financial/Rental/Leasing		*3*
	Investments Banks/Brokers		*8*
	Investment Managers		*2*
	Investment Trust/Mutual Funds		*1*
	DJ Sector - Eliminazione di:		
	Investment Services		*5*
	Real Estate		*1*
	Campione definitivo di Banche Commerciali Europee (post-step 4)	**138**	

Tab. 3: Risultati delle analisi empiriche dei modelli di regressione: Modello 1, Modello 2 e Modello 3

Variabili	Modello 1			Modello 2			Modello 3		
	Coefficienti	t-Stat	VIF	Coefficienti	t-Stat	VIF	Coefficienti	t-Stat	VIF
α	0,729***	2,835	-	0,855***	4,048	-	0,891***	4,166	-
ROTE	5,453***	6,299	2,512	5,430***	10,284	2,984	5,394***	10,206	2,979
D-ROTE	-5,274***	-3,006	2,606	-5,510***	-6,359	2,891	-5,462***	-6,289	2,884
Loans	-0,108	-0,938	0,992						
Debt	0,419	1,177	1,072						
Deposits	1,664***	3,392	1,065						
FVL1				0,097***	5,630	1,329	0,092***	5,209	1,353
FVL2				0,024	1,037	1,108	0,020	0,857	1,120
FVL3				-0,161	-1,316	1,268	-0,174	-1,444	1,270
Size	-0,025	-0,993	1,321	-0,051**	-2,579	1,482	-0,054***	-2,696	1,491
Leverage	0,003	0,438	1,454	0,001	0,186	2,242	0,002	0,287	2,243
Growth	-0,258	-0,621	1,342	-0,728**	-2,246	1,250	-0,729**	-2,226	1,245
D_{2009}	0,257**	2,493	1,549	0,202**	1,997	2,019	0,096	0,858	2,837
D_{2010}	0,151	1,330	1,651	0,072	0,712	2,114	-0,046	-0,390	3,128
DiscL3							0,150*	1,896	1,592
N° Osservazioni	203			296			296		
R^2	31,31%			39,11%			39,72%		
R^2 Adj	27,73%			36,97%			37,39%		
F-stat	8,750			18,305			17,015		
Prob(F-stat)	0,000			0,000			0,000		
D-W Stat	2,068			1,704			1,720		

*Significatività statistica rispettivamente con *p-value < 10%, **p-value < 5% e ***p-value < 1%.*

Il campione di banche oggetto di indagine empirica è stato selezionato sulla base di un procedimento per *steps*. La tabella 2 ne illustra i criteri di selezione.

Con riferimento ai modelli di regressione formulati (Modello 1, Modello 2, Modello 3), in tabella 3 vengono presentati i risultati ottenuti. I risultati relativi alla prima indagine suggeriscono che il delta *fair value* dei crediti e delle obbligazioni emesse non contribuisce a spiegare la quotazione di borsa. Tale informazione quindi non è rilevante per il mercato.

Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che a) il *fair value* stimato è una misura poco attendibile per gli investitori tale da non essere incorporata nelle quotazioni e b) la

redditività espressa dal ROTE cattura già il differenziale tra il *fair value* ed il valore contabile dei crediti e delle obbligazioni. Diversamente costituisce una misura *value relvant* il delta *fair value* dei depositi, in quanto indirettamente esprimerebbe il valore dell'intangibile *core deposits.* Questi idealmente sono pari al valore attuale degli attuali e futuri *mark-down* (moltiplicati per il livello della raccolta). Nell'attuale contesto di mercato i *mark-down* sono prossimi a zero e quindi il coefficiente β_{ROTE} moltiplicato per il ROTE non è in grado di catturare il valore dei *core deposits*.

Le evidenze empiriche relative all'analisi della *value relvance* della *fair value hierarchy* hanno confortato l'ipotesi in base alla quale il mercato ritiene rilevante l'informazione maggiormente oggettiva. Gli strumenti finanziari classificati nel Livello 1 (*mark-to-market*) contribuiscono in modo significativo a spiegare la quotazione e vengono valutati a premio (circa il 10%) rispetto alla valorizzazione complessiva delle attività (valorizzate nella misura dell'85,5% del valore di libro iscritto in bilancio). Diversamente sia il Livello 2 sia il Livello 3 non forniscono informazioni *value relevant*; i coefficienti statistici sono non statisticamente significativi.

Il test di uguaglianza (*test of equality*) dei coefficienti relativi ai livelli di gerarchia condotto ad un livello di significatività del 5% (tabella 4) mostra come il coefficiente beta di Livello 2 ed il coefficiente beta di Livello 3 siano statisticamente non diversi l'uno dall'altro; il test accetta l'ipotesi nulla di uguaglianza dei coefficienti con p-*value* = 13,28%. Ciò risulta coerente con i risultati ottenuti da Go et al. (2009) i quali evidenziano che, mentre il coefficiente di Livello 1 si discosta significativamente dai coefficienti di Livello 2 e di Livello 3, questi ultimi non divergono significativamente. Alle stesse conclusioni giunge il lavoro di Song et al. (2009).

Tab. 4: Test di uguaglianza dei coefficienti (livello di significatività α = 5%)

Test of Equality	p-*value*	Esito Test (p-value = 5%)
$\beta_{FVL2} = \beta_{FVL1}$	1,05%	Rifiuto H_0
$\beta_{FVL3} = \beta_{FVL2}$	13,28%	Accetto H_0
$\beta_{FVL1} = \beta_{FVL3}$	4,08%	Rifiuto H_0

* H_0: $\beta_j = \beta_k$ e H_1: $\beta_j \neq \beta_k$

Per il Livello 3 il coefficiente negativo indica inoltre che il mercato valuta a forte sconto gli strumenti finanziari appartenenti a tale categoria rispetto al valore di libro. Ammontari elevati di strumenti di Livello 3 a parità di condizioni incidono negativamente sui prezzi di borsa, quindi sul multiplo *Price to Tangible Book Value*.

I risultati del Modello 3 evidenziano che la *disclosure* integrativa sui trasferimenti che interessano il Livello 3 conduce ad un maggiore apprezzamento da parte del mercato delle informazioni di bilancio; il coefficiente β_{DiscL3} risulta statisticamente significativo. Mediamente le banche che forniscono questa *disclosure,* a parità di condizioni, vengono valutate a premio con un incremento del multiplo P/TBV di 0,150x. Sotto questo profilo la *value relevance* della *fair value hierarchy* è strettamente legata all'*enforcement* del principio contabile. Una *disclosure* completa e dettagliata aiuta gli investitori a comprendere la bontà delle scelte operate dal management con riferimento ai criteri di riclassificazione delle attività/passività finanziarie secondo la gerarchia del *fair value*. In tal senso, le informazioni veicolate tramite il bilancio orientano le scelte degli stessi investitori verso un'allocazione efficiente del risparmio secondo il principio di *decision usefulness*.

Nel complesso i risultati della ricerca supportano l'idea che, almeno nel contesto europeo, la stima del *fair value* non necessariamente costituisce una misura attendibile da essere un'informazione rilevante per il mercato. Ciò potrebbe essere dovuto ad errori "genuini" di misurazione insiti nella scelta degli *inputs* e nell'applicazione del processo di stima (c.d. *fair value mispricing*) o ad una elevata discrezionalità da parte del management volta al raggiungimento di fini opportunistici (c.d. *earnings management*). È proprio con riferimento a quest'ultimo aspetto che i *regulators* internazionali orientano i propri sforzi verso *standards* contabili in grado di garantire una misurazione di *fair value* quanto più scevra da errori rilevanti e di rappresentare fedelmente la realtà aziendale.

Infine, il capitolo 7 presenta le conclusioni del presente lavoro e fornisce alcuni spunti per le future ricerche. Le analisi proposte tuttavia presentano alcuni elementi di criticità. Il primo elemento riguarda il grado di *disclosure* fornito da ciascuna banca. L'informativa di bilancio rimane analizzata presenta diversità anche sostanziali tra banche appartenenti a paesi differenti e talvolta anche tra banche dello stesso paese in funzione della rilevanza della banca stessa. Ciò in funzione dell'*enforcement* con cui è applicato il principio contabile. Un secondo aspetto critico è senz'altro rappresentato dal fatto che le evidenze

empiriche potrebbero essere influenzate dal contesto di mercato di riferimento. Gli anni 2008- 2010, *ergo* gli anni della crisi finanziaria, sono anni caratterizzati da turbolenze sui mercati finanziari. L'esigua liquidità ha reso talvolta indeterminabili in modo univoco misure di *fair value* rappresentative di un "true value" a causa di accentuate politiche di *earnings management*. Un ulteriore elemento critico è dato dalla non elevata numerosità del campione di indagine che, per alcune variabili esplicative, potrebbe rendere poco significativa l'analisi inferenziale.

Tuttavia, la tematica oggetto di analisi e le evidenze empiriche riscontrate costituiscono la base di partenza per ulteriori approfondimenti sul tema, sia di carattere metodologico (diversi modelli di analisi), sia di carattere contenutistico (con riferimento alla *fair value hierarchy*, ulteriori tematiche che riguardano l'impatto del *fair value accounting,* quali ad esempio l'*earning quality*).