

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI “FEDERICO II”



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, MANAGEMENT, ISTITUZIONI

DOTTORATO DI RICERCA IN MANAGEMENT
Ciclo XXXIII

Tesi di Dottorato

EARNINGS MANAGEMENT
Profili teorici ed evidenze empiriche

Coordinatrice Dottorato
Prof.ssa Cristina Mele

Supervisore
Prof. Marco Maffei

Candidata
Dott.ssa Raffaella Casciello

a.a. 2019-2020

*“Due cose riempiono l’animo di ammirazione
e venerazione sempre nuova e crescente,
quanto più spesso e più a lungo
la riflessione si occupa di esse:
il cielo stellato sopra di me,
e la legge morale dentro di me.”*
I. Kant

Indice

Introduzione	5
Capitolo 1	
L' Earnings Management: inquadramento ed evoluzione dottrinaria	
1.1. La <i>Earnings Quality</i>	8
1.2. La contrapposizione tra il potere informativo degli Earnings e dei <i>Cash Flow</i>	10
1.3. Dall' <i>Agency Theory</i> all'opportunismo manageriale: le origini delle manipolazioni degli Earnings	13
1.4. La discrezionalità nel framework contabile IAS/IFRS e la sua potenziale strumentalità per le manipolazioni degli Earnings	17
1.5. L' Earnings Management	22
1.6. L' Earnings Management " <i>within GAAP</i> " e " <i>against GAAP</i> "	24
1.7. Una particolare tipologia di Earnings Management: l' <i>Income Smoothing</i>	27
1.8. Le tecniche di <i>Income Smoothing</i> , Ribilanciamento e <i>Big Bath</i>	30
1.9. L' Earnings Management e l'esposizione al rischio d'impresa	33
Capitolo 2	
Il perseguimento di scopi di Earnings Management in corrispondenza di <i>Business Combination</i>	
2.1. Le <i>Business Combination</i> e la discrezionalità nel loro trattamento contabile	36
2.2. Le strategie di <i>Goodwill Recognition</i> nelle politiche di Earnings Management	40
2.3. Le opportunità di Earnings Management attraverso l' <i>Impairment test</i> del <i>Goodwill</i>	42
2.4. Gli <i>Earnings-based Compensation Plan</i> e l'Earnings Management durante le <i>Business Combination</i>	45
2.5. Gli effetti del contesto competitivo sulle politiche di Earnings Management durante le <i>Business Combination</i>	47
Capitolo 3	
L'incidenza delle caratteristiche regolamentari e di contesto sulle politiche di Earnings Management	
3.1. Il contesto delle società bancarie quotate europee: alcune caratteristiche critiche	50
3.2. Le <i>loan loss provision</i> e la loro strumentalità nelle operazioni di manipolazione contabile nel settore bancario	51
3.3. Fattori regolamentari e di contesto: un'analisi integrata per nuovi spunti di riflessione su incentivi e ostacoli per l'Earnings Management	54
3.4. La regolamentazione bancaria di Basilea III	54
3.5. Il nuovo principio contabile IFRS 9 Financial Instruments	59

3.6.	La crescente pressione competitiva nel mercato bancario	62
3.7.	Gli effetti sulle politiche contabili della crisi finanziaria	64
Capitolo 4		
L'esposizione al rischio di liquidità e l'Earnings Management		
4.1.	Il potere informativo delle misure di liquidità rispetto agli Earnings	71
4.2.	Il <i>Liquidity Risk</i> nel contesto bancario	72
4.3.	Gli interventi regolamentari sul controllo del <i>Liquidity Risk Management</i>	76
4.4.	Gli effetti contabili dei <i>liquidity requirement</i> nel contesto bancario europeo	79
4.5.	Il <i>Liquidity Risk</i> e l'Earnings Management	80
Capitolo 5		
L'Earnings Management: un'analisi empirica nel contesto bancario europeo		
5.1.	L'oggetto e lo scopo della ricerca	84
5.2.	La rassegna dei contributi della letteratura e lo sviluppo delle ipotesi di ricerca	87
5.3.	La selezione del campione	95
5.4.	Il metodo di ricerca e i modelli di regressione	95
5.5.	I risultati dell'analisi empirica	100
5.5.1.	Statistica descrittiva	100
5.5.2.	Risultati e <i>Robustness test</i>	101
5.6.	Alcune riflessioni su risultati e contributi	104
Conclusioni		107
Opere citate		117
Appendice		153

Introduzione

Il presente studio intende indagare criticamente e approfonditamente gli aspetti più rilevanti delle manipolazioni contabili che hanno colpito trasversalmente la *disclosure* di bilancio di una massa eterogenea di società operanti in differenti contesti storici e socio-economici. La particolare tipologia di manipolazioni su cui si concentra l'analisi è l'earnings management, una politica contabile finalizzata ad alterare le performance economiche d'esercizio, minacciando così la trasparenza e l'affidabilità della portata informativa di utili e *financial statements*. Attraverso un'analisi empirica delle società bancarie quotate europee, si vuole comprendere se una pluralità di fattori eterogenei, interni ed esterni all'impresa, sia correlata a comportamenti contabili finalizzati al perseguimento di scopi opportunistici di earnings management. Al contempo, si ricercano gli strumenti e le strategie impiegati per tali manipolazioni di bilancio.

Il metodo adottato permette di ripercorrere innanzitutto la molteplicità ed eterogeneità dei contributi forniti finora dalla letteratura di *Financial Accounting* sugli effetti prodotti da fenomeni eterogenei, sia caratterizzanti la dimensione interna dell'attività d'impresa sia insiti nel contesto macroeconomico, sulle politiche di earnings management. Successivamente, attraverso un'analisi empirica, si appura l'effettiva validità di alcune ipotesi di ricerca formulate a partire dall'identificazione dei *gap* della letteratura.

Il **capitolo primo** offre dapprima una disamina dell'annosa e trasversalmente diffusa problematica della manipolazione degli utili di bilancio, affrontata nella letteratura di *Accounting*. Attraverso un inquadramento teorico-concettuale del fenomeno di earnings management, si ripercorrono tutte le tappe fondamentali del suo percorso evolutivo e dottrinario sotto la prospettiva economico-aziendale italiana e internazionale. Riconoscendo alle misure di *earnings quality* il nobile compito di segnalare se e in che misura il risultato economico dell'esercizio riesce a descrivere accuratamente la capacità reddituale attuale e prospettica dell'azienda, coerentemente con la prospettiva della "*usefulness of information for capital allocation decisions*", si risale alle origini dell'earnings management, ovvero alla pressione esercitata dagli intenti opportunistici di chi governa l'impresa. Passando in rassegna le molteplici categorizzazioni dell'earnings management ed approfondendo le caratteristiche intrinseche delle diverse *nuance* interpretative, si concentra l'attenzione sugli *accrual*, *item* di bilancio che, data la loro naturale esposizione all'influenza di scelte soggettive, si prestano facilmente ad essere strumento di manipolazione di utili. Attraverso lo studio della discrezionalità insita nelle fitte maglie di un framework IAS/IFRS in continuo aggiornamento, si segnala la presenza di vere e proprie zone d'ombra, che talvolta si trasformano in falle del sistema di regolamentazione contabile, in cui si possono annidare pratiche di earnings management, tra cui meritevole di attenzione è la particolare strategia di *income smoothing*.

Il **capitolo secondo** esplora le peculiarità delle pratiche contabili di gestione delle *Business Combination* all'interno delle società non finanziarie, soffermandosi principalmente sulle manipolazioni di bilancio perseguite attraverso le operazioni di *goodwill recognition* e *impairment*. Dopo aver delineato il quadro composito di tutti i contributi forniti dalla

letteratura sulle minacce e sui rischi per la trasparenza dell'informativa contabile derivanti dalle procedure di *Merger e Acquisition*, si argomenta come le società quotate italiane non finanziarie abbiano fatto ricorso alle manipolazioni di earnings e quali *item* di bilancio abbiano adoperato per i suddetti intenti.

Il **capitolo terzo** sposta l'attenzione sulle caratteristiche intrinseche del contesto bancario europeo dell'ultimo decennio, approfondendo l'influenza che alcune variabili di contesto e regolamentari possono esercitare su politiche e prassi di bilancio. Tra gli innumerevoli interventi di regolamentazione bancaria e contabile si ripercorrono i contributi della letteratura sulla possibile connessione tra l'introduzione di nuovi framework regolamentari bancari, che si sono susseguiti nel tempo, quali Basilea I, Basilea II e Basilea III, unitamente all'aggiornamento dei principi contabili IAS/IFRS e l'earnings management. Sebbene gli sforzi di *regulator* e *standard setter*, orientati allo sviluppo della resilienza dei singoli istituti di credito, mirino al raggiungimento di una condizione di stabilità ed efficienza nel mercato finanziario europeo e, nondimeno, all'incremento della trasparenza dell'informativa di bilancio, le evidenze empiriche finora raccolte sui reali effetti contabili di tali interventi sono miste e suggeriscono un ulteriore approfondimento. Inoltre, ripercorrendo i contributi della letteratura, si evidenzia come il *setting* storico unico del contesto bancario internazionale dell'ultimo decennio, generato dalle conseguenze della crisi finanziaria globale e dalla crescente pressione competitiva, abbia contribuito ad acuire l'urgenza di esaminare l'impatto che tali fenomeni hanno potuto esercitare sulle scelte di *financial reporting* e, precisamente, sull'earnings management.

Il **capitolo quarto** compie una disamina dell'annosa problematica dell'esposizione al rischio di liquidità degli istituti di credito, sottolineando come l'introduzione di un piano pluriennale di stringenti e crescenti vincoli di liquidità, finalizzati a correggere una prassi bancaria rischiosa e inefficiente di *liquidity risk management*, abbia profondamente sconvolto le politiche strategiche e contabili di tutti gli istituti di credito, sancendo la fine di un'epoca. La ricostruzione dei contributi della letteratura sull'esistenza di una correlazione tra il rischio di liquidità a cui sono esposte le imprese e le politiche strategiche contabili ha palesato un importante *gap* da colmare, ovvero la carenza di ricerche sulle potenziali interrelazioni tra il rischio di liquidità e l'earnings management nel contesto delle società bancarie quotate europee.

Il **capitolo quinto** raccoglie tutte le questioni aporetiche, sollevate nei capitoli precedenti in corrispondenza dell'individuazione dei *gap* della letteratura, e sviluppa un'analisi empirica di tipo *archival*. Specificamente, si indaga se e come all'interno del contesto delle società bancarie quotate europee, in uno specifico arco temporale, alcuni fattori esterni alle imprese, regolamentari e di contesto, e interni, quali l'esposizione al rischio di liquidità, abbiano mostrato una correlazione statisticamente significativa con le operazioni di earnings management. I fattori esterni di natura regolamentare investigati sono l'introduzione dei nuovi e più stringenti vincoli di capitale di vigilanza da parte del *Basel Committee on Banking Supervision*, che contribuiscono a definire il composito framework di Basilea III, e il più tempestivo riconoscimento delle *loan loss provision*, derivante dalla sostituzione del metodo

delle *Incurring Loss* contenuto nel principio IAS 39 – *Financial Instruments Recognition and Measurement*, con quello delle *Expected Credit Loss* dell'IFRS 9 – *Financial Instruments*. I fattori esterni di contesto osservati, invece, sono la competizione nel mercato finanziario e gli effetti della crisi finanziaria globale. La prima parte delle indagini empiriche ricerca l'esistenza di una correlazione tra i suddetti fattori esterni e il ricorso alle operazioni di earnings management, intercettate attraverso l'impiego di politiche di *loan loss provisioning*. La seconda parte, invece, esamina se l'incremento dell'esposizione al rischio di liquidità negli istituti di credito, misurata attraverso delle *accounting measure*, sia correlata alle operazioni di earnings management.

Le considerazioni elaborate alla luce dei risultati dell'analisi empirica contribuiscono a supportare la tesi secondo cui la natura dei fenomeni indagati e le caratteristiche socio-economiche dei contesti esplorati possono creare le condizioni ideali per incentivare il ricorso alle politiche di earnings management, minacciando così la correttezza e l'eticità dell'*Accounting behaviour*, la qualità degli earnings e l'attendibilità del bilancio. Parimenti, la soggettività manageriale a cui sono esposte le politiche bancarie di *loan loss provisioning*, che si sottraggono a giudizi assoluti di correttezza e appropriatezza, ha riconosciuto alle *discretionary loan loss provision* il ruolo di *accrual* privilegiato per il perseguimento di scopi di earnings management.

Tale studio mostra che, nonostante la regolamentazione contabile bancaria sia stata recentemente oggetto di un processo di rinnovamento ed aggiornamento, orientato a contrastare pratiche contabili illecite e a rafforzare l'attendibilità dell'informativa di bilancio, le politiche di earnings management sono ancora oggi molto diffuse. Il ricorso alle politiche di manipolazione degli utili nel tessuto economico internazionale e, in modo particolare, nelle società bancarie quotate, con opportune circoscrizioni a particolari contesti socio-economici e per limitati archi temporali, desta preoccupazione, specialmente per i potenziali effetti destabilizzanti sull'efficienza e sull'equilibrio del mercato finanziario.

Le evidenze raccolte finora dalla letteratura di *Accounting*, unitamente ai risultati ottenuti dalle analisi empiriche condotte in tal sede, concordano nel considerare le politiche di earnings management tuttora pericolosamente radicate nelle prassi contabili. Ulteriori sforzi di ricerca dovranno essere compiuti per giungere a riflessioni maggiormente integrate, che potranno suggerire a *regulator* e *standard setter* un possibile indirizzo futuro per sviluppare nuovi sistemi di controllo in grado di ostacolare lo sfruttamento della discrezionalità in sede contabile e di arginare intenti opportunistici e manipolativi, tutelando così la *earnings quality*.

Capitolo 1

L'Earnings Management: inquadramento ed evoluzione dottrinarica

1.1. *La Earnings Quality*

La letteratura contabile internazionale in ambito di Accounting è concorde nel ritenere che gli earnings possiedano un contenuto informativo notevole. C'è una ampia condivisione nell'interpretazione del reddito di periodo di un'azienda come strumento informativo utile per guidare il processo decisionale degli stakeholder in termini di allocazione delle risorse attraverso la valutazione dei risultati economici (Schipper & Vincent, 2003; Francis *et al.*, 2008). L'interpretazione della funzionalità del reddito coerente alla "*decision usefulness perspective*" (Beaver, 1981; Scott, 2003) ha trovato dapprima un unanime accordo a livello internazionale a partire dagli anni settanta, poi si è consolidata nell'impianto teorico del FASB qualche anno dopo (FASB, 1980) e, infine, ha scoperto un terreno fertile negli studi successivi che hanno riconosciuto al reddito una "*usefulness of information for capital allocation decisions*" (Francis *et al.*, 2008). Un susseguirsi di riflessioni e analisi ha poi portato allo sviluppo di un vero e proprio filone di ricerca che si è proposto di investigare le caratteristiche della *earnings quality*.

L'indagine sulla *earnings quality* ha assunto negli anni crescente centralità a causa del potere che il contenuto informativo degli earnings e dei *financial statements* riesce ad esercitare sui giudizi e sulle *capital market decision*¹. Inoltre, attualmente esiste un connubio indistricabile tra gli studi di earnings management e quelli di *earnings quality*, tale che non si può parlare puntualmente e approfonditamente dell'uno se non si discutono le interconnessioni con l'altro e viceversa (Francis *et al.*, 2008). Perciò, in tal sede, si propongono alcune riflessioni sulle caratteristiche della *earnings quality* utili a introdurre in che modo questa venga influenzata dall'earnings management.

Il significato di *earnings quality* viene chiarito da Schipper e Vincent in uno scritto del 2003. Essi sostengono che gli earnings sono "*the extent to which reported earnings faithfully represent Hicksian income, where representational faithfulness means correspondence or agreement between a measure or description and the phenomenon that it purports to represent*" (p.98).² Siccome l'utile di bilancio è ottenuto dall'applicazione dei *General Accepted Accounting Principles* (GAAP) e risente positivamente e negativamente di una pluralità ed eterogeneità di fattori, più gli earnings effettivi si avvicinano all'*Hicksian Income*

¹ "*Financial reporting quality is of interest, then, primarily because of the view that high quality information leads to higher quality judgments and decisions; that is, high quality financial reporting information is more useful than low quality information*" (Francis, Olsson & Schipper, 2008, p.271). Inoltre, Schipper e Vincent dichiarano "*We believe that earnings quality and, more generally, financial reporting quality are of interest to those who use financial reports for contracting purposes and for investment decision making*" (2003, p.98).

² Gli autori fanno riferimento all'*Hicksian Income* in quanto quest'ultimo risulta essere slegato da qualsiasi legame con il contesto in cui il soggetto si fa carico delle decisioni economiche, dal framework di regolamentazione contabile e dalla soggettività dei giudizi manageriali.

più la loro qualità aumenta (Schipper & Vincent, 2003). Coerentemente con la “*accounting standard setting perspective*”, la misura della qualità degli earnings dipende dalle decisioni strategiche di Accounting di breve periodo, prese dal management strumentalmente alla redazione dei *financial statements*, e dalle decisioni strategiche di business di lungo periodo (Schipper & Vincent, 2003; Francis *et al.*, 2008). Più è elevata la qualità degli earnings e più essi riescono ad esprimere in maniera accurata la performance economica dell’esercizio, a mostrare la capacità reddituale prospettica dell’impresa e a sintetizzarne il valore globale (Dechow & Schrand, 2004). In effetti, la qualità degli utili e, contestualmente, della *disclosure* di bilancio forniscono delle informazioni chiare su come il gruppo manageriale abbia guidato l’impresa e sugli esiti in termini di creazione di valore. Pertanto, ciascun stakeholder potrà ricavare dagli utili l’informazione necessaria per prendere delle decisioni informate e consapevoli (FASB, 1978). La capacità degli earnings di influenzare i processi decisionali viene riconosciuta come rilevanza, per cui più è determinante l’informazione contenuta negli earnings per guidare il processo decisionale e più è elevata la loro rilevanza. In effetti, sebbene il *Conceptual Framework* del FASB (1980) sostenga che la qualità dell’informativa contabile dipenda da una pluralità di fattori eterogenei (come la significatività e la neutralità), la rilevanza degli earnings, la loro attendibilità e la loro comparabilità potrebbero essere identificate come le tre caratteristiche chiave e intrinsecamente interconnesse per esprimere efficacemente la *earnings quality* (Francis *et al.*, 2008). L’attendibilità degli earnings ne esprime la capacità di riflettere in modo veritiero gli accadimenti aziendali e i riflessi economici. La comparabilità, invece, denota la possibilità di confrontare le performance economiche delle imprese, anche molto distanti geograficamente, attraverso la *disclosure* di bilancio, dal momento che l’omogeneizzazione della normativa contabile a livello internazionale ha consentito l’adozione di un unico sistema di principi e regole per la redazione del bilancio e un unico alfabeto della lingua contabile. Le tre caratteristiche degli earnings non hanno alcuna pretesa di esaustività nella descrizione della *earnings quality*. Ancora molto può essere detto sul tema, riconoscendo, ad esempio, quelle caratteristiche aggiuntive di permanenza/ripetibilità nel tempo e di bassa variabilità che contribuiscono a definire la qualità dell’informativa degli earnings (Schipper & Vincent, 2003). Inoltre, la *earnings quality* può essere misurata attraverso dati di mercato o dati contabili. I primi sono espressivi della *value relevance*, della *timeliness* e del *conservatism*, mentre i secondi sono la *accrual quality*, la *predictability*, la *persistence* e la *smoothness* (Francis *et al.*, 2008).

Naturalmente, la numerosità e l’eterogeneità delle categorie di stakeholder e di interessi informativi da soddisfare attraverso la lettura della *disclosure* di bilancio e, specificamente, della *bottom line* (i.e., utile) fanno sì che gli earnings contribuiscano a portare con sé un bagaglio di informazioni variegato e sempre *context-specific* (Schipper & Vincent, 2003). A tal punto è d’uopo un’osservazione. Argomentare sulle caratteristiche e sulle capacità informative degli earnings non esclude né limita la capacità di altri *item* di bilancio di avere un altrettanto rilevante portata esplicativa.

La ricerca di Accounting, sebbene non abbia ancora esaurito le riflessioni sul significato della qualità degli earnings e sull’identificazione dei fattori che la condizionano, ha ormai

confermato l'influenza controversa che le operazioni di earnings management, di cui si parlerà a breve, riescono ad esercitare sulla *earnings quality*. Infatti, l'impatto positivo o negativo delle operazioni di earnings management sulla *earnings quality* dipende dallo scopo ultimo che guida le scelte manageriali di *disclosure* degli earnings. Poiché le decisioni dei manager in sede di redazione del bilancio possono essere orientate sia al miglioramento dell'informativa sia al perseguimento di fini opportunistici, le pratiche di earnings management potrebbero rivelarsi strumentali (corrispondentemente) al miglioramento o al danneggiamento della *earnings quality* e della sua capacità esplicativa (Guay *et al.*, 1996). Ciononostante, la prospettiva dominante nella letteratura contabile, attraverso il supporto dell'evidenza empirica sempre più consistente, identifica le operazioni di earnings management come una minaccia per la *earnings quality* (Briker *et al.*, 1995).

1.2. La contrapposizione tra il potere informativo degli Earnings e dei Cash Flow

Le evidenze empiriche, che sono state raccolte negli anni all'interno degli studi di Accounting, hanno confermato a più riprese l'esistenza di una correlazione tra la portata informativa degli earnings e il comportamento del mercato, proponendo la "*usefulness of information for capital allocation decisions*" come prospettiva di indagine dominante negli studi sulla *earnings quality* (Francis *et al.*, 2008). Secondo questa prospettiva interpretativa, quando i livelli di utili dell'esercizio inseriti nella *financial disclosure* risultano in linea con le aspettative del mercato, si registra un effetto positivo sul valore economico dei titoli e, quindi, anche sulla capitalizzazione della società (Gordon, 1964; Ronen & Sadan, 1981; Michelson *et al.*, 2000).

Tale prospettiva si scontra con un assunto distintivo dell'approccio positivista, secondo cui lo *stock price* (i.e., il valore economico delle azioni di una società) dipende dai flussi di cassa generati e non dal livello effettivo di utili riportati in bilancio (Riahi-Belkaoui, 2004). La facilità di manipolazione dell'utile di bilancio, rispetto alla complessità di alterazione dei flussi di cassa di periodo, presuppone che le valutazioni di mercato sulla profittabilità dell'impresa, elaborate sulla base degli utili, siano meno attendibili rispetto a quelle fondate sui risultati monetari; ed in parte è così³. Ma gli accadimenti storici hanno dimostrato che gli investitori, per prevedere l'effettiva capacità attuale e prospettica dell'impresa di creare valore, basano le loro valutazioni sui "*current earnings*", ritenuti uno strumento informativo più affidabile dei "*current cash flows*" (Dechow, 1994; Healy & Wahlen, 1998). Anche secondo Graham *et al.* (2005), "*the market becomes more skeptical of underlying cash flows volatility when earnings are volatile. Even if two firms had the same underlying cash flows volatility, the firm with the more volatile earnings would be perceived as riskier*" (p.26).

³ Il risultato economico dell'esercizio è composto dalla differenza tra componenti positivi e negativi di reddito. Tali proventi e/o oneri, però, nonostante non siano stati caratterizzati da alcuna manifestazione monetaria (i.e., *accrual*), secondo il principio di competenza economica, sono frutto di una imputazione arbitraria all'esercizio amministrativo.

Sebbene le informazioni contenute all'interno dei flussi di cassa continuino ad avere un'influenza ragguardevole sulle scelte del mercato, la variabilità degli earnings assume un peso di gran lunga maggiore. Tali conclusioni sono in contrasto con quanto sostenuto dalle teorie positiviste, che, invece, riconoscono centralità alla portata informativa dei *cash flow*.

In origine, la rilevanza dell'informativa contenuta negli earnings era stata supposta alla metà del XX secolo da Hepworth, che dichiarava: "*the principal attention of investors, financial analysts, employees, and the general public is focused on the statements setting forth the periodic net income or earnings of the business, with the balance sheet being viewed as the connecting link between successive income statements and as the vehicle for the distribution of charges and credits between them*", citando l'*Accounting Research Bulletin Number 1* dell'*American Institute of Accountants* (1953, p.32).⁴ Già in quel tempo, la grande influenza che le misure di earnings riuscivano ad esercitare sul mercato aveva spinto l'*American Institute of Accountants* a dichiarare la crescente necessità di stabilire un sistema di regole e principi contabili capaci di garantire una "*more objective determination of the net income*", tutelando così l'efficienza e l'equilibrio di mercato.

Nella seconda metà del Novecento alcuni studi pionieristici avevano dimostrato che le scelte di investimento dei *market participant* (i.e., investitori e finanziatori) risultano essere particolarmente sensibili agli scostamenti dei livelli di reddito effettivi rispetto a quelli attesi, al pari del prezzo delle azioni (Miller & Modigliani, 1966). Negli anni i risultati di numerosi studi hanno consolidato la consapevolezza che, per i *market participant*, l'informativa racchiusa negli earnings sia così significativa da generare reazioni immediate nel mercato (Hepworth, 1953; Gordon, 1964; Beidleman, 1973; Ronen & Sadan, 1981; Moses, 1987; Jaggi & Sannella, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997). Skinner e Sloan (2002) le hanno chiamate *stock market torpedo*, vale a dire le reazioni negative, intense ed immediate del mercato alle dichiarazioni di utili d'esercizio, che non ne riflettono le reali aspettative, soprattutto quando si tratta di imprese di rilevanti dimensioni. Skinner e Sloan, infatti, hanno dimostrato che il mercato non solo reagisce prontamente alle notizie di earnings, ma che tali reazioni sono asimmetriche, ovvero che l'intensità della risposta alle notizie di earnings sorprendentemente negative è più forte rispetto a quella prodotta dalle notizie di earnings positive. Anche per Hayn (1995) le perdite d'esercizio hanno una portata informativa di gran lunga maggiore rispetto ai profitti sulle prospettive economiche future dell'impresa.

Una parte della letteratura ritiene che la relazione tra earnings e *return* sia debole (Bernard, 1989; Lev, 1989), poiché gli earnings non contengono informazioni tempestive sugli eventi economici principali che si manifestano nel mercato (Beaver *et al.*, 1980). Per cui gli *stock price* non sono influenzati dagli earnings. Un'altra parte, invece, sostiene il contrario. Secondo Michelson *et al.* (2000) le imprese che presentano degli earnings omogenei nel tempo godono di rendimenti cumulativi medi significativamente più alti rispetto alle imprese che non fanno *income smoothing* (una particolare tipologia di manipolazione di earnings), e questa evidenza empirica è più forte per le piccole imprese rispetto a quelle grandi.

⁴ Accounting Research Bulletin Number 1, *General Introduction and Rules Formerly Adopted*, Committee on Accounting Procedure, The American Institute of Accountants, September, 1939.

La ricerca di Accounting ha dimostrato che il mercato reagisce alle informazioni contenute all'interno degli earnings e, molto di più, che esiste una sostanziale omogeneità delle risposte a determinati risultati economici. Lo sviluppo di una prospettiva teorica di matrice psicologica, chiamata dei “*numeri chiave*” (Rosch, 1975; Gabor & Granger, 1966), ha portato alla luce la presenza all'interno del mercato dei “*numeri di riferimento cognitivo*”, i quali influenzano sia le scelte di investimento dei *market participant* sia le scelte di *disclosure* delle imprese che vi operano. Il fenomeno che ha stimolato la curiosità degli studiosi sulla portata informativa degli earnings è stata un'anomala ed elevata frequenza, nel contesto americano di fine Novecento, di piccoli risultati positivi e di piccoli incrementi di reddito rispetto ai risultati negativi e in diminuzione (Hayn, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997). Esaminando le caratteristiche intrinseche del fenomeno e ricercandone le potenziali cause, emerse che le imprese, pur di non presentare risultati economici di poco al di sotto dello zero o in corrispondenza dello zero, effettuavano delle scelte contabili di riduzione dei costi e/o di incremento dei ricavi, provocando un “salto” del valore degli earnings da negativi a positivi. Difatti, furono osservati dei veri e propri “*salto di discontinuità*” nelle distribuzioni di frequenza degli earnings in corrispondenza di soglie considerate liminari (Carslaw, 1988; Bernard & Thomas, 1989; Hayn, 1995). Si scoprì che alcuni fattori psicologici riescono ad avere un'influenza notevole sulle scelte contabili aziendali, coerentemente con quanto era stato teorizzato da Hepworth (1953) verso la metà del secolo XX. Hepworth (1953) teorizzò che alcuni fattori psicologici dei produttori (intesi in termini di aspettative) potevano condizionare le loro scelte strategiche e l'andamento delle business *activities*, incentivando a compiere manipolazioni di bilancio. In effetti, il mercato ha sempre esercitato una pressione molto forte verso la presentazione di risultati economici non solo positivi, ma anche tendenzialmente in crescita (Monsen & Downs, 1965)⁵, contribuendo alla creazione di un contesto favorevole alla nascita di spinte competitive sui risultati e di pratiche di manipolazione di bilancio (Cyert & March, 1963; Williamson, 1964; Gordon, 1964; Monsen & Downs, 1965; Amihud, Kamin & Ronen, 1976; De Angelo *et al.*, 1996; Barth *et al.*, 1999). Seguendo questa prospettiva, le pressioni esercitate dal mercato sui risultati d'esercizio, le variazioni più o meno drastiche delle quotazioni dei titoli, per effetto di utili effettivi distanti da quelli attesi/auspicati (Dye, 1988; Chaney & Lewis, 1994; De Angelo *et al.*, 1996; Barth *et al.*, 1999a, b), e la condizione di asimmetria informativa dei manager nei confronti degli *outsiders* (Spence, 1973; Ross, 1977; Dye, 1988) potrebbero costituire fattori che incentivano il ricorso alle operazioni di earnings management. Coerentemente con la *ratio* teorica che contraddistingue la “*Disclosure Theory*” di Verrecchia (1983) e Dye (1985) e la “*Agency*

⁵ “*Although every stockholder certainly prefers a rapid rate of advance in the price of his stock to a slow rate, most owners also prefer a slow but steady rise to an erratic combination of rapid rises and equally rapid declines. This is probably true even if the total rise would be slightly higher in the case of erratic movement. A slow but steady rise preserves each owner's ability to get back his original investment plus a profit at any time, whereas up-and-down price movements create uncertainty in his mind about the future price of the stock, thereby creating an apparent risk that he might suffer a loss if he had to sell at a certain moment. Since stockholders typically know far less about the firm's situation than managers, such uncertainty can exist in the minds of stockholders even if the managers know the erratic short-run movements of the stock's price result from factors which will work out favorably in the long run*” (Monsen & Downs, 1965, p. 225).

Theory” di Jensen e Meckling (1976), i manager sono più propensi a rivelare buone notizie, in termini di risultati economici positivi e in crescita, piuttosto che risultati negativi, ovvero perdite e performance peggiori, dal momento che questi ultimi esercitano un impatto negativo sullo *stock price*. Inoltre, il vantaggio di nascondere *bad news* è tale da spingere i manager a compiere anche delle manipolazioni di bilancio capaci di danneggiare la trasparenza e l’attendibilità della *disclosure* (Verrecchia, 1983; Dye 1985). Attraverso le operazioni di earnings management, infatti, è possibile nascondere performance negative o decrescenti, mentire agli investitori, manipolare indirettamente la quotazione del titolo sul mercato e garantire a taluni soggetti (*i.e.*, i manager stessi) vantaggi di varia natura, a cui senza manipolazione non avrebbero avuto accesso (*e.g.*, Verrecchia, 1983; Dye, 1985).⁶

Numerosi studi sono stati condotti in merito alle finalità effettivamente perseguite attraverso il ricorso all’earnings management. L’interpretazione dominante fornita dalla letteratura di Accounting (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999) giudica le aspettative di earnings dei *capital providers* finalizzate ad assicurare dei vantaggi alla società e a tutelare opportunisticamente gli interessi manageriali (*i.e.*, attraverso l’esercizio dei diritti di opzione sulle azioni, ottenendo bonus remunerativi per il raggiungimento di determinate soglie di utili). Dunque, è certo che il fenomeno dell’opportunismo manageriale ha contribuito a creare degli incentivi per il ricorso alle operazioni di earnings management.

1.3. Dall’Agency Theory all’opportunismo manageriale: le origini delle manipolazioni degli Earnings

Le indagini condotte sulla tematica di earnings management si sviluppano a partire da due presupposti teorici, ampiamente dibattuti all’interno dell’*Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Lambert, 1984): la asimmetria di scopi tra manager e shareholder e l’atteggiamento intrinsecamente opportunistico dei primi.⁷ In merito al ruolo dei manager all’interno delle aziende si espressero per primi due economisti statunitensi, Adolf Berle e Gardiner Means, nella prima metà del XX secolo.

Berle e Means, nel libro “*Modern Corporation and Private Property*”, pubblicato nel 1932, posero all’attenzione del mondo una visione della governance aziendale antinamica a quella auspicata dalle teorie di libero mercato, rilevando come le azioni dei manager siano orientate all’ottenimento di un profitto personale piuttosto che al perseguimento degli

⁶ “*Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers*” (Healy & Wahlen, 1999, p.368).

⁷ La “*principal agent theory*” suggerisce che l’esistenza di una separazione netta tra i ruoli e gli interessi dei membri che fanno parte della struttura proprietaria societaria (*i.e.*, shareholder) e quelli riconducibili a coloro che detengono il controllo dell’impresa (*i.e.*, manager), con le specificità dell’asimmetria informativa, sia determinante per l’insorgere di una divergenza di scopi, laddove i primi desiderano massimizzare il valore dell’*equity*, mentre i secondi intendono massimizzare i benefici economici e non (*i.e.*, *compensation*, *bonus* e reputazione) dalla loro posizione all’interno dell’impresa.

interessi dell'impresa. Secondo i due economisti, i manager possiedono un potere maggiore di quello degli azionisti, considerati come proprietari passivi e apatici, poiché possono stabilire con un margine di autonomia relativamente ampio le scelte quotidiane di gestione aziendale. Tale separazione tra potere e controllo fa sì che i primi possano opportunisticamente amministrare l'impresa per tutelare interessi personali a danno dei secondi. Le tesi di Berle e Means spianarono la strada ad una teorizzazione sulle conseguenze di *corporate governance* della moderna società ad azionariato diffuso (*i.e.*, *widely held company*), dove esiste una separazione tra gli azionisti, che conferiscono capitale di rischio, e i manager, che hanno il compito di amministrare l'impresa. Mentre i primi vantano il diritto di rendimento residuale sul reddito prodotto e hanno interesse a massimizzare la ricchezza, i secondi vantano il diritto di controllo e possiedono il potere, di fatto, di sacrificare la massimizzazione del profitto aziendale per perseguire obiettivi legati alla funzione di utilità personale.

Le teorie di Berle e Means diedero un valevole contributo per lo sviluppo successivo della *Agency Theory*, che attribuisce a shareholder (*principal*) e manager (*agent*) comportamenti perfettamente razionali e consapevoli, volti alla massimizzazione ciascuno della propria funzione di utilità. La loro posizione all'interno della struttura aziendale fa sì che i *principal*, nonostante vantino tutti i diritti connessi alla proprietà, non possano esercitare il potere gestorio, affidandolo così agli *agent*, responsabili della creazione di valore per gli azionisti. Al contempo, l'inosservabilità diretta delle azioni manageriali da parte dei membri della struttura proprietaria crea le condizioni che consentono ai primi di compiere delle operazioni di manipolazione di bilancio per scopi opportunistici (*i.e.*, *income smoothing*), determinando un danno o uno svantaggio per i secondi (Lambert, 1984)⁸. L'evidenza empirica ha mostrato che i manager tendono a proteggere gli interessi privati e a massimizzare la remunerazione della propria attività lavorativa, "rendendo gli azionisti felici" (Monsen & Downs, 1965).

La "*concezione ristretta di corporate governance*" si è mostrata il sistema di governo societario che più si confà al contesto in cui avvengono le operazioni di manipolazione contabile, proprio per la separazione netta tra potere e controllo e la potenziale presenza di un conflitto di interessi⁹. Infatti, la teoria positiva di Accounting si fonda sull'assunto che i manager siano orientati ad accrescere e a tutelare i benefici personali e che le scelte contabili possano essere un utile strumento per perseguire i loro scopi.

La letteratura finora si è ampiamente soffermata sulla connessione tra gli interessi personali dei manager e le operazioni di earnings management e, grazie alla conferma proveniente dalle evidenze empiriche, ha evidenziato che, quando le performance

⁸ "When the shareholders of a firm delegate decision-making tasks to management, management has an incentive to select actions which maximize its own expected utility, even if these actions are not in the best interests of shareholders. It has been suggested that management can increase its own welfare by engaging in smoothing behavior" (Lambert, 1984, p.604).

⁹ In merito alla "*concezione ristretta di corporate governance*" si rimanda a studi tra cui Berle A. & Means G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan; Pratt J., & Zeckhauser R. (1985). *Principals and agents: The structure of business*, Boston, Harvard Business School Press; Smith A., (1991). *Wealth of nations*, New York, Prometheus Books.

economiche delle imprese sono più elevate e/o stabili nel tempo, talvolta per effetto delle politiche di earnings management o di *income smoothing*, i proventi per i manager diventano più elevati (e.g., Holthausen & Leftwich, 1983; Healy, 1985; Watts & Zimmerman, 1986; McNichols & Wilson, 1988; Gaver *et al.*, 1995; Holthausen *et al.*, 1995; Guidry *et al.*, 1999).

Studi hanno confermato che i manager subiscono una pressione molto forte nel presentare a fine esercizio amministrativo dei risultati economici perfettamente coerenti con quelli attesi/auspicati dal mercato, per influenzare gli *stock price* dell'azienda e rispondere agli incentivi legati ai *debt covenant*, al *rating* creditizio e alle necessità intrinsecamente reputazionali (e.g., Watts & Zimmerman, 1978, 1990). Ad oggi gran parte della letteratura internazionale di Accounting e di Governance sostiene che le operazioni di earnings management siano profondamente condizionate dalle caratteristiche individuali dei *chief executive officer* (CEO), come ad esempio la *CEO duality*, la *CEO nationality* e la *CEO age* (Zhang & Wiersema, 2009; Nielsen & Nielsen, 2013; Bozanic *et al.*, 2013; Hiebl, 2014; Bouaziz *et al.*, 2020)¹⁰.

Il ricorso a politiche di manipolazione contabili e, più precisamente, di earnings management, da parte dei manager che comportano un danneggiamento dell'affidabilità e della qualità dell'informativa di bilancio, è un fenomeno che ha sempre suscitato particolare interesse per gli studiosi di Accounting, la cui origine è da collocarsi in un momento storico assai lontano da quello odierno. Come dichiarò Arthur Levitt, il presidente della *Security Exchange Commission* (SEC), nel suo discorso "*The numbers game*", nel 1998, le società troppo spesso ricorrono alle operazioni di earnings management attraverso "*cookie jar*", "*big bath*", ricavi anticipati ed altre scritture extra-contabili, manipolando gli utili effettivamente realizzati e minacciando l'affidabilità dei *financial statements* (Levitt, 1998). Gli scandali dell'epoca, provocati da Enron, Worldcom, Parmalat, TycoInternational e altri colossi internazionali, denunciavano l'impiego dei bilanci d'esercizio come "*strumenti di marketing*" piuttosto che come pratica informativa trasparente ed affidabile riguardo la situazione finanziaria, patrimoniale e il risultato economico d'esercizio dell'impresa (Fox, 1997).

Su tali scandali, certamente da ricondurre alle scelte manipolative di manager opportunistici, hanno contribuito anche le inefficienze dei sistemi di controllo interno e di *risk management*, colpevoli di aver creato un contesto favorevole alle manipolazioni. Un ampio filone della ricerca di Accounting e Auditing, grazie al supporto di numerose evidenze

¹⁰ Per interessanti spunti di riflessione sul tema, si suggeriscono: Beneish, M. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 27, 3-17; Cheng, Q., & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80, 441-76; Davidson, W., Xie, B., Xu, W., & Ning, Y. (2007). The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of Management & Governance*, 11, 45-60; Meek, G., Rao, R., & Skousen, C. (2007). Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 6, 304-23; Jiang, J., Petroni, K., & Wang, I. (2008). *CFOs and CEOs: Who has the most influence on earnings management*. Working paper, Michigan State University, East Lansing; Matsunaga, S.R., & Yeung, P.E. (2008). *Evidence on the impact of a CEO's financial experience on quality of the firm's financial reports and disclosures*, Proceedings of the 2008 AAA Financial Accounting and Reporting Section Conference; Christie, A., & Zimmerman, J. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review*, 69, 539-66.

empiriche, ha a più riprese confermato che l'esistenza di sistemi di controllo integrati ed efficienti all'interno dell'impresa sia negativamente correlata alle operazioni di manipolazione dell'informativa di bilancio (Dechow *et al.*, 1996; Wild, 1996; Baxter & Coter, 2009; Arens *et al.*, 2010; Alzoubi, 2019; Salem *et al.*, 2020).

Secondo le analisi empiriche di Healy e Wahlen (1998), le operazioni di earnings management si possono verificare con maggiore probabilità in corrispondenza delle inefficienze nell'ambito del sistema di controllo interno aziendale¹¹.

Oggi, come allora, il contesto socio-economico in cui è chiamato ad operare il management, le pressioni al conseguimento degli obiettivi strategici e di risultato e la volontà di tutelare i propri interessi sono fattori rimasti immutati. Anzi, per certi versi, il salto evolutivo della competizione, a livello locale, nazionale e internazionale, la rivoluzione tecnologica, che ha reso prodotti e servizi (quasi) immediatamente disponibili in ogni parte del mondo, e l'estrema volatilità dei mercati hanno esasperato l'orientamento ai risultati. Dal momento che gli earnings sono espressivi del successo economico della gestione aziendale strategicamente pianificata dal management, esporre in bilancio livelli di earnings elevati e/o stabili nel tempo equivale a mandare messaggi rassicuranti al mercato sulla buona capacità reddituale, attuale e prospettica, dell'impresa e sull'efficienza della gestione manageriale. Allo stesso modo, un livello basso e altalenante di earnings nel tempo lascia trasparire al mercato una mancata stabilità della redditività aziendale, un'eccessiva volatilità dei risultati e un'incapacità manageriale. Per proteggere la propria posizione di forza all'interno dell'impresa e assicurarsi dei vantaggi d'immagine ed economici (si pensi ad esempio ai benefit concessi al raggiungimento di specifiche soglie di redditività) o, in taluni casi, per creare delle condizioni di vantaggio aziendale, i manager potrebbero essere incoraggiati a sfruttare lo spazio discrezionale presente nel quadro normativo, che disciplina la tenuta della contabilità e la redazione del bilancio d'esercizio, per modificare gli earnings, controllandone il contenuto informativo.

La ricerca di Accounting, che ha investigato le condizioni regolamentari capaci di creare uno spazio in bilancio sfruttabile per le operazioni di earnings management, ha riconosciuto alla discrezionalità di alcune pratiche contabili (ad esempio, in sede di elaborazione di stime e congetture), garantita dal framework dei principi IAS/IFRS, un ruolo cruciale per comprendere le modalità e gli strumenti utili per le manipolazioni di bilancio.

¹¹ "However, because auditing is imperfect, management's use of judgement also creates opportunities for 'earnings management', in which managers choose reporting methods and estimates that do not adequately reflect their firms' underlying economics" (Healy & Wahlen, 1998, p. 2).

1.4. La discrezionalità nel framework contabile IAS/IFRS e la sua potenziale strumentalità per le manipolazioni degli Earnings

La letteratura di Accounting ha ricondotto la qualità degli earnings a fattori eterogenei, dai modelli di business alle caratteristiche del contesto ambientale in cui opera l'impresa, fino alla discrezionalità presente nell'ambito delle scelte contabili di *financial reporting* (Schipper & Vincent, 2003). Negli ultimi anni, la presenza all'interno del framework normativo contabile degli IAS/IFRS di un margine di discrezionalità, che si riflette nelle scelte contabili e che consente al manager di compiere delle valutazioni sottratte a criteri oggettivi, ha assunto una sempre maggiore centralità all'interno della ricerca di Accounting, specialmente alla luce delle diffuse problematiche di manipolabilità dei bilanci. La questione in realtà non è affatto nuova. Più volte la constatazione del peso delle valutazioni soggettive ha sollevato la necessità di riportare l'attenzione e il dibattito internazionale sull'efficacia dei principi contabili per una valutazione affidabile e trasparente della performance aziendale (Barth *et al.*, 2008). Tuttavia, esiste la credenza che “*such standards, issued by the International Accounting Standard Board (IASB), are designed to enhance the comparability of financial statements, to improve corporate transparency, and to increase the quality of financial reporting in order to benefit investors and to improve the functioning of financial markets*” (Marra *et al.*, 2011, p. 209). Già in passato si teorizzava sul potere riconosciuto ai manager di implementare la qualità e la portata informativa della comunicazione di bilancio attraverso il ricorso a specifiche politiche di Accounting (Healy & Wahlen, 1998)¹². La presenza di uno spazio discrezionale all'interno delle trame del framework IAS/IFRS conferisce al management il potere di trasmettere al mercato, seppur con notevoli limitazioni, informazioni circa le soggettive prospettive manageriali di crescita economica futura dell'azienda, a vantaggio della *earnings quality* (Ashbaugh & Pincus, 2001; Ewert & Wagenhofer, 2005; Daske & Gebhardt, 2006). Da questo punto di vista, l'implementazione della capacità comunicativa del bilancio, garantita dal nuovo framework contabile IAS/IFRS, consente al sistema di Accounting di trasferire informazioni private al mercato attraverso lo sfruttamento dello spazio discrezionale insito nelle pratiche di registrazione contabile (Daske *et al.*, 2008). Inoltre, numerose indagini empiriche hanno dimostrato che il ricorso alla discrezionalità in sede contabile sia considerevolmente influenzabile da una pluralità di fattori ambientali e caratteristiche aziendali, quali, ad esempio, la struttura dei sistemi di *corporate governance*, indipendentemente dalla natura del framework contabile di riferimento (e.g., Ball, Kothari & Robin, 2000; Ball *et al.*, 2003; Leuz, 2003; Ball & Shivakumar, 2005; Burgstahler, Hail & Leuz, 2006; Marra *et al.*, 2011).

Anche la dottrina economico-aziendale italiana ha appurato all'unanimità il ruolo e la rilevanza delle valutazioni discrezionali nell'ambito della rappresentazione del risultato d'esercizio. La presenza di uno spazio discrezionale è stata riconosciuta come una

¹² “*Managers can then use their knowledge about the business and its opportunities to select reporting methods and estimates that match the firms' business economics, potentially increasing the value of accounting as a form of communication*” (Healy & Wahlen, 1998, p.2).

caratteristica intrinsecamente connaturata alle pratiche di Accounting, dal momento che il bilancio non si compone unicamente di valori certi, ma anche di valori stimati e congetturati, che, per definizione, sono suscettibili di valutazioni soggettive (Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979). Citando Pini, *“Sotto il profilo della logica che guida alla formazione dei bilanci, avviene, dunque, che discrezionalità degli amministratori ed esercizio siano aspetti da considerarsi in maniera necessariamente simbiotica. Infatti, l’esercizio è espressione di un concetto astratto; è una finzione alla quale si fa ricorso a scopo di conoscenza: nella realtà si ha la continuità della gestione, mentre con l’esercizio si pretende di isolarne una parte. E al pari di ogni finzione- cioè di una rappresentazione operata con il concorso dell’immaginazione – esso reca in sé elementi non oggettivabili [...]”. Per tale ragione si può anche asserire che la discrezionalità di chi compone i bilanci è una caratteristica immanente nella concezione dell’esercizio”* (1991, p.6). Secondo questa prospettiva interpretativa, sebbene l’informativa di bilancio sia frutto di valutazioni prevalentemente di carattere oggettivo, il margine di discrezionalità costituisce uno strumento necessario per garantire l’attendibilità del reddito di periodo, derivante da una inscindibile commistione di valori contabili e valutazioni soggettive manageriali, utile per stimare l’effettiva capacità reddituale attuale e prospettica dell’impresa. Il potere discrezionale insito in alcune politiche di *financial reporting* rappresenta, dunque, un fattore che non ostacola di per sé la qualità degli earnings, bensì è il suo uso scorretto che può intaccarne l’attendibilità informativa (Pini, 1991). Pertanto, solo la presenza di un comportamento etico nell’agire manageriale garantisce un impiego della discrezionalità nelle valutazioni, finalizzato a trasferire agli stakeholder informazioni più puntuali e trasparenti sulla performance aziendale rispetto ad un asettico e meccanico processo di registrazione contabile dei fatti accaduti durante l’esercizio. Al contempo, però, la presenza di una flessibilità valutativa potrebbe prestare il fianco alle opportunità di manipolazione di bilancio (Marra *et al.*, 2011)¹³.

Infatti, non di rado il fine ultimo dell’azione manageriale sembra coincidere con la presentazione, rivolta agli azionisti e al mercato, di performance d’esercizio relativamente omogenee tra loro (Michelson *et al.*, 2000), occultando improvvisi sbalzi che lascino presagire un’instabile capacità reddituale. Pertanto, è ragionevole aspettarsi una deliberata e artificiosa normalizzazione dei livelli di reddito di esercizi amministrativi adiacenti, compiuta mediante lo sfruttamento del margine di discrezionalità insito nel framework contabile IAS/IFRS.

Gli *item* di bilancio che maggiormente si prestano a valutazioni soggettive e discrezionali sono riconosciuti come *accrual*. La discrezionalità presente nel bilancio in parte è riconducibile alla presenza degli *accrual*, ma l’attendibilità del reddito d’esercizio non è garantita dall’assenza degli *accrual*. Gli *accrual* sono componenti di reddito che vengono imputati all’esercizio amministrativo per il principio della competenza economica, ma non esercitano alcun impatto sui flussi di cassa del periodo. Questi componenti di reddito, anche se non godono di una manifestazione monetaria nell’esercizio, permettono di imputare quei

¹³ “Reporting rules guided by the IFRS still leave considerable room for managerial judgments and for the use of private information, thus giving firms substantial reporting discretion” (Marra *et al.*, 2011, p.209).

costi e quei ricavi che, altrimenti, verrebbero erroneamente riconosciuti in altri esercizi. Una caratteristica degli *accrual* consiste nell'impossibilità di una quantificazione assolutamente precisa e definitiva, come invece avviene per tutti i componenti di reddito monetizzati. Proprio per questo gli *accrual* possono essere soggetti a manipolazioni sia nel momento del loro riconoscimento sia nella definizione del loro ammontare. La mancata manifestazione monetaria e la natura strettamente economica espongono gli *accrual* al rischio di essere impiegati non per garantire una migliore credibilità dell'informativa di bilancio, bensì per compiere operazioni di manipolazione ed occultamento.

Sebbene non sia ragionevole demonizzare l'impiego degli *accrual* in sede di *financial reporting* a vantaggio dei *cash flow*, riconoscendo ai primi il nobile compito di garantire una rappresentazione veritiera ed affidabile del risultato economico dell'esercizio (IASB, 1989), non va neanche dimenticato che gli *accrual* sono stati ampiamente impiegati in differenti epoche storiche e contesti socio-economici per compiere delle manipolazioni dell'informativa di bilancio, specificamente per perseguire politiche di earnings management.

La letteratura di Accounting ha investigato le caratteristiche degli *accrual* e li ha suddivisi in due grandi macro categorie: *non-discretionary accrual* e *discretionary accrual*. I primi vengono considerati componenti "normali" del reddito d'esercizio, perché non vengono privilegiati per perseguire politiche di manipolazione di bilancio, mentre i secondi, essendo maggiormente esposti a scelte soggettive di *reporting*, sono concepiti come strumenti manipolativi, impattando negativamente sulla qualità degli earnings e sull'attendibilità della portata informativa dei *financial statements* (Dechow *et al.*, 1995; 1996).

Il corretto riconoscimento degli *accrual*, da parte dei manager, in uno specifico esercizio amministrativo, contribuisce al raggiungimento della finalità di un'affidabile espressione degli *earnings* d'esercizio. Perciò la loro errata o fraudolenta imputazione comporta un'alterazione vera e propria dell'impatto economico dei fatti di gestione accaduti nell'esercizio, causando un'alterazione dell'ammontare dell'utile e della sua capacità informativa (*i.e.*, *earnings quality*).

La ricerca di Accounting ha riservato particolare interesse alle strategie di earnings management sviluppate attraverso l'impiego degli *accrual* per una triplicità di fattori: la presenza degli *accrual* nelle metodologie di contabilizzazione previste dai *General Accepted Accounting Principles* (GAAP), la possibilità di monitorare la natura delle scelte contabili e il peso imprescindibile in termini informativi che gli earnings possiedono, con le conseguenti influenze nelle scelte strategiche sul mercato dei capitali (Watts & Zimmermann, 1990; Beneish, 2001).

Tra le categorie principali di *accrual* che si prestano maggiormente ad essere manipolate per scopi di earnings management si riconoscono gli ammortamenti, gli accantonamenti, le svalutazioni per perdite durevoli di valore, il trattamento contabile delle rimanenze, i ricavi di vendita, la capitalizzazione degli oneri pluriennali e la capitalizzazione dei costi di sviluppo.

Quando l'accantonamento a fondo garanzia prodotti non è proporzionale alla variazione dei ricavi di vendita, si può supporre che sia stata adoperata una politica di manipolazione di

bilancio volta ad incrementare o a decrementare il livello degli utili dell'esercizio. Allo stesso modo, l'imputazione all'esercizio amministrativo di quote di costo pluriennali (quote di ammortamento) anomale rispetto alle precedenti quote di ammortamento o rispetto alla possibile cessione di utilità del cespite a cui si riferiscono potrebbe costituire un segnale per la manipolazione di bilancio, la quale può essere individuata a partire dalla comparsa di valori più alti o più bassi rispetto a quelli ragionevolmente attesi. Comunque, è opportuno ribadire che, ad oggi, non esiste una regola universalmente valida e accettata per imputare quote di ammortamento all'esercizio, dal momento che l'elaborazione del piano di ammortamento dei cespiti rientra nelle operazioni sottoposte alla discrezionalità manageriale. In aggiunta, le variabili da considerare per stabilire la quota di ammortamento sono così eterogenee e indipendenti che difficilmente si può appurare l'effettiva correttezza dell'imputazione di una quota di ammortamento all'esercizio.

Anche le strategie di contabilizzazione delle rimanenze di magazzino possono nascondere scopi opportunistici. Quando il valore della variazione delle rimanenze di magazzino risulta essere non proporzionale o anomalo rispetto alla variazione dei ricavi di vendita, sarebbe sempre opportuno approfondirne le cause per scongiurare una manipolazione di bilancio. Se tali anomalie non sono riconducibili a problematiche commerciali, allora si può ritenere che ci siano state delle operazioni di manipolazione contabile. Anche l'ammontare dei costi capitalizzati può essere uno strumento per modificare l'utile dell'esercizio, specialmente quando i suddetti costi non sono coerenti rispetto al totale degli stock patrimoniali attivi (Prencipe *et al.*, 2008).

I sopracitati *item* di bilancio sono *accrual* che possono essere impiegati all'interno di politiche orientate a sgonfiare l'utile dell'esercizio. Ma esistono anche altri *item* di bilancio che, se manipolati, possono influenzare gli utili, ovvero i ricavi di vendita di prodotti e di prestazioni di servizi. Anticipare o posticipare il riconoscimento dei ricavi rispetto alla loro corretta imputazione per competenza economica contribuisce rispettivamente ad incrementare o decrementare il livello complessivo del reddito d'esercizio, in modo conforme a specifici scopi di *disclosure*. In realtà, il riconoscimento e l'imputazione dei ricavi a conto economico, in uno specifico esercizio amministrativo, sono regolamentati in modo puntuale e rigoroso dal framework IAS/IFRS attraverso lo IAS 18 – *Revenue Recognition*. Nonostante quest'ultimo non lasci spazio dal punto di vista contabile alle politiche di manipolazione di bilancio dei proventi, l'evidenza empirica ha più volte mostrato che il ricorso ad alcune strategie di business, come ad esempio le politiche commerciali promozionali, consente ai manager di "scegliere" l'esatta tempistica di imputazione dei proventi derivanti dalla vendita di beni e servizi per incrementare o decrementare opportunisticamente il livello effettivo degli utili di periodo (Nelson *et al.*, 2003; Prencipe, 2006). Una delle modalità finora impiegate per intercettare una potenziale manipolazione contrabile dei ricavi derivanti dalla vendita di prodotti e servizi consiste nel confrontare l'ammontare annuo dei ricavi con l'ammontare annuo dei crediti commerciali (Prencipe, 2006). Parimenti, la rilevazione di ricavi non ancora completamente maturati, il loro differimento durante un contratto, le stime del controvalore

ricevuto in sede di compravendita rappresentano effettive opportunità contabili per compiere delle operazioni di earnings management (Nelson *et al.*, 2003)¹⁴.

Con il tempo anche il mercato ha imparato a riconoscere la potenziale strumentalità degli *accrual* per le operazioni di manipolazione di bilancio. Dalle indagini empiriche condotte negli ultimi anni, infatti, è emerso che gli investitori tendono a reagire negativamente alla presenza di *abnormal accrual*, dal momento che, indipendentemente dalla correttezza/appropriatezza delle operazioni contabili di imputazione, questi esprimono una potenziale alterazione del risultato d'esercizio (Sloan, 1996). Quando, invece, l'ammontare degli *accrual* viene ritenuto "normale", i riflessi sul mercato e sulla quotazione del titolo sono positivi (Sloan, 1996). Infatti è stato dimostrato che gli *abnormal accrual* sono fortemente correlati agli incentivi di earnings management (Xie, 1998).

La tipologia di approccio alla valutazione della qualità degli earnings adottata dai *market participant* si riflette nella teoria del "*Cash Flow Statement Approach*" di Hribar e Collins (2002). La *ratio* alla base dell'interpretazione dei due studiosi presuppone che più è elevata l'incidenza degli *accrual* sul risultato economico dell'esercizio più è bassa la *earnings quality*. Dal momento che lo scopo del management spesso consiste nel mostrare agli azionisti e al mercato performance d'esercizio relativamente omogenee tra loro, senza improvvisi sbalzi che lascino presagire un'instabile capacità reddituale, i manager possono compiere una deliberata e artificiosa normalizzazione dei livelli di reddito di esercizi amministrativi adiacenti attraverso gli *accrual*, decomprimendo l'utile quando troppo elevato ed inflazionandolo quando troppo basso (Beidleman, 1973)¹⁵, allo scopo di incrementare i ritorni azionari (Michelson *et al.*, 2000). Dechow e Skinner affermarono che "*managers have become increasingly sensitive to the level of their firms' stock prices and their relation to key accounting numbers such as earnings. Consequently, their incentives to manager earnings to maintain and improve those valuations have also increased, which arguably explains why earnings management has received so much recent attention*" (2000, p.237). Perciò, nonostante gli *accrual* siano un componente rilevante del bilancio per garantirne trasparenza ed affidabilità della *disclosure* di bilancio, la loro facile manipolabilità rispetto ai flussi di cassa ha influenzato negativamente le valutazioni degli investitori.

¹⁴ Per completezza si riporta tra le politiche di earnings management che comportano un intervento sulle voci di ricavo anche il riconoscimento, anticipato o differito, dei proventi derivanti da attività finanziarie e da transazioni con parti correlate, dei proventi emersi dalla stima della percentuale di completamento dei lavori in occasione delle valutazioni di commesse pluriennali e, infine, dei proventi sottoposti ad un mutato criterio di valutazione per effetto dell'aggiornamento dei principi contabili (Nelson *et al.*, 2003).

¹⁵ "*Smoothing of reported earnings may be defined as the intentional dampening of fluctuations about some level of earnings that is currently considered to be normal for a firm. In this sense smoothing represents an attempt on the part of the firm's management to reduce abnormal variations in earnings to the extent allowed under sound accounting and management principles. [...] To the extent that the observed variability about a trend of reported earnings influences investors' subjective expectations for possible outcomes of future earnings and dividends, management might be able favorably to influence the value of the firm's shares by smoothing earnings*" (Beidleman, 1973, p.653-654).

La problematica della correttezza del *timing* e dell'ammontare degli *accrual* per scongiurare pratiche di earnings management suscita ancora grande interesse negli studi di Accounting.

La dottrina internazionale ha affrontato in numerosi scritti la tematica dell'esistenza di una misura di ampiezza ottimale delle valutazioni soggettive nelle stime e congetture in sede di redazione del bilancio d'esercizio, dal momento che questa libertà può essere sfruttata per scopi opportunistici (Healy & Wahlen, 1998). L'evidenza empirica ha mostrato che l'unico modo per controllare se ci sia effettivamente una manipolazione di bilancio attraverso la leva della discrezionalità è quello di monitorare nel tempo l'ampiezza e la ricorrenza di specifici *discretionary accrual*, verificandone la coerenza rispetto alle pratiche aziendali, alle caratteristiche di business e al contesto economico. La valutazione di coerenza deve essere effettuata sulla base delle caratteristiche del settore a cui appartiene l'impresa in esame, della tipologia dell'attività operativa aziendale, del funzionamento del mercato, delle pratiche commerciali quotidiane, dei risultati economici registrati in passato e delle caratteristiche particolari del contesto macroeconomico di riferimento. Coloro che analizzano il contenuto di bilancio non potranno mai avere una certezza assoluta della corretta e necessaria imputazione nell'esercizio di specifici *accrual*, a meno che non ottengano dal manager informazioni puntuali sul processo di elaborazione delle stime e delle valutazioni (Bava, 2019). Ad oggi, però, non esiste ancora un metro di valutazione assoluto e universalmente condiviso della normalità/anormalità degli *accrual* riconosciuti nell'esercizio.

1.5. L' Earnings Management

Il termine earnings management da diversi anni è ampiamente diffuso all'interno della letteratura accademica internazionale e numerose sono le indagini empiriche condotte a riguardo. Da diversi decenni sono stati condotti studi sulle caratteristiche intrinseche del fenomeno, sulle potenziali cause e sulle conseguenze. In alcuni casi i risultati portano a univoche conclusioni, in altri, invece, quando contrastanti, spingono a riflessioni nuove e pionieristiche. Ciononostante, l'evidenza empirica dimostra che esiste ancora un ampio spazio di ricerca sull'argomento e i risultati finora ottenuti sono lontani dall'essere esaustivi. Benché molti studiosi si siano espressi sulla questione dell'earnings management, attualmente non esiste ancora un'unica definizione universalmente riconosciuta e condivisa per descrivere tale fenomeno. Secondo Davidson, Stickney e Weil (1987), e secondo Schipper (1989), l'earnings management è "*the process of taking deliberate steps within the constraints of generally accepted accounting principles to bring about a desired level of reported earnings*" (Schipper, 1989, p. 92). Schipper, inoltre, aggiunge che l'operazione di manipolazione degli earnings consiste in un "*purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain (as opposed to say, merely facilitating the neutral operation of the process)*". Un anno dopo anche Healy e Wahlen (1999) si esprimono in merito all'inquadramento delle pratiche di earnings management, sostenendo che

“earnings management occurs when managers use judgement in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers” (Healy & Wahlen, 1999, p.368).

La letteratura di Accounting ha offerto un ampio ventaglio di *nuance* interpretative del fenomeno dell'earnings management, eppure quelle sopra riportate sono state riconosciute come tra le più concise e puntuali per descrivere la natura e le finalità di tali operazioni. Sia all'interno delle definizioni sopraindicate sia all'interno dell'approccio *mainstream* relativo all'interpretazione dell'earnings management un ruolo decisivo viene attribuito al soggetto decisore delle strategie contabili e delle operazioni amministrative d'impresa. Inoltre la possibilità di compiere operazioni di earnings management risiede sia nell'ambito delle scelte libere e discrezionali di Accounting, non sottoposte a rigida regolamentazione dai GAAP nazionali, sia nell'ambito delle scelte strategiche di business (*i.e., real earnings management*). L'oggetto delle manipolazioni è sempre la *disclosure* di bilancio e, più precisamente, la *bottom line* (*e.g., earnings*). L'adozione di pratiche di earnings management da parte delle società quotate produce conseguenze dirette sulle scelte di investimento dei *market participant* e sulla quotazione delle azioni sul mercato, mentre gli effetti indiretti sono legati al miglioramento dell'immagine societaria, al rafforzamento della reputazione manageriale e ad eventuali benefici di ordine economico-finanziario per l'impresa e/o il gruppo dirigenziale, coerentemente con la *opportunistic perspective*.

In ogni caso il fine ultimo delle manipolazioni non è modellato in base ai valori dell'etica e della morale, anzi si sposa ideologicamente con la logica dell'illecito e della frode. L'evidenza empirica supporta l'idea secondo cui l'earnings management consiste in una molteplicità eterogenea di scelte strategiche di business e/o contabili, finalizzate a manipolare l'utile dell'esercizio per perseguire obiettivi opportunistici aziendali e/o personali (generalmente manageriali). In effetti i manager godono di una notevole discrezionalità in sede di redazione del bilancio d'esercizio, garantita da una serie di spazi lasciati “vuoti” dai legislatori nazionali, internazionali e standard setter. La finalità della discrezionalità loro concessa consiste nell'assicurare a coloro che possiedono una quantità di informazioni maggiore di quella effettivamente condensata all'interno delle voci contabili la possibilità di rappresentare le performance aziendali in modo preciso e fedele.

Il carattere essenziale della discrezionalità all'interno della *disclosure* di bilancio è stato più volte sostenuto e strenuamente difeso dalla dottrina economico-aziendale italiana, secondo cui la soggettività nelle valutazioni, concessa all'*accountant* attraverso il ricorso a stime e congetture, è giudicata funzionale alla corretta e puntuale informativa di bilancio (*e.g.,* Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979; Pini, 1991). È d'uopo ribadire che le operazioni di earnings management sono condotte da persone che rivestono all'interno dell'impresa un ruolo generalmente rilevante, vale a dire il gruppo dirigenziale aziendale, ma è possibile che anche altri soggetti ne siano coinvolti.

Una ristrettissima parte degli studi, che arricchisce ulteriormente il già eterogeneo panorama, sostiene con specifiche argomentazioni e con non poche incertezze che, talvolta,

le operazioni di earnings management sono in grado di migliorare la quantità e la qualità delle informazioni contenute all'interno del bilancio, fornendo addirittura dei dati più coerenti e vicini alla realtà di quanto una pratica di *bookkeeping* senza earnings management sia in grado di fare. Ciò dipende dal fatto che il manager può trasferire al mercato informazioni personali sulle attese di utili future dell'impresa, coerentemente con l'*information perspective* (Holthausen & Leftwich, 1983)¹⁶. Ma, ad oggi, come precedentemente ribadito, l'approccio *mainstream* è unanimemente concorde nel ritenere che le operazioni di earnings management siano inversamente proporzionali alla qualità degli earnings, condannando l'impiego della suddetta discrezionalità che troppo spesso si presta al perseguimento di fini opportunistici capaci di minacciare la qualità degli earnings, l'affidabilità dei *financial statements* e l'equilibrio di mercato.

1.6. L' Earnings Management “within GAAP” e “against GAAP”

La letteratura di Accounting ha compiuto notevoli sforzi per cercare di definire univocamente le operazioni di earnings management. Si è giunti infine alla conclusione che, data l'ampiezza e l'eterogeneità delle scelte strategiche contabili e di business che potrebbero essere adottate per compiere earnings management e la presenza di limiti alle pratiche contabili individuali imposti dai GAAP nazionali, non è possibile catalogare le manipolazioni di bilancio in contenitori rigidi, bensì riconoscere alcune caratteristiche generiche universalmente valide. Innanzitutto, una classificazione delle operazioni di earnings management proposta molto frequentemente prevede la loro suddivisione in earnings management “within GAAP” ed “against GAAP” (Dechow & Skinner, 2000; Ronen & Yaari, 2007).

Nel primo caso la manipolazione degli utili avviene sfruttando lo spazio discrezionale presente all'interno degli *accounting standard* dei GAAP nazionali. Le scelte strategiche di natura contabile, pur orientate al perseguimento di specifici scopi di *disclosure*, rientrano nell'area di operazioni lecite. Quando si perseguono politiche di earnings management “within GAAP”, generalmente, in sede di definizione di stime e congetture, si interviene sul valore da attribuire agli stock patrimoniali attivi e passivi all'interno dell'intervallo dei valori ragionevoli (e prudenti)¹⁷. Le operazioni strategiche contabili di earnings management sono state sottoposte ad una categorizzazione sulla base di uno specifico comportamento di Accounting, discriminabile attraverso il *driver* dello scopo manageriale: *Conservative*

¹⁶ “Accounting standards can provide corporate managers with a relatively low-cost and credible means of conveying private information on their firms’ performance to external capital providers and other stakeholders” (Healy & Wahlen, 1998, p.1). “Managers can also use accounting judgement to make financial reports more informative for users. This can arise if, for example, certain accounting choices or estimates are perceived to be costly and therefore credible signals of a firm’s financial performance. [...] In addition, managers may use reporting judgement to make financial reports more informative by overcoming limitations to current accounting standards” (Healy & Wahlen, 1998, p.10).

¹⁷ Ad esempio, un accantonamento a fondi rischi e fondi spese, un accantonamento a fondo svalutazione crediti.

Accounting, *Neutral Accounting* e *Aggressive Accounting* (Dechow & Skinner, 2000; Dechow & Schrand, 2004).

La peculiarità delle pratiche contabili *Conservative* consiste nel loro particolare orientamento volto ad un'eccessiva prudenza, come mostrano l'extra riconoscimento di accantonamenti e riserve, la sopravvalutazione degli oneri di ristrutturazione e l'eccessiva patrimonializzazione degli oneri pluriennali (ad esempio, i costi di sviluppo). Le politiche di Accounting di tipo *Conservative* hanno come effetto una tendenza a sgonfiare il livello di reddito, caricando sull'esercizio amministrativo costi maggiori di quelli che sarebbero stati effettivamente imputati senza politiche discrezionali.

Le pratiche contabili *Neutral*, invece, non sono caratterizzate da particolari orientamenti strategici e sono il risultato del rispetto imparziale delle norme e dei principi contabili.

Le pratiche contabili *Aggressive*, infine, sono caratterizzate da una sottostima del valore degli stock patrimoniali passivi, come ad esempio gli accantonamenti per perdite su crediti e da una manipolazione aggressiva delle riserve. L'effetto delle operazioni di *Aggressive Accounting* consiste in una tendenza a manipolare al rialzo il livello complessivo degli utili dell'esercizio (Dechow & Skinner, 2000; Dechow & Schrand, 2004).

Similmente, è stata proposta una catalogazione delle pratiche di earnings management in base agli effetti che tali procedure generano sulla qualità e sull'affidabilità informativa degli earnings: *beneficial*, *neutral* e *pernicious* earnings management (Beneish, 2001).

Secondo la prospettiva *beneficial*, il ricorso alle scelte di earnings management determina un sostanziale miglioramento dell'informativa contenuta nel risultato economico dell'esercizio, in quanto l'utile che ne deriva risulta essere maggiormente coerente con la reale capacità reddituale attuale e prospettica dell'impresa.

Secondo la prospettiva *neutral*, invece, le operazioni di earnings management non sono interpretabili né in chiave negativa né in chiave positiva, in quanto il vantaggio o il danno per la capacità informativa degli earnings e la loro affidabilità dipendono dall'intento con cui il management ne fa uso (Fields, *et al.*, 2001; Ronen & Yaari, 2007).

Secondo la prospettiva *pernicious*, che incarna l'orientamento interpretativo *mainstream* della comunità accademica in ambito di Accounting, le operazioni di earnings management sono assimilabili a frodi contabili e, pertanto, non solo costituiscono un illecito perseguibile, ma un fattore che danneggia l'affidabilità degli earnings e dell'intera informativa di bilancio (Miller & Bahnson, 2002; Ronen & Yaari, 2007).

Se all'interno della macro categoria delle operazioni di earnings management "*within GAAP*" esiste un più ampio ventaglio di possibilità interpretative circa la liceità di tali pratiche, nelle operazioni di earnings management "*against GAAP*" la prospettiva interpretativa è unica. La manipolazione degli utili avviene attraverso scelte contabili che esulano l'area della soggettività, sconfinano nell'illecito e contravvengono alle norme contabili (oltre che morali). Le conseguenze comportano inevitabilmente il deterioramento della qualità degli earnings e della *disclosure* di bilancio.

Infatti, come avevano già argomentato Dechow e Skinner all'alba del XXI secolo, la forma più estrema di earnings management trova coincidenza nelle "*financial fraud*", intese come

“the intentional, deliberate, misstatement or omission of material facts, or accounting data, which is misleading and, when considered with all the information made available, would cause the reader to change or alter his or her judgement or decision” (National Association of Certified Fraud Examiners, 1993, p.12). La caratteristica distintiva delle *financial fraud* è il *dolo*, ovvero l’inganno intenzionale degli *shareholder* e, più ampiamente, di tutte le categorie di *stakeholder* attraverso la presentazione di una *disclosure* di bilancio non affidabile, né veritiera.

Siccome le operazioni di earnings management che sconfinano nelle *financial fraud* (i.e., *Fraudulent Accounting*) rappresentano degli illeciti, chi le compie si espone a sanzioni pecuniarie e di natura penale (qualora la giurisdizione fosse quella di un paese di *Civil Law*). Le *financial fraud* consistono in manipolazioni delle date delle fatture emesse, omissioni di proventi e oneri dell’esercizio, contabilizzazioni fittizie di proventi e oneri d’esercizio, occultamenti di contratti e/o di clausole contrattuali, valutazioni non ragionevoli (né tantomeno prudenti) delle voci che compongono gli stock patrimoniali attivi e passivi, elusione dalla capitalizzazione degli oneri pluriennali, evasione fiscale. Le categorizzazioni delle operazioni di earnings management sopraindicate non esauriscono tutte le analisi discriminanti compiute finora.

Se si amplia maggiormente il campo di osservazione delle operazioni di earnings management, esulando la prospettiva unicamente contabile, è possibile compiere un’ulteriore classificazione delle politiche di earnings management in *accounting earnings management* e *real earnings management* (Dechow & Skinner, 2000). Le evidenze empiriche raccolte nel tempo hanno dimostrato che le operazioni di earnings management vengono compiute non solo attraverso specifiche politiche di *accounting*, sfruttando lo spazio discrezionale presente nei GAAP, ma anche attraverso le operazioni reali (Fudenberg & Tirole, 1995)¹⁸.

Le *accounting earnings management* sono politiche di manipolazione di utili compiute attraverso le falle del sistema di regolamentazione contabile e la sapiente manipolazione di alcuni *item* di bilancio, ovvero gli *accrual* (i.e., *accrual-based earnings management*). Tutte le tipologie di manipolazioni di earnings che sono state trattate finora rientrano all’interno di questa specifica macro-categoria. Esiste, però, anche un’altra tipologia di operazioni di earnings management che non verte principalmente su manipolazioni contabili, ma su vere e proprie politiche di business, come ad esempio l’anticipazione o la posticipazione delle vendite o la scelta di compiere delle operazioni con parti correlate solo per specifici scopi di contabilizzazione. In questi casi, lo scopo rimane sempre quello di presentare in bilancio il livello di earnings desiderato, ma lo strumento non è la manipolazione delle scritture contabili relative ad un evento realmente accaduto, bensì la manipolazione delle operazioni reali. Scegliendo di anticipare o posticipare la stipulazione di un contratto di compravendita, di fitto o di leasing si manipolano dei fatti di gestione la cui registrazione contabile comporta effetti

¹⁸ “Two methods can be used to smooth earnings reports. The first is the use of the flexibility allowed in the generally accepted accounting procedures to change reported earnings without changing the underlying cash flows. [...] The second method with which managers can smooth reported earnings is to change operations to smooth the underlying cash flows themselves” (Fudenberg & Tirole, 1996, p.76).

diretti in termini di earnings. Pertanto, registrazioni contabilmente corrette (e quindi lecite), derivanti da operazioni reali manipolate, faranno aumentare o diminuire gli earnings, coerentemente con gli intenti manageriali.

In altre parole, lo scopo di chi compie *real earnings management* consiste nel presentare in bilancio un livello di *income* desiderato, ma il perseguimento di tale obiettivo non avviene con la manipolazione dei processi di contabilizzazione delle poste del bilancio, bensì a monte, con la manipolazione dei fatti di gestione, come, ad esempio, con le politiche commerciali. In questi casi le operazioni contabili sono corrette, ma ciò che è distorto è il fatto.

Anche in questo caso le *real earnings management* vengono suddivise in sotto-categorie, *i.e.*, *Conservative* e *Aggressive*. Le pratiche *Conservative* di *real earnings management* consistono nel posporre le vendite e anticipare gli investimenti nell'ambito R&D e nelle campagne pubblicitarie. Le pratiche *Aggressive* di *real earnings management* consistono, invece, nell'accelerazione delle vendite (per anticipare così l'imputazione dei ricavi) e nel rinviare al futuro gli investimenti in ricerca e sviluppo (Dechow & Skinner, 2000; Dechow & Schrand, 2004). Le politiche di *real earnings management* non sconfino nelle frodi finanziarie, naturalmente.

1.7. Una particolare tipologia di Earnings Management: l'Income Smoothing

Talvolta le operazioni di earnings management, sia che si basino su scelte strategiche di business sia che consistano in manovre intrinsecamente contabili, non sono riconducibili ad una politica di breve respiro o ad un'attività "*one-shot*", piuttosto sono riconducibili a politiche sviluppate su un lungo periodo, durante il quale l'impresa intende presentare un livello di utile omogeneo nel tempo. In tali casi lo scopo della manipolazione degli earnings non consiste nel mostrare in un solo esercizio amministrativo il risultato economico atteso/desiderato, bensì nel presentare una omogeneità di risultati economici nel tempo in grado di consolidare la percezione di una buona capacità reddituale attuale e prospettica dell'impresa agli occhi degli stakeholder. Le operazioni di earnings management compiute per presentare earnings omogenei al mercato in più esercizi amministrativi adiacenti sono chiamate *income smoothing*, pratica ampiamente documentata nella letteratura di Accounting (Copeland & Licastro, 1968; Ronen & Sadan, 1981; Trueman & Titman, 1988; Hand, 1989; Buckmaster, 2001).

Sebbene non sia straordinariamente agevole intercettare dal punto di vista contabile il ricorso alle politiche di *income smoothing*, dal momento che "*certain forms of earnings management (such as 'income smoothing') are hard to distinguish from appropriate accrual accounting choices*" (Dechow & Skinner, 2000, p. 237), è comunque possibile rinvenire alcune attività che le caratterizzano.

L'*income smoothing* consiste effettivamente in un processo contabile di livellamento del reddito tra esercizi amministrativi contigui allo scopo di mostrare al mercato, agli shareholder e ai market *participant* che l'impresa è dotata di una capacità reddituale costante o, se gli

earnings sono presentati in aumento, in crescita. Secondo la politica di *income smoothing*, quando il livello dell'utile dell'esercizio "reale/effettivo" sarebbe più basso di quello "atteso" dal mercato, allora i manager compiono delle operazioni di manipolazione in modo tale da incrementarlo fino al livello desiderato. Al contrario, quando il livello effettivo dell'utile "reale/effettivo" risulta essere più alto di quello atteso dal mercato o quando sarebbe meglio che si sgonfiasse per motivi di "ribilanciamento" (di cui si parlerà in seguito), allora i manager possono compiere delle operazioni di manipolazione per sgonfiarlo (Beidleman, 1973). Secondo Fudenberg e Tirole (1995), "*Income smoothing is the process of manipulating the time profile of earnings reports to make the reported income stream less variable*" (p. 75), parimenti a giudizio di Myers e Skinner (1999) attraverso l'*income smoothing* "*managers take actions to reduce earnings in periods when earnings would otherwise be unusually high and increase earnings in periods when earnings would otherwise be unusually low*" (p. 21).

Al di là della complessa definizione della problematica dell'earnings management declinata nell'accezione di *income smoothing*, è d'uopo ripercorrere a ritroso il processo di sviluppo e di diffusione di tali pratiche, risalendo così ad uno dei primi casi empiricamente riconosciuti e discussi. I primi studi che hanno investigato le caratteristiche delle pratiche di *income smoothing* risalgono alla metà del XX secolo.

Negli Stati Uniti d'America, verso la metà del XX secolo, le società professionali e le entità di regolamentazione percepirono la necessità di tenere sotto controllo la discrezionalità in ambito contabile, troppo spesso sfruttata per manipolare il *net income* per scopi opportunistici manageriali (Hepworth, 1953). Pertanto, nuove regole e principi furono introdotti per rendere il processo di determinazione del reddito d'esercizio il meno soggettivo possibile (Hepworth, 1953).

Hepworth (1953) fu uno dei primi che intercettò l'esistenza di pratiche contabili di gestione degli utili finalizzate alla presentazione di risultati economici omogenei nel tempo e di un trend artefatto di profittabilità aziendale in crescita¹⁹. Infatti, egli parlava di *accounting practices* "*for smoothing or leveling the amplitude of periodic net income fluctuations*" (1953, p.32), laddove il termine "*income*" esprimeva il "*normal earning power*" di un'impresa (Hepworth, 1953).

Nel tentativo di risalire ai fenomeni che avessero potuto esercitare una pressione nel ricorso alle suddette manipolazioni di earnings, si teorizzò che proprio l'interesse dell'azienda di ridurre l'ammontare di imposte da versare all'erario (*i.e.*, *tax advantages*) e l'interesse del manager di stabilire delle relazioni vantaggiose con investitori e lavoratori fossero i fattori incentivanti per le pratiche di *income smoothing*. In effetti, attraverso un livellamento degli earnings l'impresa avrebbe potuto non solo beneficiare di una più clemente imposizione fiscale, ma anche di condizioni contrattuali più vantaggiose, nel caso in cui avesse preso del denaro a prestito dagli istituti di credito, assicurandosi così un più basso costo del capitale. Gli istituti di credito, infatti, sono disposti a concedere denaro in prestito ad un buon tasso

¹⁹ " ...more of the accounting techniques which may be applied to affect the assignment of the net income successive accounting periods...for smoothing or leveling the amplitude of periodic net income fluctuations" (Hepworth, 1953, p.32).

solo laddove ci sia una (quasi) certezza di un rimborso e di una remunerazione, garantita (in parte) da una redditività positiva e/o in crescita (Beidleman, 1973; Trueman & Titman, 1988). In aggiunta, i vantaggi derivanti da una quotazione favorevole delle azioni sul mercato rientrano tra le variabili in grado di esercitare un'influenza diretta sulle scelte strategiche di manipolazione contabile dei manager (Ronen & Sadan, 1981).

La pressione degli shareholder ad avere dividendi sempre costanti nel tempo, secondo Hepworth (1953), ha incoraggiato implicitamente i manager ad evitare andamenti oscillatori di earnings e di dividendi, favorendo così il ricorso all'*income smoothing*, coerentemente con la *ratio* teorica che sottende alle teorie "*stakeholder use of information-processing heuristic*" e "*prospect theory*"²⁰. Come Hepworth (1953), anche Gordon (1964) e Monsen e Downs (1965) dichiarano che le operazioni di *income smoothing* sono principalmente promosse dall'interesse dei manager di soddisfare le aspettative di earnings non fluttuanti degli shareholder e di assicurare loro un buon rendimento azionario²¹. Le operazioni di *income smoothing* avrebbero permesso all'impresa di evitare di presentare in bilancio risultati economici negativi e mostrare risultati coerenti con quelli dell'esercizio precedente oppure in crescita. Il frequente e diffuso ricorso alle pratiche di *income smoothing* venne frequentemente documentato dal raro susseguirsi di piccole perdite d'esercizio e dalla maggiore (inusuale) presenza di risultati economici positivi e di poco maggiori di quelli precedenti (Burgstahler & Dichev, 1997; Burgstahler, 1997; Degeorge, Patel & Zeckhauser, 1999).

Coerentemente agli studi suindicati, che hanno dimostrato la presenza di "salti di discontinuità", frutto di manipolazioni contabili (Carslaw, 1988; Bernard & Thomas, 1989; Hayn, 1995) strumentali al raggiungimento di "numeri di riferimento cognitivo" o "numeri chiave" (Gabor & Granger, 1966; Rosch, 1975), le operazioni di *income smoothing* mostrano la loro utilità per presentare al mercato risultati maggiori di zero (ritenuto la soglia critica), incontrando le attese degli stakeholder sul livello effettivo di earnings (Gabor & Granger, 1966; Rosch, 1975; Carslaw, 1988; Bernard & Thomas, 1989; Hayn, 1995; Bricker *et al.*, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997). Inoltre, presentare agli shareholder e a tutte le altre categorie di stakeholder interessate una capacità reddituale attuale e prospettica (fittiziamente) costante o in crescita nel tempo, attraverso il ricorso alle politiche di *income smoothing*, assicurava all'impresa anche un altro importante vantaggio: ridurre l'esposizione al rischio di *default* e i costi attesi di rinegoziazione del prestito (Beattie *et al.*, 1994, p.796).

Al contempo, è stato rilevato dalla letteratura di Accounting che i manager non solo evitano di presentare risultati economicamente peggiori rispetto a quelli dell'esercizio

²⁰ "We find that firms with long strings of consecutive increases in reported EPS enjoy unusually strong stock performance (cumulative buy-hold market-adjusted returns of 300% over four years) and that they suffer large stock price declines around the time earnings strings end (of around 27%)" (Myers & Skinner, 1999, p.4).

²¹ "The purpose of financial statements ... is the maximization of wealth and not the measurement of wealth. The former implies the latter only if it can be shown that asking the accountant to present a balance sheet which reports his estimate of the present value of the firm's future receipts and asking him to present an income statement which reports the change in his estimate since his last estimate, will make the firm's actual future receipts larger than they would be under alternative possible bases of valuation" (Gordon, 1964, p.256).

amministrativo precedente, ma che preferiscono mostrare trend di earnings positivi e in crescita (DeAngelo *et al.*, 1996; Burgstahler & Dichev, 1997; Myers & Skinner, 1999). Specificamente, analisi empiriche hanno dimostrato che le imprese, per mostrare utili in aumento e godere dei benefici provenienti da un mercato soddisfatto (Lang & Lundholm, 1996), hanno impiegato politiche strategiche di variazione del capitale circolante (Burgstahler & Dichev, 1997), riducendo così considerevolmente le “*earnings surprises*” (Myers & Skinner, 1999).

Nonostante esistano molteplici interessi aziendali per ricorrere alle politiche di *income smoothing*, la pressione al perseguimento degli obiettivi opportunistici manageriali costituisce un fattore incentivante, non trascurabile, per le manipolazioni contabili. Infatti, secondo degli studi autorevoli nel panorama della letteratura di Accounting, la presenza di benefici privati per i manager, ottenibili attraverso il raggiungimento di performance costantemente positive e/o in crescita, ha rappresentato un ragguardevole stimolo per le operazioni di *income smoothing* (Fudenberg & Tirole, 1995). Basti pensare, ad esempio, alla pressione esercitata dai piani di *stock option compensation*, che assicurano allettanti vantaggi al raggiungimento di specifici livelli di earnings (Dechow & Schrand, 2004).

1.8. Le tecniche di Income Smoothing, Ribilanciamento e Big Bath

Finora la letteratura di Accounting ha indagato ampiamente strumenti e metodologie che potessero essere impiegati per compiere operazioni di earnings management e, nello specifico, di *income smoothing*. Ad oggi se ne riscontra una rilevante vastità ed eterogeneità. In principio, verso la metà del XX secolo, a causa della novità del fenomeno osservato e della scarsità di studi specifici, le tecniche contabili riconosciute come strumentali per compiere *income smoothing* erano notevolmente più esigue di quelle attuali. L’evidenza empirica degli ultimi anni ha mostrato che, a seconda delle caratteristiche intrinseche del framework contabile GAAP e delle peculiarità del business in cui operano le imprese, si possono intercettare specifiche tecniche di *income smoothing*. Quelle a cui si fa maggiormente ricorso, però, sono ancora quelle “tradizionali”.

Tra le tecniche di Accounting più impiegate per livellare il reddito di periodo si annovera la manipolazione dei ricavi lordi (Hepworth, 1953). Le modifiche del valore complessivo del *gross revenue*, mediante scelte di imputazione all’esercizio di alcuni ricavi e di rinvio al futuro di altri, producono un significativo impatto sulle performance economiche di periodo, agendo dal lato dei componenti positivi di reddito (*i.e.*, *shifting gross revenue*). In taluni casi, non molto frequenti, per compiere un’operazione di manipolazione del *gross income* si ridefiniscono le tempistiche dei processi produttivi interni, in altri, più frequenti, si manipola la contabilizzazione dei ricavi, indipendentemente dall’effettivo scambio di beni e/o prestazione dei servizi. Secondo una parte della letteratura di Accounting, la manipolazione dei *gross revenue* è più efficace di quella degli *accrual* per perseguire scopi di earnings

management, in quanto agire sull'ammontare dei componenti positivi di reddito risulta essere più "agevole" che intervenire sui componenti negativi (Hepworth, 1953).

Al contempo, però, il ricorso all'earnings management passa anche attraverso la leva degli oneri. Infatti, la discrezionalità nella scelta del *timing* e dell'ammontare di alcuni costi da imputare discrezionalmente all'esercizio amministrativo, quali accantonamenti a fondi rischi e svalutazioni di *intangible asset*, permette di gonfiare o sgonfiare i costi complessivi a seconda che si abbia esigenza di incrementare o ridurre gli earnings. Allo stesso modo, la scelta discrezionale relativa ai processi di ammortamento garantisce ai manager un margine di manovra importante per fare *income smoothing*.

Tra le principali modalità di manipolazione degli earnings si annovera anche la gestione strategica del magazzino (*inventory*). Il passaggio da un criterio di valutazione ad un altro (ad esempio LIFO, FIFO, e Costo Medio Ponderato), valutato a seconda della variabilità dei prezzi delle materie acquistate, fa registrare oneri in bilancio in linea con quelli ritenuti necessari per ottenere il livello desiderato di earnings. Si tratta di operazioni in cui una sovrastima (sottostima) di alcuni componenti economici permette di incrementare (decrementare) gli earnings dell'esercizio, neutralizzando così gli effetti negativi (positivi) di alcuni fattori esterni di mercato, come, ad esempio, una crisi economica o una fase recessiva e/o delle performance interne scarse (alte).

Alla luce delle argomentazioni suindicate, relativamente agli incentivi, alle caratteristiche e alle conseguenze delle operazioni di earnings management, esistono delle criticità particolari derivanti da tali manipolazioni. Siccome in corrispondenza di earnings management al rialzo i risultati economici presentati in bilancio sono maggiori di quelli effettivi, è pacifico che nell'esercizio amministrativo successivo, in normali condizioni macroeconomiche di mercato e di business, le aspettative dei *market participant* riguardo le performance economiche dell'impresa siano omogenee, se non addirittura superiori. Il mercato, credendo che l'impresa sia profittevole e che i rendimenti azionari saranno buoni, comincia a nutrire delle aspettative di earnings sempre più elevate. Se la difficoltà di esibire earnings corrispondenti alle aspettative del mercato si ripresentasse anche nell'esercizio amministrativo successivo, sarà inevitabile dover ricorrere alle manipolazioni di earnings per non disattendere le aspettative.

Così la manipolazione degli earnings in un esercizio induce silenziosamente ed inevitabilmente a manipolare gli earnings anche negli esercizi amministrativi successivi (Perols & Lougee, 2011), attivando un circolo vizioso di sgretolamento della *earnings quality* e dell'affidabilità dei *financial statements*. La consequenzialità e l'efficacia delle operazioni di earnings management in esercizi amministrativi adiacenti possono essere garantite solo se il processo di "ribilanciamento" delle scritture contabili avviene senza danneggiare le performance economiche attese dell'impresa e se le condizioni macroeconomiche di mercato lo consentono. Se l'impresa protraesse tali politiche aggressive nel tempo si esporrebbe sempre più al rischio di non poter più manipolare e tenere sotto controllo gli earnings, a causa del necessario "ribilanciamento" delle scritture contabili. Quando non sarà più possibile rimandare al futuro i costi di manutenzione o di ammortamenti/accantonamento, quando non

sarà più possibile anticipare i ricavi o vendere le azioni sul mercato per avere una fonte aggiuntiva di reddito, l'impresa sarà costretta a registrare contabilmente un crollo di performance improvviso (Healy & Wahlen, 1999). Tale crollo danneggerà irrimediabilmente la reputazione aziendale, destabilizzerà le aspettative e le previsioni degli azionisti e degli investitori e comporterà una perdita generale della fiducia, con un conseguente inevitabile cedimento del valore del titolo. Pertanto il ricorso alle pratiche di *income smoothing* permette all'impresa di godere nel breve periodo dei vantaggi derivanti da utili in linea con le aspettative di shareholder e investitori, ma nel lungo periodo la espone ad un rischio di un crollo improvviso delle performance capace di danneggiare la reputazione aziendale e comprometterne il *going concern*.

Talvolta, come l'evidenza empirica ha confermato, accade che, in corrispondenza di esercizi amministrativi già di per sé caratterizzati da una performance operativa lorda deludente, il management decida di rilevare strategicamente un ammontare di costi complessivi maggiori di quello di competenza, ricorrendo ad alcune politiche discrezionali, come ad esempio le *impairment loss* e le *discretionary provision*, sgonfiando oltre misura il reddito di periodo (Florio, 2012). In tal modo, negli esercizi amministrativi successivi, grazie al riconoscimento di minori oneri di quelli imputabili per competenza, si avrà l'opportunità di gonfiare più facilmente l'utile. Tali politiche di bilancio peggiorative del reddito sono riconosciute come *big bath earnings management* e la motivazione sottostante è da ricondurre alla volontà di creare per gli esercizi amministrativi successivi delle condizioni economiche più favorevoli per le performance, sebbene a discapito di quelle correnti (Strong & Meyer, 1987; Zucca & Campbell, 1992; Koren *et al.*, 2011; Florio, 2012)²². Infatti, conformemente con quanto già argomentato in precedenza da Jordan e Clark (2004), qualora un'impresa dovesse registrare in un esercizio delle performance al di sotto delle aspettative del mercato, il management potrebbe sfruttare l'occasione di aver già provocato malcontento tra i *market participant* per "ripulire il bilancio", creare delle riserve occulte (*i.e.*, *cookie jar accounting*) (Levitt, 1998) e assicurarsi strategicamente earnings futuri più capienti²³. L'interesse di "sfruttare" l'opportunità di earnings deludenti è insita nella consapevolezza che, se gli utili sono già bassi o negativi, una lieve variazione peggiorativa non determinerà un impatto ulteriormente deleterio sull'immagine dell'impresa o delle capacità management (Strong & Meyer, 1987; Mohanram, 2003; Koren *et al.*, 2011; Florio, 2012). Sebbene la *disclosure* di earnings molto al di sotto delle aspettative non sia mai di per sé una buona notizia per gli investitori, il management potrebbe sfruttare tale informazione per segnalare al mercato che

²² "With managerial incentives necessarily playing a major role in determining asset writedown policy, a number of analysts have argued that 'the bigger the bath, the better' – that by cleaning up the balance sheet and reducing equity, a company can boost future profits and increase per-share return" (Strong & Meyer, 1987, p.644).

²³ "The notion is that, when things are already bad (*i.e.*, depressed earnings), making them worse by clearing out the rubbish does little harm the company's or management's reputations. The market punishes a firm relatively the same whether it misses its earnings mark by a little or by a lot" (Jordan & Clark, 2004, p.64).

ormai i “*bad times*” sono alle spalle e che in futuro le performance non possono far altro che migliorare (Zucca & Campbell, 1992; Mohanram, 2003; Koren *et al.*, 2011).

L'intento di manipolare gli earnings correnti per creare delle aspettative incoraggianti di earnings futuri, pertanto, contribuisce a rinsaldare una tesi molto diffusa nel panorama degli studi di Accounting circa l'esistenza di un “*trade-off between the short-term need to ‘deliver earnings’ and the long-term objective of making value-maximizing investment decisions*” (Graham *et al.*, 2005, p.3). Infatti, è stato documentato che l'urgente necessità di presentare al mercato risultati economici in linea con le aspettative del mercato spinge i manager a compiere delle manipolazioni contabili e a sacrificare valore economico di lungo periodo (Graham *et al.*, 2005). Graham *et al.* denunciano una pratica sempre più frequente di deterioramento del valore economico prospettico di un'impresa a vantaggio di un risultato economico di breve periodo opportunisticamente conveniente: “*Most executives feel they are making an appropriate choice when sacrificing value to smooth earnings or to hit a target. [...] Therefore, many executives feel that they are choosing the lesser evil by sacrificing long-run value to avoid short-term turmoil (which can itself lead to value loss). In other words, is a decision made to sacrifice value, many executives feel that it is in some sense forced on them by the market's severe (over) reaction to earnings misses. Many argue that the system (that is, financial market pressures and overreactions) encourages decisions that at times sacrifice value to meet earnings target*” (2005, p.4).

Nonostante gli utili resi artificiosamente stabili supportino dividendi più alti di quanto non riescano a fare utili instabili e nonostante questi abbiano un effetto positivo sul valore delle azioni e sul livello di rischio complessivo assunto dall'impresa (Beidleman, 1973; Trueman & Titman, 1988), con il passar del tempo tali utili possono diventare “insostenibili”, esponendo l'impresa a rischi sempre maggiori.

L'eventualità che un'impresa si affidi a pratiche di earnings management è un rischio reale e quanto mai attuale. In contesti particolarmente competitivi, ciò risulta molto pericoloso, non solo perché deteriora la trasparenza e l'affidabilità della portata informativa del bilancio, ma anche perché minaccia il *going concern* e l'equilibrio economico del mercato.

1.9. L' Earnings management e l'esposizione al rischio d'impresa

Ad oggi risulta essere alquanto controversa e ancora poco indagata la connessione esistente tra il livello di rischio a cui è esposta un'impresa e il ricorso alle pratiche di earnings management in senso ampio.

Una parte della letteratura di Accounting sostiene che ricorrere alle operazioni di manipolazione di bilancio comporti una riduzione del rischio di un crollo del valore della capitalizzazione del mercato, almeno nel breve periodo, grazie alla spinta a mantenere il valore della quotazione azionaria in crescita o costante (e.g., Hepworth, 1953; Lev & Kunitzky, 1974; Moses, 1987). Tuttavia, la difficoltà di gestire nel tempo le operazioni di “ribilanciamento”, soprattutto in corrispondenza di tensioni nel mercato, potrebbe esporre

un'impresa nel lungo periodo ad un rischio di crollo del valore azionario improvviso e irreversibile, secondo le dinamiche di cui si è parlato in precedenza.

Le prime riflessioni compiute sull'*earnings management* hanno portato ad affermare che la manipolazione dell'utile comporta una riduzione del livello di rischio di mercato a cui è esposta un'impresa (Hepworth, 1953; Moses, 1987). Uno studio successivo condotto da Lev e Kunitzky (1974) ha approfondito tali problematiche, analizzando gli effetti delle operazioni di *input-output smoothing* sui livelli di rischio complessivo e di rischio sistematico connessi alla quotazione delle azioni sul mercato. I risultati hanno dimostrato che, quando i manager adottano dei processi decisionali strategici nella gestione dell'attività operativa e organizzativa aziendale per livellare gli input e gli output, vale a dire per normalizzare il livello di costi di produzione e di ricavi di vendita (ad esempio attraverso delle pianificazioni attente dei cicli di produzione e/o delle politiche di prezzo per influenzare i volumi di vendite), si registra una diminuzione del rischio complessivo e del rischio sistematico, insieme a migliori performance di quotazione del titolo (Lev & Kunitzky, 1974).

È d'uopo però ribadire che, mentre Lev e Kunitzky parlano di *input-output smoothing* e quindi di scelte strategiche di gestione operativa e organizzativa (i.e., *real earnings management*), Hepworth fa riferimento all'*income smoothing* (i.e., *accounting earnings management*). Nonostante la natura delle operazioni di *earnings management* sia differente, le conseguenze a cui giungono entrambi gli studi sono perfettamente allineate. Sia le pratiche di *income smoothing* che quelle di *input-output smoothing*, in quanto configurabili come *earnings management*, comportano una riduzione del livello di rischio specifico e sistematico di mercato e un miglioramento della quotazione del titolo, dal momento che "*market hates uncertainty*" e che "*smoother earnings are perceived as less risky by investors*" (Graham *et al.*, 2005, p.25-26).

La motivazione di una tale coincidenza di risultati è riconducibile al fatto che normalizzare input e output operativi comporta la normalizzazione di costi e ricavi di produzione, generando, di conseguenza, un livellamento degli earnings di periodo. Le politiche di *income smoothing* perseguite per eliminare le fluttuazioni di utili riducono la *market uncertainty*, ovvero l'incertezza che il mercato nutre circa l'effettiva capacità reddituale dell'impresa, riducono il rischio complessivo a cui sono esposte e favoriscono un miglioramento delle performance del titolo sul mercato. Lo studio condotto da Leventis *et al.* (2011) sul settore bancario australiano ha dimostrato che assicurare gli investitori sulle buone capacità reddituali dell'impresa favorisce la stabilità dei prezzi azionari. Prendendo in esame le dinamiche che caratterizzano le pratiche di *earnings management* nel contesto bancario, si rileva che se, da un lato, le operazioni di *provisioning* possono essere manipolate per compiere *earnings management*, dall'altro, sono uno strumento per segnalare al mercato le politiche di *risk management* adottate.

Dal momento che sono proprio le scelte strategiche rischiose ad aumentare la possibilità di incorrere in una pericolosa oscillazione del livello di utili complessivi, sconvolgendo così l'auspicato trend di crescita degli *earnings* e dello *stock value*, il processo decisionale

aziendale risente degli interessi manageriali di *disclosure* degli utili, delle aspettative del mercato e dell'efficienza del sistema di *risk management*.

Capitolo 2

Il perseguimento di scopi di Earnings Management in corrispondenza di Business Combination

2.1. *Le Business Combination e la discrezionalità nel loro trattamento contabile*

La *Business Combination* è una strategia di investimento di un'impresa molto delicata, frutto di valutazioni attente e scrupolose, non solo alla luce degli effetti economico-finanziari che si generano all'interno delle imprese coinvolte, ma anche per la complessità della sua gestione in termini strategici, organizzativi e di governance (Shalev, 2009). Secondo l'IFRS 3, una *Business Combination* è configurabile come una transazione o un altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di una o più aziende (o rami di aziende). In altre parole, la *Business Combination* consiste in un processo di acquisizione del controllo da parte di un soggetto economico (azienda/*acquirer*) verso un altro soggetto economico (azienda o ramo di azienda/*acquiree*), dove un peso particolarmente rilevante viene attribuito al passaggio del diritto di controllo tra due soggetti, entrambi indipendenti tra loro, prescindendo dalla forma giuridica con cui tale processo avviene (Potito, 2013)²⁴.

L'indagine sulle operazioni di *Business Combination* acquista rilevanza nell'ambito degli studi di Accounting dal momento che tali operazioni ridefiniscono gli assetti delle strutture proprietarie aziendali, provocano trasformazioni nei meccanismi di concorrenza internazionali, destabilizzano la quotazione dei titoli delle partecipanti alle *Merger & Acquisition* (M&A)²⁵ e comportano, in genere, rivoluzioni nei piani strategici per il futuro delle imprese coinvolte. Parimenti rilevanti sono gli effetti che tali strategie di business provocano sui risultati economici e sulle politiche contabili.

In occasione di una *Business Combination* non solo gli *shareholder* ma anche tutte le categorie di stakeholder interessate concentrano la loro attenzione sull'informativa di bilancio delle società coinvolte, poiché lo studio di tali documenti potrà agevolare la comprensione delle condizioni economiche in cui avvengono le operazioni di M&A e i possibili esiti in termini finanziari e patrimoniali. Infatti, "*The magnitude of business combinations makes disclosure on business combinations extremely important. Furthermore, the growing significance of intangible assets in the economy and as a portion of the asset acquired further increases the importance of disclosure for investors' evaluation of the effects of business combinations on acquirers*" (Shalev, 2009, p. 241). Dalla *disclosure* di bilancio è possibile ricavare le informazioni necessarie per prevedere la capacità reddituale prospettica dell'*acquirer* e i suoi flussi di cassa futuri (Shalev, 2009), ma non sempre tali *disclosure* risultano attendibili.

²⁴ "Per controllo va inteso essenzialmente il potere di governare le politiche finanziarie e operative dell'azienda, così da trarre i benefici economici dalla sua gestione" (Potito, 2013, p. 138).

²⁵ I termini *Business Combination* e *Merger & Acquisition* (M&A) verranno impiegati come sinonimi.

Infatti, coerentemente con la *ratio* che sottende la *Disclosure Theory* (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), i manager delle imprese coinvolte nelle operazioni strategiche di M&A possono essere maggiormente predisposti a pubblicare informazioni positive per la quotazione del titolo e la capitalizzazione di mercato, anche attraverso operazioni di earnings management, piuttosto che notizie potenzialmente dannose per la reputazione societaria, specialmente alla luce dell'interesse degli shareholder e degli investitori sugli esiti della *Business Combination*. La possibilità di ricorrere alle manipolazioni di earnings trova origine negli interessi opportunistici di manager e azionisti e terreno fertile nelle falle della normativa IAS/IFRS che regola il trattamento contabile delle *Business Combination*. La leva per compiere le manipolazioni è la discrezionalità nelle valutazioni.

Nonostante la finalità perseguita dai principi IAS/IFRS fosse quella di garantire un maggiore rigore nelle pratiche di *bookkeeping*, favorendone la trasparenza e l'affidabilità, la predisposizione di un ampio margine di discrezionalità nelle valutazioni di bilancio, strumentale per migliorare la *disclosure* di bilancio, si è trasformata in una minaccia per la stessa attendibilità dell'informativa contabile (Marchi & Potito, 2012; Detzen & Zulch, 2012)²⁶. Se il riconoscimento di un margine di soggettività nelle scelte di contabilizzazione ex IAS/IFRS rimane un dato di fatto indiscutibile, altrettanto indubbio è il rischio di un loro possibile impiego per finalità di *disclosure* opportunistiche e immorali.

Secondo la prospettiva interpretativa dell'*Accounting Choice*, la presenza di uno spazio discrezionale in sede di valutazione contabile, riscontrabile all'interno dei principi IAS/IFRS, consente al management di scegliere quella politica di bilancio più coerente con gli obiettivi di *disclosure* desiderati. Pertanto, l'opportunità di ricorrere alle politiche di manipolazione di bilancio per perseguire scopi opportunistici manageriali o corporate può influenzare le pratiche di contabilizzazione effettive e, di conseguenza, mettere a rischio l'attendibilità dell'intera *disclosure* (Marchi & Potito, 2012). L'evidenza empirica su questo punto ha dimostrato che le società avvezze a compiere pratiche di manipolazione di bilancio prima dell'introduzione dei principi IAS/IFRS hanno reiterato tale comportamento, sfruttando lo spazio discrezionale concesso dai nuovi principi contabili internazionali (Quagli, 2011).

La riflessione di Marchi e Potito ben sintetizza i dubbi che si stanno lentamente diffondendo, all'interno del mondo accademico, sulla reale minaccia rappresentata da un uso distorto della discrezionalità: *“L'ampiezza degli intervalli entro cui si collocano le variazioni relative degli elementi presi in esame difficilmente può non portare alla conclusione che la discrezionalità nel procedimento di valutazione sia molto, troppo elevata. Si limita questa discrezionalità alla fase della conversione dei valori tradizionali in valori IAS/IFRS o è insita nel DNA di questi ultimi? Ci troveremmo di fronte ad un effetto paradossale: proprio dal passaggio all'impostazione dei principi contabili internazionali potrebbe derivare un allargamento, anziché la pretesa restrizione, dello spazio concesso al redattore del bilancio*

²⁶ “Flexibility in accounting standards may hinder capital providers from truthfully evaluating managers' efforts. While it can be argued that managers use their discretion to choose the most beneficial reporting alternative and to communicate private information, there is also a downside to flexible accounting standards. By behaving opportunistically, managers can use the discretion given to them to enhance earnings figures, emphasize various line items or manipulate accounting numbers” (Detzen & Zulch, 2012, p.108).

nel suo operato di valutazione: professionale sì, ma con margini di manovra così dilatati da far impallidire, a nostro sommo giudizio, quella dottrina nazionale della sana politica di bilancio su cui sembrava essere sceso il giudizio di condanna, implacabile e definitivo, dei fondamentalisti della trasparenza” (Marchi & Potito, 2012, p.51). Le valutazioni al *fair value* degli stock patrimoniali attivi e passivi, frutto di stime e previsioni, sono, ad esempio, tra le operazioni che possono essere maggiormente influenzate dalle finalità di *disclosure* perseguite dai manager, anche in sede di *Business Combination*. Inoltre, tale metodologia valutativa conferisce agli *item* di bilancio un valore che risente non poco dell’andamento di mercato, scontando così un elevato grado di volatilità e una scarsa affidabilità in termini di accuratezza nel tempo (Marchi & Potito, 2012, p.19). In aggiunta, la possibilità di scelta per il manager tra l’adozione di un criterio di contabilizzazione piuttosto che un altro, assicurata dagli *standard setter*, come ad esempio la preferenza del costo storico in taluni casi e del *fair value* in altri, potrebbe comportare “alcuni problemi di coerenza logica nel sistema di valutazioni e una presumibile difficoltà di interpretazione del significato che le grandezze di sintesi vengono ad assumere” (Allegrini, 2003, pp.81-90). La stessa discrezionalità è riscontrabile, ad esempio, in corrispondenza del trattamento contabile delle operazioni di *Business Combination*, secondo quanto stabilito dall’IFRS 3. Il principio IFRS 3 nella sua versione odierna è il risultato di un processo di aggiornamento che ha comportato un cambiamento radicale della prassi contabile e ha configurato nuovi scenari per la ricerca in tema di manipolazioni di bilancio. Con le suddette modifiche si è registrato un cambiamento della *ratio* che sottende il trattamento contabile delle *Business Combination*, perché l’*acquisition method* ha preso il posto del *purchase method* (Potito, 2013). Prima dell’introduzione dell’IFRS 3 gli standard setter Europei garantivano ai manager la possibilità di scelta tra il *purchase method* e il *pooling method* (Van der Zanden & Nobes, 2002). Sebbene l’eliminazione della scelta tra i due metodi, da un lato, ha generato un minore margine di soggettività nella contabilizzazione delle *Business Combination*, dall’altro, “changes in the application of the purchase method may have actually increased overall discretion in goodwill accounting” (Hamberg & Beisland, 2014, p. 60).

Il principio che regola il trattamento contabile delle operazioni di *Business Combination* stabilisce che la società *acquirer* deve compiere una valutazione al *fair value* di tutti gli elementi che compongono gli stock patrimoniali attivi e passivi della società *acquiree*, con alcune rilevanti eccezioni, includendo, naturalmente, le *contingent liabilities*²⁷. Qualora il prezzo pagato per acquisire il controllo dell’azienda o del ramo d’azienda risulti complessivamente superiore al *fair value* dei componenti patrimoniali (tangibili e intangibili), allora si configurerà per differenza il *goodwill*²⁸, ovvero l’avviamento, il quale verrà iscritto

²⁷ Sono esclusi dalla valutazione al *fair value* i seguenti elementi: *stock option plan*, le imposte differite e *bonus* ai lavoratori dipendenti.

²⁸ Il *goodwill* corrisponde alla differenza tra un valore *a*, pari alla somma del corrispettivo riconosciuto al cedente, il valore delle interessenze di minoranza e il *fair value* rideterminato di quote non di controllo dell’acquisto già in possesso dell’acquirente e un valore *b*, pari al valore dell’attivo netto acquisito, rilevato e valutato al *fair value* (Potito, 2013).

in bilancio nella sezione dell'attivo dello stato patrimoniale, come un'immobilizzazione immateriale.

In tal sede sembrerebbe d'uopo riproporre alcuni interessanti approcci interpretativi che la dottrina economico-aziendale italiana ha adottato in sede di attribuzione di un significato economico alla voce del *goodwill* presente in bilancio. Secondo una prima accezione, il *goodwill* è configurabile come la differenza tra il capitale economico di un'azienda (o di un ramo d'azienda) in funzionamento e il suo capitale netto di bilancio, calcolato ai fini della determinazione del reddito. Sotto tale prospettiva interpretativa il *goodwill* avrebbe delle caratteristiche del tutto simili a quelle di una riserva potenziale, ovvero di una riserva che condensa le potenzialità aziendali inesprese dai valori di bilancio, se il capitale netto di bilancio dell'*acquiree* venisse calcolato rispettando il principio di ragionevolezza ma non quello di prudenza. Invece, il *goodwill* si sostanzierebbe in una riserva potenziale e in una riserva occulta, se il capitale netto di bilancio dell'*acquiree* venisse calcolato sottostimando le attività e/o sovrastimando le passività. In base all'approccio interpretativo adottato da Besta (1922) e Amodeo (2002), bisogna ritenere il *goodwill* come il valore economico attribuibile all'effetto sistema che lega tutti i componenti di un complesso economico aziendale (o ramo d'azienda). In altre parole il *goodwill* indica la differenza riscontrabile tra la somma dei valori dei singoli componenti di un complesso economico azienda (o ramo d'azienda) rispetto all'interrelazione di questi ultimi (*i.e.*, capitale economico o valore economico del capitale). Citando Besta, il *goodwill* è "il valore cui l'impresa prospera ha per se stessa indipendentemente dai beni suoi, o se vuolsi il maggior valore che acquistino questi beni in quanto trovansi congiunti insieme e impiegati in modo proficuo oltre la misura normale" (1922, p.85). Sebbene Amodeo riconosca che il *goodwill* sia un "valore differenziale, cioè come il maggior valore che acquistano i beni dell'impresa a cagione del loro impiego congiunto e produttivo di un utile soprannormale" (2002, p.712), egli nega l'idea di *goodwill* come valore "autonomo" e "complementare" da aggiungersi al valore dei singoli beni. Afferma, invece, che il *goodwill* "si risolve in un'indistinta eccedenza del valore economico del capitale d'impresa (determinato, appunto, sulla base delle prospettive di reddito avvenire) sul capitale «contabile», cioè da quello espresso nelle scritture e nei bilanci" (Amodeo, 2002, p.716). Sotto tale prospettiva interpretativa, il *goodwill* fornisce non trascurabili informazioni circa la capacità dell'azienda (o del ramo d'azienda) di generare redditi futuri (Potito, 2020).

In sede di definizione dell'ammontare del *goodwill*, come si può intuire, durante le valutazioni al *fair value* degli stock patrimoniali attivi e passivi della società *acquiree*, l'IFRS 3 attribuisce ai manager la possibilità di compiere delle valutazioni contingenti sulla capacità dell'impresa (o del ramo d'impresa) *acquiree* di generare flussi di cassa prospettici, sulla cui correttezza, a ragion del vero, non si possono esprimere opinioni che escludano la soggettività (*e.g.*, Watts, 2003; Dietrich *et al.*, 2011; Shalev *et al.*, 2013). In altre parole, l'IFRS 3 non fornisce indicazioni sufficientemente precise per poter giudicare univocamente la correttezza delle valutazioni degli stock patrimoniali attivi e passivi della società acquisita, nonostante la *ratio* di fondo sia quella di attribuire valori ragionevoli e veritieri. Se prima dell'introduzione dell'IFRS 3 l'ammortamento del *goodwill* assicurava che, per un arco temporale ben definito,

ci fossero delle quote di ammortamento (fisse o variabili), con una discrezionalità limitata del management per l'imputazione dei costi all'esercizio, con l'introduzione dell'*impairment test* del *goodwill* il manager ha la possibilità di scegliere se e di quanto svalutare il *goodwill* alla fine di ogni anno. Di conseguenza l'adozione dell'IFRS 3 influenza l'ammontare delle informazioni presentate in bilancio e la qualità della *disclosure* stessa (Hamberg & Beisland, 2014)²⁹.

Le indagini sulla possibilità che lo spazio discrezionale nelle valutazioni contabili, garantito dall'IFRS 3, venga sfruttato dai manager per fare earnings management sono ancora carenti e la tematica, pertanto, è meritevole di approfondimento.

2.2. Le strategie di Goodwill Recognition nelle politiche di Earnings Management

Una parte della letteratura di Accounting ha indagato se e come i manager compiono delle manipolazioni del bilancio per perseguire scopi opportunistici personali o corporate in concomitanza del trattamento contabile delle *Business Combination* (Hayn & Huges, 2006; Shalev, 2009; Detzen & Zulch, 2012; Ramanna & Watts, 2012; Shalev *et al.*, 2013; Custodio, 2014; Caruso *et al.*, 2016). Da queste analisi è emerso che non solo in sede di valutazione al *fair value* degli stock patrimoniali attivi e passivi della società acquisita (*acquiree*) si possono riscontrare politiche manipolative, ma che il trattamento contabile del *goodwill* costituisce lo strumento privilegiato per compiere operazioni di earnings management.

Il *goodwill* è espressione della capacità reddituale prospettica dell'impresa (o del ramo d'impresa) acquisita, ovvero delle sue potenzialità reddituali, del plusvalore che essa è in grado di generare e che non viene catturato dalla misura del suo patrimonio netto. Il *goodwill* può essere espressione di un forte potere contrattuale della società *acquiree* con clienti e fornitori, di una solida reputazione sul mercato, di *know-how*, di competenze del personale e di consolidate esperienze organizzative.

Attualmente la tecnica di contabilizzazione del *goodwill* viene chiamata "*full goodwill*", perché, anche in corrispondenza di un'acquisizione non totalitaria (*i.e.*, nei casi in cui ci sia l'acquisizione di un ramo di azienda), l'*acquirer* contabilizza l'ammontare complessivo dell'avviamento, inglobando all'interno una parte di avviamento di spettanza della parte di impresa non acquisita (Dezzani *et al.*, 2010). Inoltre, una volta registrato l'ammontare del *goodwill* all'interno del prospetto del patrimonio, il principio contabile IFRS 3 stabilisce di sottoporlo almeno ogni anno ad un processo di *impairment test* finalizzato a verificarne l'effettiva riduzione di valore, separatamente dalle altre immobilizzazioni immateriali che possiedono vita utile indefinita (ex IAS 38).

²⁹ "We expect that the adoption of IFRS 3 influenced management's disclosure motivations and that the new standard consequently affected the association between accounting information and security prices. Informational and opportunistic motivations are likely to affect the amounts of both goodwill amortization and goodwill impairment" (Hamberg & Beisland, 2014, p. 60).

L'interesse per l'approfondimento delle modalità di gestione del trattamento contabile delle *Business Combination* e, specificamente, del *goodwill* è stato alimentato dalla possibilità che si possano annidare manipolazioni di bilancio. Queste ultime, infatti, sono “*corporate events that often have a considerable impact on an acquirer's financial position and on the public's perception of the merging companies*” (Detzen & Zulch, 2012, p.107). Infatti, in sede di valutazione al *fair value* delle poste patrimoniali attive e passive, il management può compiere delle operazioni di manipolazione, attribuendo a tali voci valori più alti o più bassi a seconda delle necessità di configurazione dell'ammontare del *goodwill*. Qualora lo scopo sia quello di contabilizzare un elevato ammontare di *goodwill*, il management può facilmente ricorrere ad una sopravvalutazione delle passività e/o ad una sottovalutazione delle attività dell'*acquiree*, o fare perfettamente il contrario, qualora l'intenzione consista nel contabilizzare un basso *goodwill*. Tali manipolazioni non risultano essere particolarmente complesse da gestire, poiché, in sede di attribuzione di un valore corrente di mercato alle poste patrimoniali dell'*acquiree*, esiste un margine di discrezionalità sfruttabile dal management e lasciato vuoto dal framework IAS/IFRS. Sia il valore dell'impresa acquisita sia il suo *goodwill* non sono misure assolutamente oggettive ma discrezionali, e, pertanto, potenzialmente impiegabili per compiere manipolazioni (Watts, 2013). Il *goodwill*, in aggiunta, non costituisce una misura direttamente identificabile attraverso delle valutazioni dirette, come, ad esempio, un marchio, ma è un valore “residuale” che risente delle politiche strategiche di valutazione del patrimonio netto dell'*acquiree*³⁰.

A questo riguardo, l'interesse della letteratura di *Accounting* ha portato alla luce importanti risultati. Alcune indagini empiriche hanno confermato che, spesso, in corrispondenza delle *Business Combination*, l'*asset book value* dell'*acquiree* tende ad incrementarsi, eccedendo così il valore attribuitogli precedentemente all'operazione di M&A (Custodio, 2014). Studi condotti all'interno del mercato delle società quotate italiane hanno confermato l'esistenza di pratiche contabili manipolative in corrispondenza delle operazioni di M&A, perseguite attraverso il processo di *goodwill recognition* (Onesti & Romano, 2012; Caruso *et al.*, 2016).

L'interesse di attuare tali manipolazioni di *goodwill recognition*, oltre che di earnings management in senso stretto, è evidente. Il riconoscimento di un valore di *goodwill* abbastanza elevato (e sicuramente maggiore di quello effettivo) consente di trasferire al mercato un'informazione positiva circa la convenienza economica della scelta strategica di *Business Combination*, soprattutto in un momento delicato in cui le aspettative degli investitori e l'attenzione degli stakeholder sono particolarmente alte.

³⁰ “Several components may be represented by the line item ‘goodwill’: (1) The fair value of the ‘going concern’ element of the acquiree. The going concern element represents the ability of the acquiree to earn a high rate of return on an assembled collection of net assets than would be expected from those net assets separately. (2) The fair value of the expected synergies and other benefits from combining the acquiree's net assets with those of the acquirer. Those synergies and other benefits are unique to each business combination, and different combinations produce different synergies and, hence, different values. (3) Overpayments by the acquirer. (4) Error in measuring and recognizing the fair value of either the cost of the business combination or the acquiree's identifiable assets, liabilities or contingent liabilities, or a requirement in an accounting standard to measure those identifiable items at an amount that is not fair value” (IFRS3.BC130, 2004).

A tal punto, però, è necessario ribadire che, mentre un *goodwill* abbastanza elevato può essere interpretato positivamente dagli stakeholder, in quanto espressione di buone potenzialità produttive e reddituali future, un “*abnormal goodwill*” sortisce l’effetto opposto. In tal caso, la contabilizzazione di un *goodwill* anomalo da parte dell’*acquirer* costituisce un segnale di “cattivo affare”, vale a dire di “*overpayment*” e/o di una sovrastima ingiustificata del *goodwill* per scopi non etici.

Come aveva dichiarato anche Shalev: “*the level of disclosure on business combinations decreases with abnormal portions of the purchase price allocated to goodwill*”, dal momento che “*abnormal portions of the purchase price allocated to goodwill could, on average, be associated with overpayment [...] which could be considered bad news for investors*” (2009, p.240). Le analisi empiriche condotte sul tema, infatti, hanno evidenziato che in corrispondenza di un valore anomalo del *goodwill* i manager tendono a ridurre la quantità delle informazioni fornite al mercato, consapevoli dell’elevata probabilità che tali notizie determinino un effetto negativo sul comportamento dei *market participant*. Dalle indagini è emerso anche che un valore elevato (non anomalo) del *goodwill* riconosciuto in sede di M&A consente al management di avere un margine discrezionale ampio per compiere strategici *impairment test* e perseguire scopi di *income smoothing* (specialmente al ribasso)³¹. Pertanto, le evidenze empiriche sulla modalità e sulle tempistiche di reazione del mercato alle informazioni sull’ammontare del *goodwill* segnalano che le scelte di *Accounting* (specialmente la stima del *goodwill*), durante la gestione delle *Business Combination*, risultano degne di particolare attenzione, specialmente alla luce dell’intensità delle conseguenze per il mercato e per le imprese coinvolte.

2.3. Le opportunità di Earnings Management attraverso l’Impairment Test del Goodwill

La ricognizione dei contributi della letteratura di *Accounting* ha confermato a più riprese che il processo di *impairment test*, a cui è sottoposto il *goodwill* almeno una volta all’anno, è uno degli strumenti contabili privilegiati per compiere politiche di earnings management. Il passaggio dalla regola dell’ammortamento del *goodwill* a quella dell’*impairment test*, sancito dall’aggiornamento del framework contabile IAS/IFRS, conferisce ai manager una notevole responsabilità professionale ed etica nel riconoscere tempestivamente ed accuratamente le circostanze in cui è necessario compiere una svalutazione. Il processo di *impairment test* del *goodwill* comporta una verifica annua del valore effettivo dell’avviamento della società

³¹ Sulla *ratio* del trattamento contabile del *goodwill* attraverso l’*impairment test* si veda in particolar modo: Beatty, A.L., & Weber, J. (2006). Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142. Goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 257-288; Hayn, C., & Hughes, P. J. (2006). Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21, 223-265; Li, Z., Shroff, P., Venkataraman, R., & Zhang, I.X. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Account Studies*, 16, 745-778.

oggetto della M&A. Pertanto, qualora venga effettivamente riconosciuta una perdita di valore, la riduzione corrispondente del valore complessivo dell'*intangibile asset* determina un sovraccarico di costi d'esercizio che, inevitabilmente, impatta negativamente sull'ammontare complessivo degli earnings.

Le ricerche finora condotte hanno dimostrato che lo stesso processo di *impairment* degli *asset* comporta un effetto negativo sul valore delle azioni societarie nel mercato, dal momento che ad esso fanno generalmente seguito flussi di cassa futuri più bassi (e.g., Elliott & Shaw, 1988; Francis *et al.*, 1996; Bartov *et al.*, 1998). Inoltre, l'anomala concentrazione nel quarto trimestre ne lascia presagire la potenziale manipolazione per scopi opportunistici (Elliott & Shaw, 1988; Francis *et al.*, 1996; Bartov *et al.*, 1998; Alciatore *et al.*, 2000; Riedl, 2004). Tutti gli studi empirici successivi hanno confermato che gli annunci di una perdita di valore del *goodwill* comportano una riduzione del valore delle azioni sul mercato (e.g., Hirschey & Richardson, 2002; Jarva, 2009; Bens *et al.*, 2011; Li *et al.*, 2011).

Il processo di *goodwill impairment* non si discosta per nulla dalle altre tipologie di *asset impairment*, anzi, per certi versi assicura una maggiore discrezionalità in ambito valutativo. Tali osservazioni possono essere riflesse sulla manipolabilità delle operazioni contabili dell'IFRS 3 (Hamberg & Beisland, 2014). I manager hanno la discrezionalità di stabilire se e quanto svalutare il *goodwill*, come evitare di riconoscere svalutazioni qualora lo scopo perseguito sia quello di tenere alto il livello del reddito (e.g., Li *et al.*, 2011). Per tale ordine di ragioni Hayn e Hughes dichiarano che "*the elimination of goodwill amortization also makes investors' need to evaluate goodwill more compelling because there is no longer systematic mechanism whereby the balance of goodwill is systematically written down*" (2006, p. 224). Parimenti, Li e Sloan (2012, p.3) sostengono che "... *by eliminating the periodic amortization of goodwill, discretionary impairments become the only mechanism through which the benefits created by goodwill are charged to earnings [and] given the difficulty in verifying fair value estimates of goodwill, it is possible that management will use this new discretion opportunistically*". Secondo Beatty e Weber (2006), Hayn e Hughes (2006), Ramanna e Watts (2012), durante l'*impairment test* il margine di discrezionalità presente nelle valutazioni riguardo il valore effettivo del *goodwill* garantisce ai manager quella soggettività sufficiente per scegliere se anticipare o posticipare il riconoscimento della riduzione del valore del *goodwill* allo scopo di raggiungere il target desiderato di earnings. Tale correlazione tra riduzione delle svalutazioni del *goodwill* e le politiche discrezionali di bilancio ha trovato evidenza empirica in alcuni studi recenti (Ramanna & Watts, 2012).

La scelta del management di occultare la riduzione di valore dell'avviamento per tenere alti gli earnings nell'esercizio amministrativo immediatamente successivo all'operazione di M&A è stata intercettata da numerosi studi (Hayn & Hughes, 2006; Ramanna & Watts, 2012; Shalev *et al.*, 2013). La *ratio* alla base di tale strategia è evidente. Qualora si voglia perseguire una politica di *income smoothing*, per rassicurare il mercato circa la profittabilità nel tempo della M&A, garantendo così delle performance economiche stabili (e positive), la riduzione o l'incremento delle perdite durevoli di valore del *goodwill* sarebbero strumentali all'incremento o al decremento degli earnings dell'esercizio. L'assenza di ostacoli alla

possibilità di compiere tali manovre e la difficoltà di stabilire se e come si sia verificato un deterioramento delle performance della società oggetto della *Business Combination* ostacolano il riconoscimento in sede di earnings management del *goodwill impairment* come strumento manipolativo impiegato per tal fine (Hayn & Higes, 2006).

I risultati ottenuti da una recente analisi empirica si inseriscono all'interno dei due sopracitati filoni di studi sul *goodwill recognition* e *impairment* e contribuiscono a scoprire la natura eticamente non corretta di alcune pratiche di contabilizzazione delle M&A. Lo studio in questione ha evidenziato che all'interno del contesto delle società non finanziarie quotate italiane, nel periodo 2009-2017, durante le operazioni di M&A, i manager hanno compiuto operazioni di earnings management ricorrendo alla manipolazione del *goodwill recognition* e *impairment* (Casciello *et al.*, 2019). Dalle indagini, infatti, è emerso che il *goodwill* viene impiegato come *discretionary accrual* per manipolare i risultati dell'esercizio amministrativo in cui avviene un'operazione di M&A. Specificamente, è stato osservato che le società quotate italiane coinvolte nelle M&A tendono a registrare livelli di *goodwill* più alti di quelli attesi e che negli esercizi amministrativi immediatamente successivi l'ammontare del *goodwill* presente nello stato patrimoniale rimane relativamente costante. Un normale processo di *impairment test* del *goodwill* porterebbe, nel tempo, in linea generale, ad una riduzione complessiva e graduale del valore dell'*intangible asset* in bilancio. L'esistenza di valori anomali di *goodwill recognition* e *impairment* lascia presagire il ricorso a politiche strategiche che puntano a mostrare valori elevati di *goodwill* e a non registrare negli esercizi successivi alla M&A costi per la sua svalutazione, tenendo così alte le performance economiche.

Tali fenomeni hanno suggerito un'ulteriore riflessione sulla relazione tra la qualità della *disclosure* di bilancio e il ricorso all'earnings management in corrispondenza delle M&A. Un'impresa che ha fornito una *disclosure* di *annual report* particolarmente ampia e dettagliata, privilegiando chiarezza e trasparenza, qualora volesse compiere delle operazioni di manipolazione di bilancio durante una *Business Combination* (in cui per definizione ci si aspetta una buona *disclosure*), potrebbe essere costretta a ridurre l'ammontare delle informazioni presenti in bilancio e, in alcuni tratti, rendere la comunicazione "foggy". Tali scelte di *disclosure* apparirebbero certamente sospette agli occhi degli investitori, degli analisti e del mercato, abituati ad una maggiore profondità, ampiezza e qualità della dell'informativa di *annual report*. Nel caso in cui, invece, una società abbia tendenzialmente fornito al mercato informazioni di *compliance*, nascondere un'operazione di earnings management non risulterà una pratica particolarmente esposta al rischio di essere scoperta (e.g., Lobo & Zhou, 2001; Shalev, 2009).

Scegliere di predisporre una *disclosure* di bilancio "minimal" può agevolare l'impresa a mascherare un ricorso all'earnings management (e.g., Lobo & Zhou, 2001; Shalev, 2009), ma, al contempo, può penalizzarla nel breve periodo, perché la scarsa qualità delle informazioni di bilancio potrebbe comportare un danneggiamento degli *stock return* (e.g., Caramanolis-Cotelli *et al.*, 2000). Infine, non si esclude che le società che assumono il ruolo

di *acquirer* possano compiere delle manipolazioni di bilancio rinviando parte dei costi d'acquisizione a costi di sviluppo capitalizzabili.

2.4. *Gli Earnings-based Compensation Plan e l'Earnings Management durante le Business Combination*

L'interesse nel compiere manipolazioni di earnings attraverso la stima del *goodwill* si origina dalla possibilità di sfruttare lo spazio discrezionale lasciato libero dagli standard internazionali in occasione dell'attribuzione di un valore corrente/di mercato agli stock patrimoniali attivi e passivi dell'*acquiree* (Detzen & Zulch, 2012). Tale interesse può essere alimentato da una pluralità di fattori eterogenei, tra cui spiccano in modo particolare gli *earnings-based compensation plan*. Questi ultimi costituiscono piani di remunerazione per i manager legati al livello effettivo di earnings di fine esercizio. Specificamente, si tratta di piani di remunerazione che conferiscono ai manager dei *bonus* sulla base del raggiungimento o del superamento corrispondentemente di un intervallo di una soglia di earnings. Si registrano diverse possibilità: in un primo caso, se il livello di earnings di fine esercizio è inferiore alla soglia minima prestabilita, non verrà conferito alcun *bonus*; in un secondo caso, se gli earnings di fine esercizio ricadono all'interno di un intervallo di valori (tra il limite inferiore e il limite superiore), allora il valore del bonus corrisponderà ad una percentuale degli utili; in un terzo caso, se gli earnings oltrepassano il limite superiore, il bonus sarà massimo e corrisponderà a quanto stabilito dal *compensation plan* (Healy, 1985). Siccome gli "*executive compensation arrangement*" assicurano ai manager una remunerazione aggiuntiva, attraverso il raggiungimento o il superamento di una specifica soglia di earnings precedentemente stabilita, questi ultimi sono capaci di esercitare sui manager una notevole pressione al conseguimento di risultati specifici, strumentali al perseguimento di scopi opportunistici (Prencipe, 2006; Florio, 2012). L'interesse manageriale di ottenere il *bonus* potrebbe rappresentare uno stimolo per compiere un'operazione di earnings management al rialzo, soprattutto quando il risultato economico dell'esercizio non riuscirebbe da solo a raggiungere il limite minimo riconosciuto dall' *earnings-based compensation plan* come soglia per lo scatto del *bonus*. Il ricorso a politiche di *income smoothing*, dunque, potrebbe mostrarsi strumentale al mantenimento del valore complessivo degli utili annui all'interno dell'intervallo di earnings necessario per assicurare al manager il *bonus*. Quando, però, gli utili di un esercizio pre-earnings management sono più alti del limite massimo stabilito dal *compensation plan*, l'evidenza empirica ha mostrato che ricorrere alla politica di earnings management al ribasso consentirebbe di risparmiare earnings in un esercizio e rinviarli all'esercizio successivo (Guidry *et al.*, 1999; Prencipe, 2006; Florio, 2012). La *ratio* alla base di un tale comportamento, volto al "risparmio" di earnings, sarebbe riconducibile all'interesse manageriale di accontentare le aspettative dei *market participant* senza "sprecare" earnings che sarebbero utili per soddisfare più facilmente le attese di earnings future (Cheng & Warfield, 2005). Inoltre, mantenendo le performance sempre relativamente costanti si

contrasta la tendenza al rialzo delle aspettative di earnings del mercato. Pertanto è ampiamente accettato che gli *earnings-based bonus* promessi ai manager sono positivamente correlati con un livello crescente di earnings nel tempo (Core *et al.*, 2003) e con le operazioni di earnings management (Larcker *et al.*, 2007). Ciò suggerisce che più aumenta l'incentivo dei manager ad ottenere dei *compensation arrangement* più aumenta il ricorso alle operazioni di earnings management. Infatti, all'interno delle imprese in cui i *compensation contract* sono basati, anche solo in parte, sulle misure reddituali (*i.e.*, *earnings-based performance measure*), le performance economiche, sottoposte ad un'analisi prospettica, hanno registrato una tendenza al rialzo (Larcker *et al.*, 2007).

Una parte degli studi di Accounting ha investigato tale materia più a fondo e ha riscontrato che le operazioni di earnings management compiute in presenza di *earnings-based compensation plan* sono più frequenti quando tali bonus sono indirizzati ai *chief executive officer* piuttosto che ai *chief financial officer* (Feng *et al.*, 2011). Inoltre è emerso che, quando la remunerazione bonus dei *chief executive officer* è ancorata al valore delle azioni, il ricorso alla manipolazione di earnings attraverso i *discretionary accrual* aumenta (Bergstresser *et al.*, 2006).

Alcune analisi empiriche hanno dimostrato che gli "*executive compensation arrangement*" costituiscono una spinta rilevante per le operazioni di earnings management, specialmente in corrispondenza di *Business Combination* (*e.g.*, Murphy, 1999; Detzen & Zulch, 2012). In effetti, durante la gestione delle operazioni di M&A si verifica frequentemente l'introduzione di modalità di retribuzione basate sulle azioni e/o sui risultati economici dell'esercizio (Harford & Li, 2005). È stato dimostrato, infatti, che, quando in corrispondenza di M&A vengono introdotti degli *earnings-based bonus*, i manager sono più propensi a compiere operazioni di earnings management attraverso l'impiego di politiche manipolative basate sulla sovrastima del *goodwill* (Core *et al.*, 2003; Larcker *et al.*, 2007), garantendo per il futuro *post-acquisition earnings* più elevati (Hayn & Hughes, 2006; Ramanna & Watts, 2012).

Sebbene l'evidenza empirica abbia dimostrato che le *earnings-based compensation* rappresentano un indubbio incentivo per i manager a compiere operazioni di earnings management in corrispondenza di M&A, parallelamente nella letteratura di Accounting cresceva sempre di più la curiosità riguardo l'esistenza di altre tipologie di *compensation* che potessero contrastare tale fenomeno. Le indagini empiriche di Shalev *et al.* (2013) hanno rivelato che, quando i *compensation plan* non sono basati sulle misure di earnings ma sui flussi di cassa o su altri dati, i manager sono meno incoraggiati a compiere manipolazioni di earnings durante le *Business Combination*.

2.5. *Gli effetti del contesto competitivo sulle politiche di Earnings Management durante le Business Combination*

Le indagini sul ricorso alle operazioni di manipolazione di bilancio e, specificamente, all'earnings management, durante le *Business Combination*, richiedono un'analisi preliminare di quelle condizioni di contesto che possono favorire o ostacolare le scelte strategiche di M&A.

Le ricerche compiute dalla letteratura di Accounting hanno rilevato l'esistenza di precise correlazioni tra fattori macroeconomici di mercato e sistemi protezionistici di governance e il ricorso alle *Business Combination*.

Gli studi empirici hanno dimostrato che nei Paesi in cui la protezione degli azionisti è particolarmente alta si registra una maggiore frequenza di M&A (Rossi & Volpin, 2004). La motivazione è riconducibile all'esistenza di un sistema di tutele per la totalità degli shareholder e, in particolare, degli azionisti di minoranza, i quali sono maggiormente esposti al rischio di essere danneggiati (ingiustamente) dalla ridefinizione degli assetti proprietari conseguente alla M&A (Rossi & Volpin, 2004). Le imprese che operano in mercati con un debole sistema di protezione per gli shareholder sono più restie a compiere operazioni di M&A e sono maggiormente orientate a quotarsi altrove (Pagano *et al.*, 2002; Reese & Weisbach, 2002). Inoltre uno studio recente ha dimostrato che nei Paesi in cui c'è un sistema di protezione legale più forte per le minoranze azionarie la frequenza delle operazioni di earnings management si riduce notevolmente (Leuz *et al.*, 2003).

L'eterogeneità di fattori che possono esercitare un'influenza diretta o indiretta sulle politiche di earnings management non consente indagini esaustive in tal sede. Ciononostante, è utile soffermarsi in modo particolare sulla possibile creazione, ad opera della competizione all'interno del mercato, di un contesto più o meno favorevole alle manipolazioni di earnings.

Gli effetti della competizione sulle prassi di *financial reporting* sono stati ampiamente discussi dalla letteratura di Accounting. Proprio la presenza di accesi dibattiti e di numerose controversie ha consentito il consolidamento di due prospettive interpretative antinomiche.

La prima prospettiva considera la competizione come un elemento positivo per l'efficienza del mercato, tenendo conto del suo naturale incentivo alle pratiche di *good management* (Smith, 1776) e al miglioramento della profittabilità d'impresa (Porter, 1990). La seconda prospettiva, invece, battendo la strada opposta, sostiene che la competizione sia un ostacolo all'equilibrio economico (Caves, 1980). La *ratio* che sottende la prima prospettiva interpretativa ritiene che le imprese, fronteggiando la concorrenza attraverso la definizione di un sistema di offerta differenziato rispetto ai concorrenti, o per valore o per prezzo, diventano necessariamente più efficienti. Ma, in realtà, numerose sono le analisi empiriche che dimostrano gli effetti deleteri dell'intensificarsi della competizione di mercato. Ad esempio, Milgrom e Roberts (1992) dimostrarono che la pressione competitiva in un particolare contesto di mercato può spingere le imprese a prendere delle decisioni rischiose che mettono in pericolo la loro solvibilità e il *going concern*. Altri studi di Green e Mayes (1991) e Schmidt (1997) dimostrano che, quando la competizione in un mercato è particolarmente elevata,

l'effetto netto sull'efficienza economica delle imprese è negativo. I risultati delle ricerche di Raith (2003) e Gaspar e Massa (2006) mostrano che esiste una correlazione positiva tra la pressione competitiva ed una maggiore esposizione ai rischi. Invece, Shleifer (2004), spostandosi su un piano teorico-concettuale, riflette sul modo in cui la competizione può esercitare delle influenze negative sul comportamento umano, orientandolo a scelte eticamente scorrette. Qualche anno dopo gli studi di Cummins e Nyman (2005) hanno dato un supporto empirico alle tesi di Scheifer (2004), condannando l'eccessiva competizione di mercato.

A partire da queste prospettive di indagine sono state fornite delle prove empiriche secondo cui la competizione incoraggia scelte manageriali non etiche e opportunistiche, col rischio di influenzare negativamente anche la qualità dell'informativa di bilancio (Kole & Lehn, 1997, 1999; Christie *et al.*, 2003; Cummins & Nyman, 2005; Bagnoli & Watts, 2010). In termini strettamente contabili, la competizione ha dimostrato di influenzare le scelte strategiche di capitalizzazione dei costi di ricerca e sviluppo, di orientare ad un maggiore accumulo di *asset* prontamente liquidabili e dell'ammontare complessivo del capitale di proprietà e di generare una propensione alla riduzione del rapporto di indebitamento verso terzi (Feinberg, 1995; Fresard & Valta, 2012). Eppure, se nel breve periodo la pressione competitiva percepita dalle imprese può inficiare la correttezza delle pratiche contabili e minacciare la trasparenza di bilancio, nel lungo periodo potrebbe migliorare l'efficienza delle attività economiche, portando così a nuove condizioni di equilibrio (Scheifer, 2004). Attualmente, però, non esistono evidenze empiriche riguardo la possibilità che nelle società coinvolte in operazioni di M&A la pressione competitiva sia un incentivo ulteriore a compiere earnings management.

La *ratio* sottostante la formulazione di tale ipotesi trova fondamento nell'interesse delle imprese a presentare al mercato earnings non solo migliori di quelli che avrebbero avuto senza manipolazione, ma addirittura migliori di quelli delle imprese concorrenti, allo scopo di acquisizione di un vantaggio competitivo. La connessione tra la competizione nel mercato e il ricorso alle pratiche di earnings management è riconducibile alla grande quantità di "vantaggi" che possono generare i *managed earnings*. Se si considera che in un mercato competitivo le imprese puntano a elevati *stock return* e che i numeri degli earnings esercitano un'influenza diretta sulle valutazioni dei *market participant* sulla profittabilità aziendale (Dechow, 1994; Healy & Wahlen, 1998; Graham *et al.*, 2005), allora si può comprendere in quale misura la pressione competitiva crea delle motivazioni per ricorrere all'*unethical accounting* (Shleifer, 2004)³². Da una parte, l'evidenza empirica e gli studi di Accounting sopracitati provano che elevati ed omogenei earnings sono in grado di sollecitare scelte strategiche di investimento degli operatori di mercato e migliorare notevolmente le performance di quotazione dei titoli; dall'altra, è stato dimostrato che quando le imprese sono

³² "If earnings manipulation helps sustain a high valuation, it reduces the cost of capital, enabling companies to make acquisition for stock, to attract better executives and workers with stock options, and even to issue new shares" (Shleifer, 2004, p. 7).

esposte ad una maggiore competizione esiste un rischio più alto di *take over* (Kole & Lehn, 1997, 1999).

Attualmente, la carenza di evidenze empiriche, che consentono di appurare se all'interno del contesto delle società non finanziarie quotate italiane la pressione competitiva abbia incoraggiato o meno le società coinvolte nelle M&A a perseguire obiettivi di earnings attraverso politiche manipolative, ha fatto emergere la necessità di compiere ulteriori studi su tale fenomeno, soprattutto alla luce della pericolosità dei danni arrecati alla qualità degli earnings.

Recentemente è stato dimostrato che, in corrispondenza di operazioni di M&A nel contesto delle società non finanziarie quotate italiane, nel periodo 2009-2017, la presenza di un livello elevato di competizione ha favorito il ricorso alle operazioni di earnings management attraverso l'impiego delle politiche di *goodwill recognition* e *impairment* (Casciello *et al.*, 2019), in linea con i risultati degli studi di Karuna, Subramanjam e Tian (2012). La pressione competitiva ha confermato che sia la scelta di riconoscere un *goodwill* elevato sia la riduzione delle svalutazioni di *goodwill* successive all'*impairment test* sono politiche contabili strumentali per perseguire scopi di earnings management quando l'azienda è coinvolta in una M&A (Casciello *et al.*, 2019).

Quanto accaduto nel contesto delle società non finanziarie quotate italiane è una riprova di ciò che accade anche in altri mercati internazionali, ovvero che lo spazio discrezionale lasciato ai manager dall'IFRS 3 durante la gestione delle operazioni di contabilizzazione delle *Business Combination* può essere sfruttato non per migliorare la qualità della *disclosure* di bilancio, ma per ricorrere all'earnings management. La dimensione parzialmente soggettiva delle valutazioni al *fair value* degli stock patrimoniali attivi e passivi dell'*acquiree* in sede di *Business Combination*, riconosciuta dall'IFRS 3 e dallo SFAS 142, e le conseguenze contabili riscontrate nella letteratura di Accounting creano un collegamento tra due sistemi normativi contabili che prestano il fianco alle manipolazioni di bilancio. Infine, la conferma di una correlazione positiva tra gli *earnings-based compensation plan* e le operazioni di earnings management, compiute attraverso la manipolazione del *goodwill* e dell'ammontare della sua svalutazione attraverso l'*impairment test*, ha evidenziato la necessità di porre maggiore attenzione all'attendibilità e alla qualità della *disclosure* finanziaria delle imprese coinvolte nelle *Business Combination*.

Capitolo 3

L'incidenza delle caratteristiche regolamentari e di contesto sulle politiche di Earnings Management

3.1. *Il contesto delle società bancarie quotate europee: alcune caratteristiche critiche*

La ricerca di Accounting che si è occupata di analizzare i fattori determinanti, le caratteristiche e le conseguenze delle operazioni di earnings management all'interno delle società quotate ha riposto particolare attenzione alle pratiche contabili del settore bancario. Quest'ultimo, sebbene condivida alcune caratteristiche con quello delle società non finanziarie, possiede delle peculiarità che ne rendono particolarmente interessante lo studio, specialmente in riferimento alle scelte discrezionali in ambito di Accounting.

Il settore bancario assume un ruolo cruciale per il raggiungimento e il mantenimento dell'equilibrio nel mercato finanziario (Halling & Hayden, 2006), per alimentare i consumi delle famiglie e sostenere le attività produttive (*e.g.*, Manganaris *et al.*, 2017). Le banche sono il principale intermediario finanziario responsabile della raccolta del denaro dai risparmiatori e della sua allocazione, interagendo così direttamente con l'economia reale (Diamond & Rajan, 2001). Massicciamente diffuse su tutto il territorio europeo, le banche creano tra loro una fitta rete di rapporti interbancari. Quest'ultima, però, se da un lato ha il potere di alimentare la crescita economica e favorire il mantenimento di una stabilità finanziaria in un Paese, dall'altro può trasformarsi in un dannoso strumento, capace di amplificare ad ampio raggio, e in modo quasi incontrollabile, le esternalità negative provenienti da crisi finanziarie. Infatti, l'evidenza empirica dell'ultimo decennio ha dimostrato che la crisi finanziaria attraverso le reti create dal sistema bancario tra famiglie, investitori e imprese ha colpito tutto il mercato finanziario europeo e poi l'economia reale (Gambacorta, 2016).

Gli istituti di credito sono stati oggetto di numerose analisi empiriche in ambito contabile, che hanno fatto emergere problematiche di trasparenza e attendibilità dell'informativa finanziaria nel settore bancario, in parte riconducibili al ricorso alle operazioni di earnings management. Il settore bancario, infatti, si è mostrato come il più propenso ad occultare l'informativa di bilancio rispetto ad altri settori presi in esame (Morgan, 2002; Iannotta, 2006; Manganaris *et al.*, 2017). Attraverso delle indagini sulla qualità e sulla portata informativa dei bilanci d'esercizio delle banche è emerso che, sebbene con opportune circoscrizioni a particolari contesti socio-economici e limitati archi temporali, gli istituti di credito di tutto il mondo fanno fatto ricorso a politiche manipolative di earnings e capital management, generando reazioni dirette del mercato e influenzandone le scelte di allocazione di capitali. Sebbene entrambe le tipologie di manipolazioni, *i.e.*, earnings management e capital management, indistricabilmente connesse tra loro, siano meritevoli di uno sguardo congiunto, in tal sede si approfondiranno unicamente gli effetti di specifiche variabili regolamentari e di contesto sulle operazioni di earnings management degli istituti di credito nel mercato europeo.

3.2. *Le loan loss provision e la loro strumentalità nelle operazioni di manipolazione contabile nel settore bancario*

Le numerose analisi empiriche condotte in merito alle operazioni di manipolazione contabile all'interno dei contesti bancari internazionali hanno attribuito alle *loan loss provision* il ruolo di principale *accrual* per perseguire scopi opportunistici di earnings management (e.g., Greenawalt & Sinkey, 1988; Beatty *et al.*, 1995; Ahmed *et al.*, 1999; Leventis *et al.*, 2011; Beatty & Liao, 2014), capital management (e.g., Moyer, 1990; Collins *et al.*, 1995; Scholes, Wilson & Wolfson, 1995; Beatty *et al.*, 1995; Kim & Kross, 1998; Beatty & Liao, 2014;) e per segnalare informazioni rilevanti al mercato (i.e., *signalling*) (Wahlen, 1994; Liu & Ryan, 1995). Il peso esercitato dalle *loan loss provision* all'interno dei *financial statements* delle banche è particolarmente rilevante e, spesso, in corrispondenza di valori considerati “anomali”, ha segnalato efficacemente manipolazioni di bilancio (e.g., Greenawalt & Sinkey, 1988; Ma, 1988; Moyer, 1990; Beatty *et al.*, 1995; Collins *et al.*, 1995; Beaver & Engel, 1996; Bhat, 1996; Kim & Kross, 1998; Ahmed *et al.*, 1999; Lobo & Yang, 2001; Kanagaretnam *et al.*, 2005; Anandarajan *et al.*, 2007; Perez *et al.*, 2008; Ozili, 2015; Beatty & Liao, 2014; Ozili, 2017; Andries *et al.*, 2017; Lim & Yong, 2017; Ryan, 2011; Andries *et al.*, 2017; Jin Jiqiang *et al.*, 2019; Dal Maso *et al.*, 2019).

Le *loan loss provision* si dividono in due grandi categorie: *non-discretionary provision* e *discretionary provision*. La netta separazione tra le circostanze idonee all'identificazione delle *discretionary loan loss provision* rispetto a quelle delle *non-discretionary loan loss provision* era stata osservata già nel lontano 1991 (BCBS, 1991)³³.

Le *non-discretionary loan loss provision* (o “*specific provision*”) sorgono in corrispondenza di un effettivo deterioramento del valore di un credito o di uno strumento finanziario. Esse, perciò, riflettono la qualità del portafoglio creditizio bancario (Wahlen, 1994; Beaver & Engel, 1996). Basilea III descrive le *specific provision* come “*provisions ascribed to identified deterioration of particular assets or known liabilities, whether individual or grouped*” (BCBS, 2011, p.19). Le *non-discretionary loan loss provision* riducono il valore complessivo dell'*asset* corrispondente e rappresentano costi da imputare all'esercizio, comportando una riduzione degli utili. La loro peculiarità è quella di rinforzare la ciclicità delle attività di concessione di prestiti delle banche. Tali attività aumentano nelle fasi espansive del credito e si riducono nelle fasi di contrazione del credito (Bouvatier & Lepetite, 2008). L'evidenza empirica negli anni ha dimostrato che a fronte di un aumento delle attività creditizie accresce anche il numero delle *non-discretionary loan loss provision*, le quali, dunque, hanno la caratteristica di variare nel tempo di modo ciclico e risentono di un

³³ “General provisions or general loan-loss reserves are created against the possibility of losses not yet identified. Where they do not reflect a known deterioration in the valuation of particular assets, these reserves qualify for inclusion in Tier 2 capital. However, where provisions or reserves have been created against identified losses or with respect to an identified deterioration in the value of any asset or group of subsequent assets, they are not freely available to meet unidentified losses that may subsequently arise elsewhere in the portfolio and do not possess an essential characteristic of capital” (BCBS, 1991, p.5).

orientamento *backward-looking*³⁴ (Laeven & Majnoni, 2003; Bikker & Metzmakers, 2004; Bouvatier & Lepetite, 2008).

Le *discretionary loan loss provision* (o “*general provision*”), invece, assumono la sostanza di accantonamenti a fondi rischi. Queste nascono in corrispondenza del potenziale rischio di perdita futura di un credito e, di conseguenza, possiedono un carattere parzialmente discrezionale. Infatti è possibile accantonare dei capitali per un potenziale rischio di perdita futura di un credito sulla base di una valutazione del manager più o meno soggettiva. Il riconoscimento delle *discretionary loan loss provision* è subordinato alla manifestazione di “*future expected (but not yet incurred) losses*” (Hamadi *et al.*, 2016). Basilea III definisce le *general provision* come “*provisions or loan-loss reserves held against future, presently unidentified losses freely available to meet losses which subsequently materialize and therefore qualify for inclusion within Tier 2*” (BCBS, 2011, p.19). Pertanto le *general provision* hanno la funzione di coprire perdite latenti attese ma non ben identificate, rappresentano dei costi di competenza economica dell’esercizio e alimentano una riserva che a sua volta alimenta il *Tier 2 capital* nella misura annua non superiore all’1,25% dei *Risk Weighted Asset* (RWA) (BCBS, 2011). Quando l’ammontare complessivo delle *general provision* eccede l’1,25% del RWA, una riduzione delle *loan loss provision* comporta un aumento degli earnings. Precisamente, a fronte di una riduzione di un euro di *loan loss provision* si registra un aumento degli earnings di un ammontare pari a $(1 - \text{tax rate})$ euro. La naturale conseguenza di tale meccanismo è rappresentata dalle politiche di manipolazione al rialzo degli earnings, condotte attraverso una riduzione delle *discretionary loan loss provision* (Kim & Kross, 1998).

Le *discretionary loan loss provision* rispondono alla logica imposta dai *regulator* di creare cuscinetti di capitale di protezione contro il rischio di insolvibilità e gli shock di liquidità. Nonostante siano le autorità internazionali a stabilire le linee guida per compiere *discretionary provisioning* (i.e., “*Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses*” pubblicato dal BCBS nel 2015), ancora oggi esiste un margine di discrezionalità molto ampio per la scelta del momento e dell’ammontare di *discretionary loan loss provision* da imputare all’esercizio. Quando gli utili dell’esercizio risultano essere particolarmente più elevati di quelli attesi, l’impresa può scegliere di sgonfiarli attraverso il riconoscimento di maggiori *discretionary loan loss provision*. Al contrario, quando gli utili previsti risultano essere eccessivamente più bassi rispetto a quelli attesi dal mercato, le imprese possono ridurre l’ammontare delle *discretionary loan loss provision* per alleggerire i costi d’esercizio ed innalzare così il livello del reddito. In entrambi i casi, la correttezza delle scelte relative all’ammontare delle *discretionary loan loss provision* e alla tempistica del loro riconoscimento non è facilmente valutabile da uno stakeholder esterno, a causa delle valutazioni soggettive e discrezionali dei manager. Alla luce della suindicata correlazione tra

³⁴ “*Provisioning practices are said to be backward-looking because mainly relate non-discretionary provisions to problem loans. During economic upswings, few problem loans are identified and the level of loan loss provisions is low. Conversely, during downturn loan loss provisions increase because loan default is usually high*” (Bouvatier & Lepetite, 2008, p.515).

discretionary loan loss provision ed earnings, gli studi che hanno contribuito a sviluppare la letteratura di Accounting in tema di manipolazioni di bilancio hanno intercettato le politiche di earnings management attraverso l'identificazione delle tempistiche di riconoscimento e dell'ammontare delle *discretionary loan loss provision* (e.g., Montgomery, 1998; Beatty *et al.*, 2002; Kanagaretnam *et al.*, 2003; Kanagaretnam *et al.*, 2004; Anandarajan *et al.*, 2007; Kanagaretnam *et al.*, 2010; Ozili & Outa, 2017). Più precisamente, hanno rilevato la presenza di tre principali strategie legate all'impiego delle *discretionary loan loss provision*: l'earnings management, il capital management e il *signalling* (e.g., Beaver & Engel, 1996; Ahmed *et al.*, 1999; Cummings & Durrani, 2016).

Le *discretionary loan loss provision* si sono mostrate un fattore strumentale per perseguire politiche di earnings management all'interno delle banche, per perseguire scopi molteplici ed eterogenei: ridurre la volatilità del reddito, segnalare un *business risk* più basso, ridurre il carico fiscale o consentire ai manager l'accesso a *compensation bonus* (e.g., Anandarajan *et al.*, 2007; Leventis *et al.*, 2011; Curcio & Hasan, 2015; Cummings & Durrani, 2016). È stato dimostrato che esiste una correlazione tra il ricorso alle strategie di *discretionary provisioning*, gli *stock return* e *future earnings* nelle banche (Beaver *et al.*, 1989; Wahlen, 1994; Liu & Ryan, 1995; Kanagaretnam *et al.*, 2004). La presenza di utili omogenei tra esercizi amministrativi adiacenti e livelli anomali di *discretionary provision* (ovvero troppo alti o troppo bassi) rispetto all'espansione o contrazione delle attività creditizie lasciano presagire ad oculati lettori di bilancio la presenza di manipolazioni contabili. In questi casi ci si aspetta una relazione positiva tra earnings e le *discretionary loan loss provision*.

Dal momento che la procedura di *non-discretionary loan loss provisioning*, puntualmente regolamentata dalla normativa contabile, si fonda su una serie di condizioni univocamente identificabili e non facilmente manipolabili, le *discretionary loan loss provision* rimangono lo strumento a cui le banche fanno maggiormente ricorso per modificare l'informativa contabile. In tale circostanza è d'uopo sottolineare che la presenza di un margine di discrezionalità sfruttabile dal management nelle scelte di Accounting rappresenta una "*double-edged sword*" (e.g., Dechow & Skinner, 2000; Bushman & Williams, 2012). Con riferimento diretto alle *discretionary loan loss provision* la motivazione è adducibile a due potenziali conseguenze. In un caso, la maggiore discrezionalità consente di incrementare la puntualità e la trasparenza della portata informativa del bilancio attraverso l'integrazione di maggiori informazioni sulla reale qualità del portafoglio creditizio grazie al riconoscimento delle *future expected credit loss*, contrastando così la pro ciclicità delle pratiche di *provisioning*. In questo modo il manager ingloba nei dati contabili le sue valutazioni personali e le sue visioni prospettiche riguardo l'andamento futuro prevedibile dell'impresa. Nell'altro caso, invece, il ricorso alle *discretionary loan loss provision* è finalizzato al perseguimento di scopi opportunistici personali e/o *corporate* attraverso la manipolazione dei dati di bilancio (e.g., Dechow & Skinner, 2000; Bushman & Williams, 2012).

3.3. *Fattori regolamentari e di contesto: un'analisi integrata per nuovi spunti di riflessione su incentivi e ostacoli per l'Earnings Management*

L'evidenza empirica ha dimostrato che esistono diversi fattori capaci di influenzare le scelte contabili di bilancio, talvolta incoraggiando le manipolazioni di earnings per scopi opportunistici, talvolta scoraggiandole. In alcuni casi gli studi hanno identificato dei fattori "interni" all'impresa, capaci di fungere da incentivo alle pratiche di earnings management, come, ad esempio, l'interesse manageriale nell'incrementare la propria *earnings-based compensation* (Holthausen *et al.*, 1995; Guidry *et al.*, 1999); in altri sono stati riconosciuti dei fattori "esterni", come, ad esempio, la pressione esercitata dal mercato nel riscontrare in bilancio earnings effettivi corrispondenti a quelli attesi (Burgstahler & Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999; Ayers *et al.*, 2006), quale fenomeno favorevole alle manipolazioni di utili.

Sebbene la netta separazione tra variabili regolamentari e di contesto nelle indagini sulle manipolazioni contabili abbia favorito un puntuale approfondimento del fenomeno indagato, garantendogli un'assenza di contaminazione da fattori ad esso estranei, la mancanza di integrazione tra le due tipologie di variabili ha ostacolato una visione olistica. Sia le variabili di contesto sia le variabili regolamentari, prese singolarmente, influenzano le politiche di bilancio nel contesto bancario, determinando in alcuni casi un maggiore ricorso alle manipolazioni di earnings, in altri un miglioramento della qualità degli earnings, come si approfondirà in seguito. La *ratio* che sottende l'analisi congiunta degli effetti che queste variabili possono esercitare sulle pratiche di earnings management è riconducibile alla volontà di far emergere la stretta interdipendenza che nasce tra questi due fattori.

L'evidenza empirica, infatti, ha mostrato che le autorità bancarie regolamentari e gli *standard setter* intervengono con misure *ad hoc* per correggere determinati comportamenti contabili assunti dalle banche. Inoltre è stato dimostrato che la presenza di particolari fattori di contesto contribuisce alla creazione di un *setting* storico unico (ad esempio, le conseguenze della crisi finanziaria globale e la pressione competitiva) in grado di impattare sul ricorso alle operazioni di manipolazione di bilancio e, specificamente, sull'earnings management.

Nei paragrafi seguenti verrà effettuata una disamina dei risultati ottenuti dalle indagini della letteratura sugli effetti dei fattori regolamentari e di contesto, singolarmente presi, sulle pratiche contabili e sulla qualità dell'informativa di bilancio.

3.4. *La regolamentazione bancaria di Basilea III*

Negli ultimi anni gli sforzi degli *standard setter* e dei *regulator* si sono concentrati, rispettivamente, nel perseguimento di un miglioramento della qualità informativa dei *financial statements* e nel rafforzamento della solidità patrimoniale dei singoli istituti di credito, favorendo lo sviluppo della resilienza per l'intero mercato finanziario europeo. Gli *standard setter* e i *regulator* sono congiuntamente mossi da intenti di tutela dell'efficienza

mercato e dell'equilibrio finanziario. Ciononostante, da una parte, gli *standard setter* definiscono un framework regolamentare di Accounting in base ad un orientamento volto alla massima trasparenza dei *financial statements*, nel rispetto dei principi di competenza economica e veridicità; dall'altra, i *regulator* definiscono dei framework regolamentari di capitale orientati al maggiore *conservatism*, inducendo le banche ad adottare un approccio *forward-looking* che, in alcune circostanze, può entrare in contrasto con il principio di competenza economica (e.g., Rochet, 2005; Bushman & Williams, 2012; Dal Maso *et al.*, 2019). Le criticità emerse negli effetti contabili, derivanti dal rafforzamento della solidità patrimoniale delle banche, riflettono proprio lo scollamento esistente tra la prospettiva degli *standard setter* e quella dei *regulator*.

Secondo l'evidenza empirica raccolta negli ultimi anni, il progressivo rafforzamento dei pilastri del sistema regolamentare bancario (*i.e.*, Basilea I, Basilea II) ha comportato un radicale cambiamento nel contesto delle società bancarie quotate, non solo in termini di politiche di *business strategy* (*i.e.*, politiche di concessione del credito), ma anche di quelle strettamente contabili (e.g., Alali & Jaggi, 2010; Leventis *et al.*, 2011; Kilic *et al.*, 2012; Wezel *et al.*, 2012; Ryan & Keeley, 2013; Cummings & Durrani, 2016; Hamadi *et al.*, 2016; Marton & Runesson, 2017; Dal Maso *et al.*, 2019). In genere, ci si aspetta che, con il rafforzamento dell'attività di regolamentazione e controllo delle pratiche contabili bancarie, la qualità degli earnings e dell'informativa di bilancio nella sua totalità aumenti, favorendo trasparenza ed attendibilità (Brown *et al.*, 2014)³⁵. Tuttavia l'evidenza empirica ha provato che la natura delle conseguenze strategiche e di bilancio nel contesto bancario risente profondamente delle caratteristiche intrinseche della regolamentazione introdotta e dei fattori storici del contesto macroeconomico in cui le banche sono costrette ad operare.

Il contesto regolamentare bancario internazionale dell'ultimo decennio ha risentito particolarmente della pubblicazione, da parte del *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), nel 1° gennaio 2010, del nuovo framework Basilea III. La portata innovativa di questo quadro regolamentare ha influenzato profondamente le politiche di bilancio e le prassi contabili degli istituti di credito in tutta l'Europa. Basilea III rappresenta uno dei più rilevanti "rimedi" alla crisi finanziaria globale scoppiata in Europa nel 2008 e uno dei primi interventi volti a rafforzare, in ottica prospettica, attraverso misure micro e macro-prudenziali, la solidità dei singoli istituti di credito e dei mercati nella loro totalità. L'obiettivo di un sì potente intervento regolamentare consiste nel rafforzare la capacità delle banche di sopportare improvvisi shock di liquidità derivanti da problematiche economico-finanziarie, salvaguardando, così, il *going concern* di queste ultime, la stabilità del mercato finanziario internazionale e dell'economia reale (BCBS, 2011).

Le caratteristiche principali della regolamentazione di Basilea III consistono nell'innalzamento dei requisiti minimi di capitale di vigilanza, per mezzo dell'introduzione

³⁵ Brown *et al.* (2014) sostenevano che "[...] *In theory, a more active regulator will promote the quality of financial reporting information by encouraging and assisting firms to provide the required information, identifying cases where suitable information has not been provided and taking action to ensure defective reporting is corrected*" (p.8).

di vincoli più stringenti per il computo dei valori da inserirvi, e dei requisiti minimi qualitativi e quantitativi di disponibilità liquide/prontamente liquidabili, migliorando di conseguenza la gestione dei rischi (BCBS, 2011). Per agevolare gli istituti di credito nel processo di adattamento alle nuove misure, particolarmente restrittive in termini di accantonamento prudenziale, il BCBS ha pianificato uno schema di vincoli minimi percentuali di capitale regolamentare e di liquidità crescenti dal 2013 al 1° gennaio 2019, *i.e.* “*Phase-in Arrangements*”.

Specificamente, in merito ai vincoli di natura patrimoniale, Basilea III impone a tutti gli istituti di credito di detenere un capitale di vigilanza complessivo pari al 10,5% del totale degli *asset* ponderati per il rischio (*i.e.*, RWA), comprensivo del *capital conservation buffer* di almeno il 2,5% dei RWA³⁶. Inoltre, si prevede che il *Tier 1 Capital* sia almeno pari al 6% dei RWA e che il *Common Equity Tier 1 Capital* (CET1) sia almeno pari al 4,5% dei RWA (BCBS, 2011). Tale innalzamento dei vincoli minimi di capitale di vigilanza ha obbligato le banche a rivedere le politiche creditizie a fronte di un maggiore ammontare di capitale da accantonare per fronteggiare il rischio di credito. L’adozione di una politica di accantonamenti strategici anticiclici e *forward-looking*, finalizzata alla riduzione delle esposizioni al rischio di liquidità, rappresenta uno dei punti di svolta di Basilea III. Per la prima volta alle banche viene richiesto di compiere un accantonamento per potenziali perdite su crediti concessi ancora prima che si manifestasse effettivamente l’evento che facesse sorgere un rischio, seguendo l’approccio delle *Expected Credit Loss* (ECL), successivamente formalizzato nel principio IFRS 9³⁷. Secondo tale approccio gli istituti di credito nello stesso momento in cui concedono un prestito a terzi devono immediatamente accantonare una somma di denaro per potenziali perdite su quel credito. Negli anni successivi, attraverso delle analisi accurate di solvibilità del debitore, gli istituti di credito devono effettuare un processo di accantonamento prudenziale con carattere prevalentemente discrezionale, *i.e.* *discretionary loan loss provision*.

Le *discretionary loan loss provision* rientrano all’interno della macro-categoria delle *general provision*, ovvero *provision* volontarie e autonome. Rappresentano costi di competenza economica dell’esercizio (“*impairment losses on financial assets*”) che riducono gli utili e incrementano le *generic reserve* presenti nel *liability side* del *balance sheet*

³⁶ Basilea III introduce due tipologie di *buffer*: il *countercyclical capital buffer* e il *capital conservation buffer*.

³⁷ “*The move to ECL accounting frameworks by accounting standard setters is an important step forward in resolving the weakness identified during the financial crisis that credit loss recognition was too little, too late. [...] Banks are required to consider a wide range of information when applying ECL accounting model. Information considered should be relevant to the assessment and measurement of credit risk to the particular lending exposure being assessed and should include information about past events, current conditions and forecasts of future economic conditions. Information which is ultimately included in the assessment of credit risk and measurement of ECL should also be reasonable and supportable. Banks should use their experienced credit judgment in determining the range of relevant information that should be considered and in determining whether information is considered to be reasonable and supportable*” (BCBS, 2015, p. 3).

(“provisions”)³⁸, alimentando il *Tier 2 Capital* fino ad un ammontare massimo annuo pari all’1,25% dei RWA. Perciò le *discretionary loan loss provision* impattano sia sugli earnings sia sul capitale di vigilanza.

Quando si concede un prestito a terzi, la banca deve necessariamente riconoscere nell’esercizio delle *discretionary loan loss provision* in previsione di “*future unidentified losses*” connesse a quel prestito³⁹. La scelta in termini di tempistica e di ammontare di *discretionary loan loss provision* è in parte discrezionale ed è influenzata dalla regolamentazione di Basilea III. Infatti, da un lato, il maggiore riconoscimento nell’esercizio di *discretionary loan loss provision* (per effetto di una maggiore attività creditizia o di una politica di accantonamento prudenziale) comporta un maggiore *Tier 2 Capital* (attraverso le *loan loss reserve*), dall’altro, la diminuzione degli utili per effetto di costi d’esercizio più elevati ne riduce l’ammontare da accantonare a riserva, alimentando il *Common Equity Tier 1 Capital* (CET1), considerato da Basilea III il capitale di qualità primario (BCBS, 2011).

Siccome le *discretionary loan loss provision* sono gli *accrual* più utilizzati dagli istituti di credito per compiere delle manipolazioni di bilancio, il ricorso massiccio a questi particolari *item* in sede di adeguamento ai nuovi vincoli di Basilea III lascia presagire la possibilità di sfruttarle per scopi opportunistici di earnings (*e.g.*, Ryan, 2011; Beatty & Liao, 2014; Andries *et al.*, 2017; Jin Jiquiang *et al.*, 2019; Dal Maso *et al.*, 2019). Ad esempio, per aumentare fittiziamente l’utile dell’esercizio bisognerebbe ridurre le *discretionary loan loss provision*, invece, per ridurre fittiziamente gli earnings bisognerebbe aumentare le *discretionary loan loss provision*. Pertanto, la discrezionalità del riconoscimento e dell’ammontare delle *discretionary loan loss provision* agevola il perseguimento di politiche di earnings management e di *signalling*, finalizzate a ridurre la *earnings volatility* e il *perceived risk* (Wahlen, 1994; Beaver *et al.*, 1997; Liu *et al.*, 1997; Lim & Yong, 2017).

Alcuni studi hanno dimostrato che gli aggiornamenti del framework regolamentare bancario di Basilea (*i.e.*, Basilea I e Basilea II) sono correlati ad operazioni di earnings management riconosciute grazie al ricorso a politiche di *discretionary provisioning* (Kim & Kross, 1998; Anandarajan *et al.*, 2007; Hamadi *et al.*, 2016; Lim & Yong, 2017). Altri studi, invece, non hanno riscontrato alcuna connessione tra i due fenomeni (Perez *et al.*, 2008; Leventis *et al.*, 2011; Curcio & Hasan, 2015).

Secondo una parte della letteratura di Accounting, il rafforzamento dei vincoli di capitale di Basilea I ha avuto ripercussioni sulle pratiche di *provisioning*, spingendo verso un accantonamento pro-ciclico, che riflette le fasi di espansione e contrazione del credito (Danielsson *et al.*, 2001; Bikker & Hu, 2002; Cummings & Durrani, 2016), e provocando una

³⁸ La voce “provisions” presente nel *liability side* del *balance sheet*, configurandosi come un fondo rischi generico, serve a coprire eventuali future *obligations* non ben quantificate, come, ad esempio, *pensions*, *early retirements*, *legal proceedings*.

³⁹ Nel frattempo, per completezza di esposizione, si ricorda che le *non-discretionary loan loss provision* rientrano tra le *specific provision* riconosciute solo in corrispondenza di una effettiva riduzione del valore di un credito (successiva alla manifestazione di un evento specifico). Queste rappresentano un costo d’esercizio a cui corrisponde una equivalente riduzione del credito nell’*asset side* del *balance sheet* (vanno nella voce “*Loan and Customer Advances*” con segno negativo, in modo tale evidenziare il valore lordo e netto dei crediti).

riduzione complessiva degli earnings (Ahmed *et al.*, 1999; Borio *et al.*, 2001; Cavallo & Mainoni, 2002). Invece, secondo l'altra parte della letteratura, la regolamentazione di Basilea I ha ridotto le *loan loss provision* e ha prodotto un innalzamento dei livelli di earnings (Kim & Kross, 1998). Anche le indagini empiriche di Shrieves e Dahl (2003), Bouvatier e Lepetite (2008), Cummings e Durrani (2016) hanno dimostrato che l'innalzamento dei livelli minimi di *regulatory capital*, introdotti da Basilea II, hanno spinto le banche ad adottare politiche di accantonamenti discrezionali non sempre a scopo prudenziale, ma anche a scopo manipolativo (Hamadi *et al.*, 2016). Infatti è stato provato che, dopo l'introduzione della regolamentazione di Basilea II, le banche commerciali australiane furono maggiormente predisposte a manipolare gli earnings attraverso il ricorso alle *loan loss provision* (Anandarajan *et al.*, 2007). Parimenti, l'introduzione della nuova regolamentazione di Basilea II ebbe come effetto che le banche più deboli, ovvero quelle con i *capital ratio* più bassi, fecero maggiormente ricorso all'*income smoothing* rispetto alle banche più robuste (Lim & Yong, 2017).

In aggiunta, altre indagini recenti, condotte all'interno del contesto bancario americano, hanno dimostrato che l'*accounting enforcement* esercita un effetto positivo sulla *earnings quality*, in quanto riduce il ricorso alle *abnormal loan loss provision* (Dal Maso *et al.*, 2019). Le banche americane hanno migliorato la trasparenza dei *financial statements* per effetto di una regolamentazione più stringente, soprattutto nei periodi di crisi (Costello *et al.*, 2019; Dal Maso *et al.*, 2019).

Va ribadito, però, che anche la pressione esercitata dalle *supervisory authority* per mezzo dell'intensificazione, negli ultimi anni, delle *on-site* e le *off-site inspection* ha influenzato le politiche contabili delle banche. Effettivamente le ispezioni delle *supervisory authority*, finalizzate a verificare la *compliance* delle regole patrimoniali e di Accounting, hanno spinto le banche a riconoscere più tempestivamente le *loan loss provision* (Nicoletti, 2018). Tale comportamento, almeno in parte, potrebbe essere stato spinto da scopi opportunistici. Infatti, è stato dimostrato che durante gli anni in cui si registrano performance economiche migliori, le banche fanno maggiormente ricorso alle *loan loss provision* per anticipare in esercizi capienti spese (*i.e.*, oneri per potenziali perdite su crediti) potenzialmente pericolose se riconosciute tutte in anni successivi (Dal Maso *et al.*, 2019).

Nell'ultimo decennio gli istituti di credito europei sono stati costretti ad adeguarsi al rispetto di vincoli minimi di capitale di vigilanza sempre più stringenti, secondo quanto previsto dal "*Phase-in-Arrangements*" (BCBS, 2011), e, nel frattempo, le *discretionary loan loss provision* hanno continuato a giocare un ruolo chiave nell'alimentazione del capitale di vigilanza, attestandosi come l'*accrual* privilegiato per compiere manipolazioni di bilancio. La possibilità che all'interno delle maglie intricate della regolamentazione di capitale di Basilea III si possano annidare opportunità di manipolazione di bilancio, specificamente di earnings management, attraverso la leva della discrezionalità del riconoscimento e dell'ammontare delle *discretionary loan loss provision*, continua ad alimentare l'interesse di studiosi ed esperti. Ancora scarsi, però, risultano i contributi della ricerca sui potenziali effetti

contabili prodotti nel mercato finanziario europeo dalla regolamentazione bancaria di Basilea III, suggerendo ulteriori indagini sul tema.

3.5. *Il nuovo principio contabile IFRS 9 Financial Instruments*

Le caratteristiche regolamentari degli standard IAS/IFRS, che compongono il framework contabile internazionale dello IASB, esercitano una notevole influenza sulle politiche di bilancio adottate dalle imprese (Allegrini, 2003; Watts, 2003; Dietrich *et al.*, 2011; Quagli, 2011; Detzen e Zulch, 2012; Marchi & Potito, 2012; Shalev *et al.*, 2013). L'interesse sempre maggiore rivolto all'introduzione di nuovi principi o di recenti e significative modifiche apportate a quelli precedenti lascia intuire la grande attenzione sviluppatasi nell'arco degli ultimi dieci anni. Inoltre, la considerevole spinta regolamentare ha trasformato radicalmente la *ratio* di alcune prassi contabili tradizionali, con conseguenze rilevanti a livello internazionale.

L'introduzione nel framework IASB del principio IFRS 9-*Financial Instruments*, in sostituzione del precedente standard IAS 39, rappresenta una delle novità maggiormente meritevoli di approfondimento. Dal luglio 2014 le società sono state invitate ad adottare l'approccio prudenziale che sottende l'IFRS 9, ma solo dal 1° gennaio 2018 il rispetto di tale principio è diventato obbligatorio (Bischof & Daske, 2016). La portata straordinariamente innovativa della *ratio* insita nel principio IFRS 9, in relazione all'attività di *provisioning*, e la potenziale rilevanza degli effetti nei bilanci degli istituti di credito hanno evidenziato la necessità di un suo studio approfondito, sebbene prematuro rispetto alla sua obbligatoria applicazione. Contestualizzando l'applicazione dell'IFRS 9 all'intero settore bancario, il nuovo standard IFRS 9 impone alle banche di sostituire il metodo delle *Incurred Loss* (ex IAS 39) per l'imputazione delle *loan loss provision* all'esercizio con il metodo delle *Expected Credit Loss (ECL)* (ex IFRS 9). Secondo il metodo delle ECL, un istituto di credito deve compiere un accantonamento per potenziali perdite su crediti non appena concede un prestito a terzi, senza aspettare il sopraggiungere di un evento "attivatore" che lasci presagire una potenziale perdita di un credito. Invece, secondo il precedente metodo delle IL, una banca deve compiere un'operazione di accantonamento per rischi di perdite su crediti solo nel momento in cui si manifesta un rischio effettivo di una perdita di un credito, ossia in corrispondenza di un evento "attivatore". Mentre il principio IFRS 9 richiede l'adozione di un approccio "*forward-looking*", in cui si anticipa il riconoscimento delle potenziali perdite su crediti, il principio IAS 39 richiede un approccio "*backward-looking*" (Akins *et al.*, 2017)⁴⁰.

⁴⁰ "Consideration of forward-looking information, including macroeconomic factors, is a distinctive feature of ECL accounting framework and is critical to the timely recognition of ECL. Banks will have to employ sound judgment consistent with generally accepted methods for economic analysis and forecasting. As credit risk management is a core competence of banks, the Committee expects that a bank's consideration of forward-looking information will be supported by a sufficient set of data" (BCBS, 2015, p.5).

Una delle motivazioni dello stravolgimento di una consolidata pratica contabile è riconducibile alla necessità di imporre alle banche un comportamento più prudente, di tutela da improvvise insolvenze e/o crisi di liquidità. In effetti, la *Global Financial Crisis* (GFC) e la *Sovereign Debt Crisis* (SDC), che hanno profondamente scosso gli equilibri del mercato finanziario d'Europa nei primi anni del XXI secolo, provocando il fallimento di numerosi istituti di credito, hanno evidenziato quanto il sistema bancario Europeo fosse impreparato ad affrontare una pesante crisi e che, soprattutto, le pratiche di cessione del credito non erano accompagnate da adeguate politiche di copertura dei rischi di credito (Cohen & Edwards, 2017). Una ulteriore motivazione consisteva nell'urgenza di intervenire per frenare delle pratiche di accantonamento di capitali "*too little, too late*", capaci di generare un effetto eccessivamente pro-ciclico rispetto alle operazioni di contrazione ed espansione delle attività creditizie nelle banche (Laeven & Majnoni, 2003; Beatty & Liao, 2011; Bushman & Williams, 2012; ECB, 2018; Cohen & Edwards, 2017). Pertanto, si è resa necessaria, così, l'introduzione di un sistema di accantonamenti per perdite su crediti che anticipasse le perdite future attraverso un approccio *forward-looking* (e.g., BCBS, 2009; Financial Crisis Advisory Group, 2009; Financial Stability Forum, 2009; G20, 2009).

L'adozione del metodo delle ECL consente un più tempestivo riconoscimento delle potenziali perdite su crediti, attraverso l'imputazione all'esercizio di maggiori *loan loss provision* discrezionali, permettendo così agli istituti di credito di essere più preparati ad affrontare l'improvvisa insolvenza dei debitori (Novotny-Farkas, 2016). La costituzione di un fondo più capiente per accantonamenti per rischi di perdite su crediti consentirebbe agli istituti di credito di detenere un ammontare di liquidità disponibile sufficiente per coprire le eventuali perdite su crediti e di fronteggiare adeguatamente shock di liquidità improvvisi. L'effetto potenzialmente positivo di un rafforzamento della stabilità finanziaria del singolo istituto di credito e del mercato nella sua totalità, derivante dall'adozione dell'IFRS 9, come dimostrato dalle indagini di Beatty & Liao (2014) e di Acharya & Ryan (2016), si contrappone però ad una maggiore aleatorietà nella scelta dell'esatto *timing* e dell'ammontare delle *loan loss provision* da imputare all'esercizio.

Da un punto di vista contabile l'adozione del principio IFRS 9 consente agli istituti di credito di aumentare, senza problemi nel breve periodo, le *loan loss provision* discrezionali sulla base di previsioni di potenziali perdite su crediti (Barclays, 2017; Dal Maso *et al.*, 2019). Ma, siccome le *loan loss provision* rappresentano un costo da imputare all'esercizio che, inevitabilmente, impatta negativamente sui risultati economici di periodo, si crea un *trade-off* tra un processo di *provisioning* prudentiale e *forward-looking*, incoraggiato dall'IFRS 9, e la pratica di earnings management orientata alla *disclosure* di migliori risultati di bilancio.

Contestualizzando la contrapposizione tra i due suindicati principi contabili nell'ambito delle politiche di earnings management, si può notare che il metodo di accantonamento IL dello IAS 39 permetteva alle banche di riconoscere delle *loan loss provision* solo in corrispondenza di un evento che accertasse l'esistenza di un rischio effettivo di una perdita su credito, mentre il metodo odierno di accantonamento ECL consente ai manager di compiere delle valutazioni discrezionali riguardo il momento preciso e l'ammontare specifico

delle somme da accantonare, garantendogli un così ampio margine di manovra (Bischof & Daske, 2016; Novotny-Farkas, 2016) che può, talvolta, essere impiegato per scopi opportunistici. È proprio la discrezionalità concessa ai manager bancari in merito alla scelta della quantità di denaro da impiegare per compiere accantonamenti preventivi prudenziali (ex IFRS 9) che conferisce a questi il potere di compiere delle manipolazioni di bilancio per modificare gli earnings⁴¹. La possibilità di compiere delle operazioni di accantonamento tempestive e “anticipatorie”, a cui auspicavano gli *standard setter*, non garantisce un aumento delle riserve di capitale da parte delle banche per effetto di una maggiore esposizione al rischio di credito. Infatti la scelta di riconoscere più o meno *loan loss provision* può essere dettata dall’interesse rispettivamente di ridurre o di aumentare gli utili dell’esercizio per scopi di natura manageriale o *corporate*. Di conseguenza, un aumento delle *loan loss provision*, a parità di condizioni, comporterà una riduzione degli earnings, per effetto di maggiori costi imputati all’esercizio, mentre una riduzione delle *loan loss provision* comporterà un aumento degli earnings.

Siccome la procedura di *provisioning* come prevista dall’IFRS 9 non possiede vincoli rigidi, né in merito alla tempistica di *loan loss provisioning* né in termini di ammontare delle *provision*, è ragionevole ipotizzare che le banche possano sfruttare questo spazio discrezionale non per perseguire politiche di accantonamento prudenziale ma per scopi opportunistici di *disclosure*. Le autorità bancarie regolamentari, che avevano già previsto tale eventualità, hanno introdotto delle linee guida al trattamento contabile dei *non-performing loan* al fine di ostacolare tali pratiche manipolative di bilancio (*i.e.*, “*Guidance to banks on non-performing loans*”) (ECB, 2017). Senza dubbio le linee guida della BCE consentono di definire con più chiarezza che tipo di valutazioni le banche devono compiere per evitare il ricorso incontrollato ed eticamente scorretto alle operazioni di *provisioning* per scopi manipolativi (*e.g.*, Barth & Landsman, 2010; Bushman & Landsman, 2010). Ma, ad oggi, esse rappresentano soltanto principi guida e raccomandazioni di specifiche prassi, utili a garantire, nell’assenza di norme vincolanti e predittive, la coerenza delle pratiche di *loan loss provisioning* con gli scopi auspicati dal principio IFRS 9. L’assenza nel panorama degli studi di Accounting di indagini empiriche specificamente incentrate sulla possibile correlazione tra l’adozione del metodo delle ECL e le operazioni di earnings management, soprattutto all’interno del settore bancario, suggerisce di compiere ulteriori sforzi per ampliare la conoscenza di una problematica tanto nuova quanto intricata.

⁴¹ “By allowing banks to recognize early, it should result in charges against earnings (and possibly capital) during the part of the economic cycle when times are good, as banks anticipate higher future losses when the cycle turns negative, and less such charges when times are bad, as banks anticipate lower future losses when the cycle turns positive” (Dungan, 2009, p.2).

3.6. *La crescente pressione competitiva nel mercato bancario*

La letteratura di Accounting da anni investiga sugli effetti della competizione all'interno del mercato bancario, ma i risultati non sono univoci e alcuni quesiti cruciali restano ancora senza risposta. L'attribuzione di effetti negativi all'inasprimento della competizione nel mercato bancario è stato l'approccio che ha dominato gli orientamenti della letteratura. Pochi studi, sia teorici sia empirici, hanno supportato la tesi contraria (Goetz, 2017). Secondo le prove fornite dall'evidenza empirica, la competizione nel mercato bancario rappresentò per molti anni una vera e propria minaccia per la profittabilità delle banche americane, tanto che il governo statunitense introdusse un sistema di barriere alla competizione in grado di proteggere gli istituti di credito (Peltzman, 1965). Ma, verso la metà degli anni '60, ci fu un'inversione di tendenza caratterizzata da una scelta politica di liberalizzazione del mercato bancario, che provocò una forte impennata della spinta competitiva (Keeley, 1985a, b). Negli anni Ottanta l'inasprimento della competizione aveva portato ad un deterioramento del "*charter value*", ovvero delle rendite monopolistiche, e ad un radicale incremento di fallimenti tra gli istituti di credito (Keeley, 1990). Fu proprio in tale periodo storico che gli studiosi di Accounting teorizzarono per la prima volta l'effetto deleterio della competizione sulla prudenza delle pratiche bancarie, incrementandone così l'esposizione al rischio (Keeley, 1990). In quel contesto storico alle banche venne attribuita la colpa di aver ceduto a pratiche troppo rischiose, ad esempio con strategie di portafoglio aggressive, per recuperare la profittabilità perduta a causa della forte competizione (Besanko & Thakor, 1993; Boot & Greenbaum, 1993; Edwards & Mishkin, 1995).

Una delle prime teorie sugli effetti della competizione sulle pratiche bancarie si sviluppa sulla *ratio* del paradigma del "*franchise value*", secondo il quale esiste una relazione inversa tra il *franchise value* di una banca e l'assunzione di rischio⁴². L'impianto teorico-concettuale di questo paradigma si è prestato per lo sviluppo di diverse teorie sulle conseguenze della pressione competitiva nel mercato bancario (Marcus, 1984; Furlong & Keeley, 1989; Keeley, 1990; Carletti & Hartmann, 2003; Carletti, 2008). Secondo tale paradigma, quando il *franchise value* di una banca si riduce, le banche sono più orientate a compiere delle operazioni rischiose, come incrementare l'attività di cessione del credito, ricorrere a piani strategici di investimento con un elevato rischio, dotarsi di un ammontare di capitale di vigilanza non adeguato allo scopo di recuperare il livello di profitti registrati negli esercizi precedenti (Keeley, 1990; Carletti & Hartmann, 2003; Carletti, 2008). Di conseguenza, l'aumento della rischiosità delle pratiche creditizie delle banche non solo può indebolirne la solvibilità, esponendole ad un pericolo di fallimento, ma può compromettere anche la solvibilità di tutto il sistema bancario in cui esse operano, a causa della fitta rete di connessioni interbancarie. Beck, Demigurre-Kunt e Levine (2003), invece, dimostrano che nei sistemi bancari molto concentrati (dove la competizione è bassa) c'è una minore probabilità di manifestazione di crisi finanziarie. Le teorie sulla competizione sfruttano la *ratio* teorica alla

⁴² Il *franchise value* è inteso come il potere competitivo di un'impresa sul mercato.

base del paradigma del *franchise value* e identificano come causa principale del peggioramento di quest'ultimo l'intensificarsi della competizione sul mercato. Le teorie di Accounting hanno ipotizzato che a fronte di un rafforzamento della competizione tra istituti di credito si vada ad erodere il *franchise value*, il quale, a sua volta, comporta un maggiore ricorso a pratiche rischiose che minacciano la solvibilità della banca e del sistema finanziario. L'idea della necessità di controllare la competizione deriva proprio dai risultati socialmente indesiderati che l'eccessiva competizione può provocare (come, ad esempio, i fallimenti) (Allen & Gale, 2004).

Un'altra parte della letteratura, invece, sostiene il paradigma "*risk-shifting*", secondo cui la competizione, identificabile attraverso la misura di concentrazione del mercato, può impattare in modi diversi sulla stabilità della banca in base all'effetto netto generato tra mercato del deposito e mercato del credito (Allen & Gale, 2002; Boyd & De Nicolò, 2005). Questo paradigma pone in rilievo la fragilità del pensiero teorico del paradigma del "*franchise value*", dimostrando che l'aumento della concentrazione del mercato (e quindi una riduzione della competizione) comporta un aumento dei tassi di interesse e, allo stesso tempo, spinge le banche a ricorrere a politiche rischiose attraverso l'azzardo morale.

L'analisi empirica condotta da Goetz nel 2017, contrariamente a quanto fino ad allora dimostrato, supporta la tesi secondo cui un aumento della competizione all'interno del mercato bancario americano non solo comporta un miglioramento della profittabilità dei singoli istituti di credito ed una minore volatilità dei risultati economici, ma rafforza anche la stabilità dell'intero mercato finanziario (Goetz, 2017).

Ad oggi non è ancora ben chiaro se l'intensificazione della competizione aumenti la rischiosità delle pratiche bancarie o le diminuisca e, soprattutto, se le politiche contabili siano effettivamente coinvolte, generando conseguenze positive o negative sulla trasparenza dei bilanci. Pertanto, condurre indagini ulteriori rappresenta il percorso obbligato da intraprendere, in modo da sciogliere alcuni nodi concettuali e scoprire se la competizione nel mercato bancario influenza le pratiche di earnings management.

La letteratura di Accounting recente ha iniziato ad investigare sugli effetti esercitati dalla competizione sulle politiche di *provisioning*, capaci di influenzare la *disclosure* di bilancio. Un primo studio ha evidenziato che quando la competizione all'interno del mercato bancario si intensifica, nelle banche si manifesta la tendenza ad evitare il riconoscimento delle *loan loss provision* (Goetz, 2017).

Uno studio successivo, invece, ha dimostrato che le banche americane, quando si sentono minacciate da un rafforzamento della competizione determinato dall'ingresso di un nuovo *competitor* all'interno del mercato, ricorrono maggiormente alle *loan loss provision* per ridurre gli earnings (Tomy, 2019). La motivazione di questo comportamento è stata ricondotta principalmente alla volontà delle banche presenti sul mercato di scoraggiare l'ingresso di nuovi potenziali concorrenti, mostrando loro una profittabilità minore di quella effettiva (Tomy, 2019).

Contemporaneamente, però, il maggiore ricorso alle *loan loss provision* potrebbe essere la conseguenza di una pressione generata dagli organismi regolamentari. Infatti, si suppone

che, in previsione di un aumento futuro della competizione nel mercato bancario, gli enti regolamentari possano spingere le banche ad accantonare di più per contrastare un prevedibile maggiore ricorso a pratiche rischiose (Keeley, 1990, Allen & Gale, 2000; Bushman *et al.*, 2015; Tomy, 2019). Tali risultati, seppur parziali, offrono rilevanti spunti di riflessione sulla possibilità che effettivamente le *loan loss provision* siano impiegate per compiere delle operazioni di manipolazione di bilancio allo scopo di ridurre l'ammontare complessivo di utili e scoraggiare l'ingresso di nuovi *competitor* all'interno dei mercati più concentrati (e quindi meno competitivi). Sebbene Goetz (2017) e Tomy (2019) abbiano ricondotto le politiche di *loan loss provision* alla pressione competitiva sul mercato finanziario, ancora non è stato detto nulla sugli effetti della competizione tra le banche sulle pratiche di earnings management. Una simile lacuna nella letteratura suggerisce agli studiosi e agli esperti del settore di intraprendere un percorso di ricerca che possa colmare tale falla.

3.7. *Gli effetti sulle politiche contabili della crisi finanziaria*

Anche se la crisi finanziaria e la competizione rappresentano due fenomeni identificabili separatamente, richiedono comunque un'analisi congiunta per una più profonda e piena comprensione delle dinamiche che li portano ad interrelarsi. Infatti tra le conseguenze attualmente ancora evidenti della crisi finanziaria si nota l'inasprimento della competizione nel mercato finanziario globale (ECB, 2018).

Sebbene l'equilibrio economico nel mercato finanziario europeo nell'ultimo decennio sia stato sconvolto da una molteplicità di fattori eterogenei, la GFC e la SDC sono stati i fenomeni più critici e dannosi per la stabilità delle banche, al punto tale da spingere le autorità bancarie internazionali (ad esempio, la BCE) ad intervenire massicciamente per tentare di ripristinare l'equilibrio economico (Agenor & Zilberman, 2015; Cohen & Edwards, 2017; Pinto & Picoto, 2018).

Prima di procedere, è d'uopo precisare che, laddove all'interno del seguente capitolo, si parla di effetti della crisi finanziaria, si fa implicitamente riferimento alle conseguenze provocate dalla GFC e dalla SDC⁴³. È stata proprio la GFC a contribuire in modo determinante a provocare una delle più profonde recessioni del dopoguerra, che ha lasciato il segno ancora oggi nei bilanci delle banche europee (ECB, 2017; ECB, 2018; CGFS, 2018).

Durante gli anni scottanti della crisi finanziaria le banche assistettero impotenti ad un repentino deterioramento della qualità del loro portafoglio creditizio, alla crescente insolvibilità dei debitori, alla perdita di valore degli strumenti finanziari quotati e alla possibilità che i rapporti interbancari potessero far crollare tutte le banche della rete con un effetto domino (ECB, 2017; ECB, 2018; CGFS, 2018). L'ammontare complessivo dei *non-performing loan* in quegli anni cresceva a dismisura e gli shock di liquidità a cui furono sottoposte le banche obbligarono ad una stretta creditizia (*i.e.*, *credit crunch*), che provocò un

⁴³ La GFC è scoppiata in Europa nel 2008, mentre la SDC è iniziata nel 2010 e ha avuto una durata che varia da paese a paese dell'Unione Europea (Managanaris *et al.*, 2017).

congelamento dell'economia. Moltissimi istituti di credito fallirono e molti altri scelsero di ricorrere alle strategie di *Business Combination*. L'effetto combinato di questi eventi ha acuito la paura di non sopravvivere alla crisi e ha generato una forte pressione nel tenere livelli di performance coerenti alle aspettative degli investitori.

Il forte impatto provocato dalla recessione economica sulla profittabilità delle banche e sulle *business strategy* ha alimentato l'interesse degli studiosi di Accounting sulla possibilità che l'attendibilità e la trasparenza dell'informativa dei *financial statements* potesse esserne influenzata positivamente o negativamente, specialmente alla luce del ruolo cruciale assunto dalle banche durante la crisi (e.g., Beatty & Liao, 2014; Bushman, 2014; Filip & Raffournier, 2014; Cimini, 2015; Persakis & Iatridis, 2015; Manganaris *et al.*, 2016; Lobo, 2017; Pinto & Picoto, 2018; Caporale *et al.*, 2018). In effetti, indipendentemente dal contesto geografico e dall'epoca storica, l'evidenza empirica ha segnalato che le condizioni macroeconomiche di forte stress talvolta riescono ad influenzare le scelte contabili manageriali (e.g., Han & Wang, 1998; Smith *et al.*, 2001; Saleh & Ahmed, 2005). La possibilità che la crisi finanziaria potesse in un certo modo condizionare le pratiche di Accounting ha alimentato la curiosità nell'investigare la problematica delle manipolazioni di bilancio, in particolare l'earnings management. Secondo alcuni studi di Accounting, gli squilibri finanziari nel mercato e le crisi economiche spingono le imprese a compiere delle operazioni di manipolazione degli earnings (e.g., Peltzman, 1976; Jones, 1991; DeAngelo *et al.*, 1994; DeFond & Jimbalvo, 1994; Sweeney, 1994; Bhat, 1996; Lim & Matolcsy, 1999; Navissi, 1999; Jaggi & Lee, 2002; Johl *et al.*, 2003; Flannery *et al.*, 2004; Saleh & Ahmed, 2005; Charitou *et al.*, 2007; Iatridis & Kadorinis, 2009; Ahmad, Zaluki *et al.*, 2011; Kousenidis *et al.*, 2013; Habib *et al.*, 2013; Flannery *et al.*, 2013; Bushman, 2014; Persakis & Iatridis, 2015; Pinto & Picoto, 2018). Secondo altri studi, invece, le crisi finanziarie comportano una riduzione delle manipolazioni di earnings (e.g., Chia *et al.*, 2007; Jenkins *et al.*, 2009; Strobl, 2013; Francis *et al.*, 2013; Filip & Raffournier, 2014; Cimini, 2015; Manganaris *et al.*, 2017). Le ricerche condotte all'interno del mercato delle società finanziarie, in alcuni casi, non hanno riscontrato alcuna connessione tra gli effetti della crisi finanziaria e il ricorso all'earnings management (Balasubramanyan *et al.*, 2014), in altri, invece, hanno identificato una relazione negativa (Azzali *et al.*, 2014).

Il carattere contrastante dei risultati finora ottenuti in ambito accademico e al contempo la necessità di porre in essere interventi correttivi per le pratiche contabili, ancora oggi non perfettamente trasparenti, evidenziano l'esigenza di proseguire con ulteriori indagini. Le implicazioni teoriche delle ricerche compiute sugli effetti delle crisi economiche per le società finanziarie e per quelle non finanziarie sono discordanti e non chiariscono il ruolo effettivo della crisi nelle pratiche contabili. È possibile ricostruire i contributi della letteratura sull'argomento attraverso un diagramma di flusso, in questo caso semplificato. Tutti gli studi condotti finora sul ruolo della crisi finanziaria sulle pratiche di earnings management si dividono in due grandi gruppi. Il primo gruppo ha dimostrato che durante i periodi di crisi economica si registra un maggiore ricorso alle pratiche di earnings management; il secondo gruppo, al contrario, ha affermato che, durante gli anni di crisi finanziaria, si riducono le

manipolazioni di utili, le banche fanno ricorso al *Conservatism Accounting* e la conseguente riduzione dell'ammontare del reddito complessivo di periodo alimenta l'erronea convinzione secondo cui la crisi finanziaria incoraggia le banche ad implementare la trasparenza dell'informativa contabile in termini di *conservatism* e *timeliness* (Manganaris *et al.*, 2017). Il primo gruppo di studi sviluppa all'interno due filoni teorici differenti, configurabili attraverso il segno opposto delle operazioni di earnings management. Secondo il primo filone, la crisi spinge le imprese a compiere manipolazioni al rialzo degli utili, mentre il secondo filone sostiene l'esatto contrario. Le evidenze empiriche a supporto della prima tesi sono esigue, quelle a supporto della seconda sono più numerose.

Ahmad-Zaluki, Campbell e Goodacre (2011) sostengono che durante i periodi di severa crisi economica i manager alla guida delle imprese nelle IPO sono incentivati a compiere earnings management, facendo aumentare gli utili allo scopo di non mostrare deboli performance operative. Precisamente, è stato dimostrato che la *East Asian Crisis*, che ha investito la Malesia (1997-1998), ha rappresentato una condizione di contesto favorevole al ricorso all'earnings management per tutte le imprese avviate in un processo di IPO, specialmente alla luce della generalizzata ridotta profittabilità (Ahmad-Zaluki *et al.*, 2011).

Le problematiche di gestione delle *debt covenant* per le imprese in crisi rappresentano talvolta un fattore incentivante per le pratiche di manipolazione degli utili. Infatti i manager delle imprese che si trovano in difficoltà finanziarie fanno ricorso alle politiche di manipolazione dei *discretionary accrual* per incrementare il livello degli utili, nel caso in cui si prospettasse la possibilità di una rinuncia da parte dei finanziatori per la violazione delle *debt covenant* (Watts & Zimmermann, 1986; DeFond & Jambalvo, 1994; Sweeney, 1994; Jaggi & Lee, 2002). L'estensione dello stress finanziario a cui sono sottoposte le imprese è la causa scatenante delle politiche di *discretionary accrual*, che comportano un incremento o un decremento degli utili (Jaggi & Lee, 2002). Inoltre, le indagini di DeFond e Jambalvo (1994), Sweeney (1994), Saleh e Ahmed (2005) e Iatridis e Kadorinis (2009), aggiungono che i manager delle imprese in difficoltà economica (*i.e.*, *distressed firms*), per non violare le *debt covenant* agganciate al risultato economico di periodo, compiono operazioni di earnings management al rialzo degli utili attraverso *large negative discretionary accrual*.

Altri studi, invece, sostengono che durante i periodi di crisi le imprese ricorrono all'earnings management al ribasso degli utili.

Secondo Habib *et al.* (2013), durante la crisi finanziaria i manager delle imprese soggette a condizioni di stress finanziario accentuato hanno fatto maggiormente ricorso alle operazioni di earnings management al ribasso degli utili rispetto ai manager di imprese finanziariamente più stabili e sane. Per Filip e Raffournier (2014), ad esempio, nei periodi di difficoltà economica le imprese che non riescono ad estinguere interamente e in tempo le obbligazioni assunte nei confronti di terzi soggetti potrebbero essere interessate a mostrare utili più bassi di quelli reali per ricorrere più facilmente ad accordi di ristrutturazione del debito. In aggiunta, i manager delle imprese che attraversano un periodo di crisi economica immediatamente precedente alla bancarotta compiono pratiche di earnings management al ribasso degli utili allo scopo di attribuire la colpa di performance economiche negative unicamente

all'incapacità/inefficienza del precedente gruppo dirigenziale (DeAngelo *et al.*, 1994; DeFond & Jambalvo, 1994; Charitou, Lambertides & Trigeorgis, 2007). Infatti i conflitti di agenzia tra manager e azionisti sono molto più frequenti durante le crisi finanziarie (Mitton, 2002). Compiere earnings management al ribasso consente anche alle imprese di conservare gli utili per futuri esercizi amministrativi, giustificando al contempo le performance deboli attuali con la presenza di una congiuntura macroeconomica sfavorevole (Johl *et al.*, 2003) e a strappare concessioni dai lavoratori dipendenti dell'impresa, specialmente in sede di ridefinizione delle *union negotiation* (DeAngelo & DeAngelo, 1991; DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 1994). In aggiunta, siccome nei periodi di forte crisi economica i governi definiscono dei piani di aiuti alle imprese, i manager potrebbero essere interessati a manipolare gli utili al ribasso per accedere a tali sussidi e beneficiare di una moltitudine variegata di vantaggi governativi (Peltzman, 1976; Jones, 1991; Lim & Matolcsy, 1999; Navissi, 1999).

Procedendo nella disamina dei risultati delle indagini della letteratura sulla correlazione tra competizione e earnings management, si ricorda che gli studi di Iatridis e Dimitras (2013) dimostrano che durante la crisi finanziaria del 2008 le imprese italiane, greche e portoghesi hanno fatto maggiormente ricorso all'earnings management con lo scopo di migliorare la profittabilità rispetto ad altri paesi dell'Eurozona, ma non sono state fornite informazioni dettagliate sul segno delle variazioni di earnings registrate in bilancio. Anche Persakis e Iatridis (2015) dichiarano che durante il periodo della GFC si sia registrato un crollo della qualità degli earnings per effetto di un maggiore ricorso alle pratiche di manipolazione di bilancio. Invece dalle analisi di Kousenidis *et al.* (2013) è emerso che nei paesi dove c'è una *weak fiscal sustainability* la crisi finanziaria del 2008 ha migliorato l'affidabilità e la trasparenza degli earnings.

Nonostante esista ancora un acceso dibattito interno sul segno delle variazioni di earnings (al rialzo o al ribasso), una parte della letteratura di Accounting sostiene che condizioni critiche del contesto macroeconomico fungano da incentivo per le imprese a compiere più earnings management, mentre l'altra parte (molto più recente) supporta la tesi secondo cui durante la crisi economica l'earnings management si riduce. Strobl (2013) suggerisce che le operazioni di earnings management dovrebbero essere più frequenti in corrispondenza di condizioni economiche favorevoli e non durante i periodi di crisi.

Filip e Raffournier (2014) affermano che durante gli anni della crisi finanziaria, nella maggior parte dei paesi europei, il ricorso alle pratiche di earnings management si sia ridotto considerevolmente, supportando l'ipotesi che l'earnings management, sensibile alle condizioni economiche generali di mercato, aumenti in condizioni di crescita economica.

Siccome, durante la crisi economica, le imprese devono fare i conti con una maggiore pressione al controllo sui risultati, sull'eticità delle pratiche di business e sulla correttezza di quelle di Accounting da parte di una moltitudine di soggetti, come azionisti, finanziatori, *auditor* e autorità regolamentari, ricorrere alle manipolazioni di bilancio potrebbe esporle ad un elevato rischio di danni reputazionali e di immagine, finendo per aggravare ancora di più la condizione economica dell'azienda (Chia *et al.*, 2007). Seguendo questa *ratio* teorica,

alcune analisi empiriche hanno dimostrato che in specifici contesti la recessione economica ha contribuito ad incrementare la qualità dei *financial report* grazie alla radicale riduzione delle pratiche di manipolazione generata dall'intensificarsi del monitoraggio (Francis *et al.*, 2013). In effetti, durante un periodo di crisi economica le imprese potrebbero limitare le manipolazioni di bilancio proprio per ridurre la loro esposizione al *litigation risk*, che nei periodi di crisi aumenta (Jenkins *et al.*, 2009), confermando così quanto sostiene il filone della letteratura di Accounting secondo cui al crescere del *litigation risk* gli earnings diventino maggiormente *conservative* (Willekens & Bauwhede, 2003; Huijgen & Lubberink, 2005; Krishnan, 2007).

Chia, Lapsley e Lee (2007) e Jenkins *et al.* (2009) affermano che la crisi economica non sprona le aziende a manipolare gli utili, perché durante i periodi di crisi non vi è alcun incentivo a presentare al mercato risultati migliori di quelli effettivi (attraverso earnings management). La motivazione è adducibile alle aspettative generali del mercato sulle performance aziendali più deboli rispetto a quelle degli anni precedenti, a causa delle condizioni macroeconomiche di mercato sfavorevoli (Ahmad-Zaluki *et al.*, 2011).

Secondo le indagini di Cimini (2015) la crisi finanziaria del 2008 ha migliorato la qualità della *disclosure* finanziaria delle società europee grazie alla riduzione delle manipolazioni di bilancio che ne minacciavano la trasparenza.

Gli studi di Bertomeu e Magee (2011) contribuiscono ulteriormente ad arricchire un quadro già di per sé eterogeneo e variegato di relazioni, tra crisi finanziaria e earnings management. Secondo questi ultimi la relazione che lega l'affidabilità dell'informativa di *disclosure* finanziaria e le condizioni macroeconomiche di mercato non è monotonica, perché nei periodi di espansione la qualità dei *financial report* è massima, mentre nei periodi di declino si riduce, per poi aumentare di nuovo nei periodi di recessione.

I risultati delle sopraindicate analisi empiriche hanno consolidato la credenza secondo cui gli istituti di credito non adottano politiche di Accounting sempre eticamente corrette (Flannery *et al.*, 2004, 2013; Bushman, 2014). I risultati delle recenti ricerche sugli effetti della crisi finanziaria sul contesto bancario europeo hanno offerto risultati essenzialmente contrastanti. Pinto e Picoto (2018) hanno dimostrato che durante il periodo 2007-2014 le società bancarie europee quotate e non quotate hanno fatto ricorso all'earnings management attraverso politiche di *loan loss provisioning*, comprovando che la crisi finanziaria abbia danneggiato l'affidabilità dell'informativa di bilancio. Parimenti, Azzali *et al.* (2014) hanno provato che durante la crisi finanziaria nel periodo 2008-2011 le società bancarie quotate italiane hanno fatto ricorso all'earnings management attraverso politiche di *loan loss provisioning* per manipolare l'informativa contabile. Lo studio di Azzali *et al.* (2014), però, segnala che la crisi comporta una riduzione del comportamento opportunistico dei manager solo per quelle banche maggiormente esposte ai rischi.

Contrariamente ai risultati di questi ultimi, le indagini empiriche di Caporale *et al.*, (2018) hanno rilevato che nel contesto delle società bancarie italiane (con un campione di circa 400 istituti di credito quotati e non) la crisi finanziaria non ha incoraggiato le operazioni di earnings management e che le politiche di *loan loss provisioning* non sono state impiegate

per perseguire specifici scopi durante la crisi, ma hanno conservato un carattere essenzialmente *countercyclical*.

Alcuni anni fa uno studio di Bhat (1996) ha messo in evidenza come le banche che si trovano in condizioni economiche particolarmente critiche, assimilabili ad un contesto di crisi finanziaria generalizzata, e che registrassero un basso tasso di crescita, una bassa redditività degli investimenti, un povero portafoglio creditizio, un elevato indebitamento e che conducessero una politica aggressiva di *loan loss provisioning*, sono particolarmente più predisposte a compiere delle manipolazioni di earnings, precisamente di *income smoothing*⁴⁴. Infatti, queste ultime creano le condizioni di contesto favorevoli al ricorso alle manipolazioni di utili strumentali alla presentazione al mercato di performance migliori (Bhat, 1996).

La possibilità di una connessione tra le differenti tipologie di politiche di *loan loss provision* e le caratteristiche della crisi finanziaria sono state indagate recentemente all'interno del contesto delle società bancarie e sono emersi alcuni risultati significativi, capaci di indirizzare le future prospettive di ricerca in ambito di earnings management. Balasubramanyan *et al.* (2014) hanno dimostrato che le politiche di *loan loss provisioning* adottate dalle società bancarie sono state profondamente influenzate dagli effetti della crisi finanziaria. Tali evidenze sono emerse attraverso uno studio del comportamento di *loan loss provisioning* durante il *credit cycle* in tre fasi distinte: pre-crisi, crisi, post-crisi. Complessivamente è emerso che nel periodo immediatamente precedente allo scoppio di una crisi e nella parte finale della crisi ci sia un maggiore ricorso al “*forward-looking*” *loan loss provisioning* da parte delle banche che si affidano ai modelli statistici per valutare la performance del portafoglio creditizio. Tale comportamento anticipatorio nel riconoscimento delle potenziali perdite sui crediti ha avuto effetti talvolta distorsivi sugli earnings e sull'affidabilità dell'informativa dei *financial statements* per il mercato e per gli investitori. Anche Bushman e Williams (2014) hanno supportato la tesi secondo cui, durante i periodi di grave crisi finanziaria, le banche compiono delle manipolazioni di bilancio sfruttando lo spazio discrezionale delle politiche di *discretionary provisioning*, danneggiando così la trasparenza e l'affidabilità della *disclosure* di bilancio. Parimenti, Vyas (2011) ha dimostrato che durante i periodi di crisi finanziaria la trasparenza dei *financial statements* delle banche si riduce a causa di manipolazioni dell'esatto *timing* di contabilizzazione dei *write-down* degli *asset*, i quali, a loro volta, subiscono l'influenza delle politiche di riconoscimento delle potenziali perdite.

Alla luce di quanto è stato indagato sinora in ambito di *Financial Accounting* riguardo la possibile relazione tra gli effetti delle crisi finanziarie e le strategie di manipolazione dell'informativa di bilancio, come ad esempio l'earnings management, è emersa con forza l'assenza di un risultato condiviso e univocamente interpretabile. Gli studi sulla correlazione tra gli effetti della crisi finanziaria e le operazioni di earnings management, specialmente all'interno del contesto delle società bancarie quotate, sono tuttora scarsi e tale *gap* della

⁴⁴ “We find that banks with low growth, low book-to-asset ratio, high loans-to-deposit ratio, high debt-to-asset ratio, low market-to-book value ratio, low return on assets, high loan-loss provisions to gross loans ratio and low assets are likely to smooth their earnings” (Bhat, 1996, p.505).

letteratura suggerisce che vengano condotti ulteriori indagini per fare maggiormente chiarezza su una tematica tanto annosa quanto intricata.

Capitolo 4

L'esposizione al rischio di liquidità e l'Earnings Management

4.1. *Il potere informativo delle misure di liquidità rispetto agli Earnings*

Dalle analisi condotte finora è emerso quanto sia vasta, eterogenea e particolareggiata quella parte della letteratura in ambito di Accounting che ha indagato le cause, le caratteristiche e le conseguenze delle operazioni di earnings management. Gli *accrual* si sono rivelati lo strumento preferito per compiere earnings management, grazie alla loro discrezionalità di calcolo e di imputazione, che li rende particolarmente esposti alle manipolazioni (e.g., Schipper, 1989; Watts & Zimmermann, 1990; Dechow, Sloan & Sweeney, 1995; 1996; Sloan, 1996; Healy & Wahlen, 1998; Xie, 1998; Beneish, 2001; Hribar & Collins, 2002). La loro comprovata strumentalità per le pratiche di earnings management ne ha garantito, con opportune semplificazioni e generalizzazioni, una posizione pressoché centrale in quasi tutti i dibattiti, le analisi scientifiche e le riflessioni teoriche sul tema. Eppure non sembra essere esaustivo né corretto attribuire agli *accrual* il monopolio delle attenzioni nell'ambito delle analisi di manipolazione di bilancio e, più precisamente, di earnings, al punto tale da oscurare le potenzialità della portata informativa dei *cash flow* e dei loro possibili effetti in ambito contabile in caso di alterazioni (Farshadfar *et al.*, 2008).

L'evidenza empirica ha mostrato con assoluta sicurezza che le reazioni del mercato alle notizie di *abnormal earnings* sono immediate e consistenti, diversamente da quanto accade per le variazioni dei *cash flow* (Hepworth, 1953; Gordon, 1964; Beidleman, 1973; Ronen & Sadan, 1981; Moses, 1987; Jaggi & Sannella, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997). Eppure, nonostante la variabilità e la *predictability* degli earnings assumano il peso maggiormente determinante sulle valutazioni di convenienza degli investimenti nel mercato dei capitali (e.g., Cyert & March, 1963; Williamson, 1964; Gordon, 1964; Monsen & Downs, 1965; Amihud *et al.*, 1976; Schipper, 1989; De Angelo *et al.*, 1996; Healy & Wahlen, 1999; Barth *et al.*, 1999 a, b; Dechow & Schrand, 2004; Dichev & Tang, 2009), le informazioni contenute all'interno dei flussi di cassa esercitano un'influenza non trascurabile, specialmente all'interno del mercato finanziario (Farshadfar *et al.*, 2008).

Infatti l'approccio positivista degli studi di Accounting afferma che i *cash flow* sono addirittura più rilevanti degli earnings, in quanto lo *stock price* risente maggiormente delle variazioni dei flussi di cassa registrati dall'impresa durante l'esercizio amministrativo rispetto agli earnings pubblicati in bilancio (Riahi-Belkaoui, 2004). Il fondamento teorico di tale prospettiva è riconducibile alla capacità dei flussi di cassa di catturare in modo diretto e relativamente più trasparente le performance effettive dell'impresa (Hribar & Collins, 2002; Riahi-Belkaoui, 2004; Graham *et al.*, 2005), mentre, gli earnings contengono informazioni che non sempre riflettono tempestivamente le condizioni economiche in cui le imprese operano (Beaver *et al.*, 1980). La maggiore esposizione degli earnings alla manipolabilità

attraverso gli *accrual* e la maggiore rigidità delle registrazioni contabili dei flussi di cassa rendono i primi più esposti ai tentativi di alterazione rispetto ai secondi (Bernstein, 1993; Barth *et al.*, 1999 a, b; Kothari, 2001)⁴⁵. In aggiunta le misure dei flussi di cassa influenzano direttamente la liquidità della banca e la sua esposizione al rischio di liquidità (Holmstrom & Tirole, 2000)⁴⁶.

4.2. *Il Liquidity Risk nel contesto bancario*

Gli istituti di credito svolgono quotidianamente operazioni di varia natura che, con un buon grado di astrazione e sintetizzazione, e soprattutto senza pretese di esaustività, possono essere ricondotte alla raccolta dei capitali e al finanziamento di terzi soggetti (Diamond & Rajan, 2001; Teodori, 2018). Con i primi si generano dei flussi di cassa in entrata, provenienti dai risparmiatori e/o dai finanziatori, con i secondi, invece, dei flussi di cassa in uscita. In questo modo le banche alimentano la circolazione dei capitali all'interno dell'economia, favorendo, in particolari condizioni, la crescita e la stabilità del mercato finanziario (Halling & Hayden, 2006). Le caratteristiche intrinseche dell'attività svolta dagli istituti di credito fanno sì che questi siano inevitabilmente esposti al rischio di liquidità. In tal sede si esaminano le peculiarità del rischio di liquidità nel mercato finanziario sia osservando il sistema bancario nella sua totalità sia soffermando l'attenzione sui singoli istituti di credito.

La condizione della liquidità del mercato finanziario può essere investigata sotto tre prospettive differenti, a seconda che si faccia riferimento alla “*central bank liquidity*”, alla “*market liquidity*” o alla “*funding liquidity*” (ECB, 2009).

Il rischio di liquidità della banca centrale è pressoché nullo, in quanto la possibilità che si trovi in una condizione di illiquidità è più inverosimile che improbabile. I suoi ruoli monopolistici di “*liquidity provider*” e di “*originator of the monetary base*” consentono alla banca centrale di soddisfare il bisogno di liquidità degli operatori dell'intero sistema economico ogni volta che ne si presenti la necessità. Sebbene il sostenimento degli ingenti costi strumentali relativi all'immissione di liquidità nel sistema economico sia un'implicazione inevitabile, non ne consegue un incremento della sua esposizione al rischio di liquidità (ECB, 2009).

⁴⁵ Esiste un vero e proprio *trade-off* tra l'affidabilità e la trasparenza informativa degli *accrual* e quelle dei *cash flow*, che si riflettono anche sulla qualità degli *earnings*. Secondo Bernstein, gli *accrual* “*involve higher degrees of subjectivity than what enters the determination of cash flows from operations*” (1993). Allo stesso modo anche Barth *et al.* (1999a), qualche anno dopo, hanno affermato che “*because accruals are more affected by the estimation procedures of GAAP and, therefore, managerial discretion, we expect accruals and cash flows to have different abnormal earnings forecastability*” (p.225). Infatti la presenza predominante degli *accrual* in un esercizio rispetto ai flussi di cassa segnala/prefigura un imminente *earnings reversal* (Penman & Zhang, 200; Richardson *et al.*, 2001), che, a sua volta, suggerisce il ricorso all'*earnings management*.

⁴⁶ “*The liquidity-shortage and free-cash-flow problems are opposite sides of the same coin. The key challenge in liquidity management is to ensure that, at intermediate dates, just the right amount of money is available for payment of operating expenses and reinvestments. Whether this results in a net inflow (the liquidity-shortage case) or outflow (the free-cash-flow case) is important for corporate finance, but from an economic point of view there is no conceptual distinction*” (Holmstrom & Tirole, 2000, p.306).

Il rischio di liquidità del mercato, invece, riflette l'abilità dei *market participant* di compiere attività di *trading* di strumenti finanziari, beneficiando di un *fair price* e di una immediatezza delle transazioni. Prendendo in esame il contesto bancario, un elevato *market liquidity risk* può comportare il rischio per le banche di non poter liquidare un *asset* velocemente e senza incorrere in perdite, a causa di un mercato asfittico e scarsamente liquido. Il rischio di mercato non può essere diversificato ed è perciò riconosciuto come sistemico⁴⁷. In normali condizioni di mercato il rischio di liquidità si attesta su livelli bassi e tende a rimanere costante nel tempo, invece in condizioni di mercato più critiche il rischio aumenta (Pastor & Staumbaugh, 2003).

Il *funding liquidity risk*, la terza tipologia dei rischi di liquidità, misura il rischio a cui è potenzialmente esposto un istituto di credito di non estinguere le obbligazioni, assunte nei confronti di terzi alla scadenza (*i.e.*, impegni di pagamento), in modo efficiente, ovvero senza fare ricorso ai capitali di terzi e sostenere costi aggiuntivi.

Sebbene sia possibile investigare il rischio di liquidità in modo specifico e particolareggiato, scegliendo ciascuna delle sopracitate prospettive di indagine, per comprendere le cause, le sfaccettature, le dinamiche e le conseguenze del rischio di liquidità dell'intero sistema finanziario, in tal sede si approfondiscono le dinamiche dell'ultima tipologia di rischio di liquidità a cui è esposto ciascun istituto di credito (ECB, 2009).

Ripercorrendo gli aspetti definitori del rischio di liquidità per un istituto di credito si evidenzia l'esistenza di un accordo unanime nel considerare il rischio di liquidità come “*a risk arising from a bank's inability to meet its obligations when they come due without incurring unacceptable losses*” (Comptroller of the Currency, 2001). In altri termini, il rischio di liquidità esprime la misura della incapacità di rispettare, alla scadenza, le obbligazioni assunte nei confronti di terzi con la liquidità a disposizione (BIS, 2010), senza incorrere in costi aggiuntivi derivanti dalla vendita, a condizioni non convenienti, di alcuni *asset* per recuperare liquidità necessaria (Muranaga & Ohsawa, 2002; Diamond & Rajan, 2001; Jenkins, 2008). I suddetti aspetti definitori del *liquidity risk* risentono del ruolo attribuito agli istituti di credito di “*originator and distributor*” della liquidità nel mercato (Strahan, 2008), poiché alle banche è riconosciuto il potere di supportare la circolazione di liquidità all'interno del mercato. Sotto questa specifica prospettiva interpretativa, un basso rischio di liquidità si manifesta nel caso in cui un istituto di credito sia in grado di vendere in qualsiasi momento e rapidamente degli *asset* a prezzi competitivi. Dunque più è scarsa la disponibilità di liquidità, più è alta la probabilità di esserne improvvisamente a corto, ad esempio quando i correntisti prelevano in massa ingenti somme precedentemente depositate (Diamond & Dybvig, 1983;

⁴⁷ Sul punto, si veda Longstaff, F.A. (1998). *Financial Claustrophobia: Asset Pricing in Illiquid Markets*. Wall Street Journal; Pastor, L., & Staumbaugh, R.F. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685; Acharya, V.V., & Pedersen, L.H. (2005). Asset Pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410; Brunnermeier, M.K., & Pedersen, L.H. (2005). Predatory trading. *The Journal of Finance*, 60(4), 1825-1863; Chordia, T., Sakar, A., Subrahmanyam, A. (2005). An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129; Brunnermeier, M.K., & Pedersen, L.H. (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.

Jeanne & Svensson, 2007), quando la struttura patrimoniale della banca è appesantita da un'elevata esposizione debitoria a lungo termine, quando si palesano fenomeni di insolvenza grave dei debitori, intensificando così il rischio di liquidità (Kashyap *et al.*, 2002; Morris & Shin, 2004). In aggiunta una delle cause più frequenti della carenza di disponibilità liquide è lo sfasamento temporale tra la maturazione delle attività e la scadenza delle passività (Kosmidou, 2008; Goodhart, 2008). Infatti gli istituti di credito, che per natura sono esposti ad un elevato rischio di liquidità (Jenkins, 2008), non di rado sono costretti ad affrontare problematiche di “*maturity transformation*”⁴⁸, ovvero di disallineamento tra le tempistiche di recupero dell'investimento e di estinzione delle passività, capaci di danneggiare la liquidità ed aggravare l'esposizione al rischio (The Sharman Inquiry, 2011). Per contrastare gli effetti deleteri derivanti da inefficienze di “*maturity transformation*”, gli istituti possono dotarsi di *asset* liquidi e/o prontamente liquidabili, che fungono da cuscinetto (*buffer*) di sicurezza, fronteggiando così prontamente l'improvvisa necessità di ingenti esborsi di denaro e tutelando il *going concern* aziendale (Holmstrom & Tirole, 2000; Kosmidou, 2008). Infatti, un'elevata esposizione al rischio di liquidità minaccia la profittabilità di un'impresa, compromettendone, talvolta, la sua sopravvivenza.

La liquidità rappresenta uno degli aspetti più rilevanti della condizione di solvibilità di un istituto di credito, dal momento che influenza profondamente il suo equilibrio finanziario e monetario di breve periodo (The Sharman Inquiry, 2011; Teodori, 2018)⁴⁹. Inoltre, consistenti shock di liquidità che colpiscono la banca in modo reiterato nel tempo possono provocare non solo gravi danni di redditività, ma anche comprometterne la capacità di continuazione dell'attività, costringendo l'istituto di credito al fallimento (Chaplin *et al.*, 2000; Diamond & Rajan, 2005; Goodhart, 2008; Kosmidou, 2008). La gravità della circostanza di una procedura fallimentare di un istituto di credito emerge chiaramente dall'intensità dei danni provocati a tutti i soggetti che hanno instaurato un rapporto diretto, creditizio o debitorio, con l'istituto (ad esempio, correntisti e finanziatori) o, semplicemente, che partecipano alla struttura proprietaria. Pertanto, il rischio di liquidità di una singola banca, quando ben circoscritto, non è di per sé una minaccia per la stabilità dell'equilibrio dell'intero mercato. Quando, però, per effetto di una elevata esposizione al rischio di liquidità, si verifica un fallimento dell'istituto di credito che, a sua volta, innesca una serie di fallimenti a catena di altri istituti di credito strettamente connessi tra loro, ripercorrendo le fila di una rete di rapporti interbancari (Flannery, 1996; Freixas *et al.*, 1999; Diamond & Rajan, 2001, 2005), coinvolgendo anche privati, enti pubblici e investitori (*i.e.*, effetto contagio) (Ahrony & Swary, 1983; Herring & Vankudre, 1987; Saunders, 1987; Diamond & Rajan, 2005; BCBS, 2011), allora il rischio di liquidità della banca ha il potere di far vacillare l'intero equilibrio del mercato (ECB, 2009).

⁴⁸ “*This ‘maturity transformation’ performed by banks is essential to allow capital to be invested in a productive way to support economic growth. But by offering such maturity transformation, banks are inherently exposed to liquidity risk – the risk that a bank is unable to meet its commitments should depositors attempt to withdraw their funds ahead of the bank’s capacity to repay them*” (Jenkinson, 2008, p.223).

⁴⁹ “*Investors generally think that both solvency and liquidity are important considerations in the going concern assessment and want to know that the risks associated with both are properly managed*” (The Sharman Inquiry, Going concern, p.5).

Nonostante l'evidenza empirica abbia ripetutamente dimostrato che le banche, per natura, sono particolarmente esposte al rischio di liquidità (Jenkinson, 2008), quest'ultimo non sembra aver suscitato particolare attenzione in merito al suo controllo e alla sua gestione negli istituti di credito europei, specialmente negli anni immediatamente precedenti allo scoppio della crisi finanziaria globale del 2008 (Diamond & Rajan, 2005; Mishkin *et al.*, 2006; CEBS, 2008; Goodhart, 2008; Crowe, 2009). In quel periodo numerose banche europee erano accomunate dalla presenza di riserve di capitali sostanzialmente insufficienti a fronteggiare situazioni di shock di liquidità improvvisi e reiterati, confermando che, effettivamente, fino a quel momento, tra le varie tipologie di rischi quello di liquidità era quello gestito con maggiore (pericolosa) superficialità (Jenkinson, 2008; BCBS, 2011). Anche negli ambiti di ricerca e nelle sedi regolamentari internazionali tematiche diverse rispetto al rischio di liquidità apparivano più "scottanti" e meritevoli di maggiore attenzione, quali ad esempio il rischio di credito, il rischio operativo e il rischio di tasso di interesse.

La credenza secondo cui una solida struttura patrimoniale, un profittevole portafoglio di *asset* creditizi e una regolare redditività delle attività potessero assicurare indubbiamente il *going concern* aziendale, anche in presenza di una bassa liquidità, crollarono di fronte a ciò che l'evidenza empirica mostrò successivamente (Crowe, 2009). Con lo scoppio della GFC gli istituti di credito e tantissime altre società non finanziarie dovettero fare i conti con una profonda carenza di liquidità (BCBS, 2011). Quest'ultima, in alcuni casi, ha ostacolato una tempestiva estinzione delle obbligazioni assunte verso terzi e/o fatto slittare nel tempo alcuni acquisti/investimenti già pianificati, in altri casi, ha completamente impedito il regolare svolgimento dell'attività d'impresa, provocandone, di conseguenza, il fallimento.

Trascurare una gestione e un controllo accurati del rischio di liquidità si è rivelata una scelta pericolosa, talvolta una prassi inconsapevole e fatale, specialmente perché tutti i rischi che una banca è costretta a fronteggiare impattano, direttamente o indirettamente, sul rischio di liquidità (Brunnermeier & Yogo, 2009; BCBS, 2016). Non va dimenticato che quest'ultimo si configura come un rischio sequenziale, vale a dire che deriva da altri rischi finanziari, come, ad esempio, il rischio di liquidità di mercato (Matz & Neu, 2006). Pertanto nessun istituto di credito può sottrarsi alla sua gestione.

Proprio la superficiale o assente attenzione alla gestione e al monitoraggio del rischio di liquidità è stata riconosciuta dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria tra le cause principali che hanno provocato lo scoppio della GFC (BCBS, 2008)⁵⁰. Le gravi conseguenze provocate dalle crisi economiche e dagli shock finanziari hanno favorito la diffusione tra gli istituti di credito di una profonda consapevolezza della preoccupante condizione di trascuratezza in cui versa tuttora il rischio di liquidità, nonostante meriti di essere costantemente e scrupolosamente gestito e monitorato (CEBS, 2008; Crowe, 2009; Financial Reporting Council, 2014). Al giorno d'oggi, la problematica della gestione del rischio di liquidità è diventata una tematica cruciale sia per tutti gli istituti di credito che vogliono

⁵⁰ "For example, estimates based on the Austrian integrated stress tests suggest that overlooking the impact of liquidity shocks on solvency positions can lead to an underestimation of the total solvency stress test losses by as much as 30%, predominantly through the omission of the asset fire-sale channel" (BCBS, 2016, p. 2).

operare in condizioni di profittabilità, proteggendo il *going concern* aziendale, sia per i loro stakeholder (Brunnermeier *et al.*, 2009; Acharya *et al.*, 2010; Hanson *et al.*, 2011; Bisias *et al.*, 2012).

4.3. Gli interventi regolamentari sul controllo del *Liquidity Risk Management*

Le sopracitate conseguenze della crisi finanziaria globale hanno non solo riportato l'attenzione sull'importanza della gestione accurata del rischio di liquidità, ma hanno anche fatto emergere una problematica ugualmente cruciale rimasta fino a quell'epoca occulta: l'inadeguatezza della regolamentazione bancaria in tema di rischio di liquidità. Infatti, sebbene il sistema regolamentare bancario allora vigente, rappresentato in parte dai pilastri di Basilea, avesse esercitato una pressione molto forte sugli istituti di credito per il rispetto dei requisiti di capitale, questo però aveva fallacemente trascurato tutti i rischi connessi ad una superficiale ed imprudente gestione della liquidità (Goddard *et al.*, 2009)⁵¹.

Gli effetti dell'introduzione di rigorosi vincoli di capitale sul *liquidity management* delle banche sono stati ampiamente documentati nella letteratura di Accounting. Le analisi empiriche di Diamond e Rajan (2000, 2001) e di Fungacova *et al.* (2010) dimostrano che la pressione subita dalle banche nel dotarsi di elevati capitali di vigilanza ha provocato un assorbimento della liquidità, mentre, al contempo, bassi indici di capitale hanno favorito la creazione di liquidità. Distinguin *et al.* (2013), pochi anni dopo, rilevano che le banche si servono dei *regulatory capital* per risolvere problematiche di illiquidità improvvisa o per crearne all'occorrenza.

Dinanzi all'intensificarsi degli effetti negativi della crisi finanziaria, quali il crescente numero di fallimenti bancari e la pericolosa stretta creditizia che attanagliava il mercato finanziario e ne ostacolava la ripresa, le autorità bancarie regolamentari internazionali hanno adottato dei provvedimenti strategici per favorire il recupero della resilienza dei singoli istituti di credito e del mercato nella sua totalità, intervenendo in particolar modo nel disciplinare la gestione del rischio di liquidità (Brunnermeier *et al.*, 2009; Acharya *et al.*, 2010; Hanson *et al.*, 2011; BCBS 2011; Bisias *et al.*, 2012).

Nel 2010 il nuovo framework Basilea III ha introdotto un sistema di riforme sostanziali per il contesto regolamentare bancario, potenziando da un lato la regolamentazione "micro prudenziale", finalizzata a rafforzare la resilienza di ciascuna banca, e dall'altro quella "macro prudenziale", orientata ad incrementare la solidità dell'intero mercato finanziario (BCBS, 2011). Tralasciando in tal sede tutti gli interventi che hanno imposto specifici requisiti patrimoniali più stringenti, sia in termini di qualità (*i.e.*, *high-quality regulatory capital*) sia di ammontare rispetto ai RWA (*i.e.*, *Common Equity Tier 1 Capital*, *Tier 1 Capital*, *Tier 2*

⁵¹ "The drying up wholesale funding and the interbank markets during 2007 and 2008 suggests that past regulation may have over-emphasized capital at the expense of liquidity. By itself, capital regulation is insufficient to guarantee the viability of any financial institution. A liquidity crisis can rapidly develop into a full-blown capitalization crisis" (Goddard *et al.*, 2009, p.373).

Capital), i requisiti di liquidità introdotti sono stati tali da penalizzare l'eccessivo ricorso alla raccolta interbancaria a breve termine, diretta a finanziarie impieghi a lunga scadenza e a favorire la creazione di *buffer* di liquidità (BCBS, 2011).

Si trattava di un intervento sostanziale e senza precedenti, perché fino a quel momento nessuna autorità regolamentare bancaria né Europea né Americana aveva emanato un principio armonizzato a livello internazionale che vincolasse tutti gli istituti di credito a monitorare il rischio di liquidità e a detenere dei *buffer* di liquidità minimi. In realtà, in precedenza, la *European Central Bank* (ECB) era intervenuta all'interno del mercato finanziario per assorbire gli shock di liquidità, ad esempio attraverso il ricorso a politiche di *quantitative easing* o di tassi di interesse (Goddard *et al.*, 2009; BCBS, 2011), ma si trattava di misure di intervento correttive e in ogni caso *ex post*. Nel 2010, invece, sono state introdotte per la prima volta misure di prevenzione degli shock di liquidità, adottando delle strategie di intervento *ex ante*. Secondo lo schema di “*Phase-in Arrangements*” di Basilea III, tutti gli istituti di credito a partire dal 2015 devono dotarsi di un ammontare di *high-quality liquid asset* tale da permettere il superamento di uno stress finanziario di trenta giorni senza ricorrere al finanziamento esterno (*i.e.*, il *Liquidity Coverage Ratio*, LCR) e a partire dal 2018 di una struttura patrimoniale di attività e passività che sia sostenibile per scadenza a 12 mesi (*i.e.*, *Net Stable Funding Ratio*, NSFR) (BCBS, 2011). Il valore del LCR è uguale al rapporto tra lo stock di *high-quality liquid asset* e il totale dei deflussi di cassa netti nei trenta giorni di calendario successivi. Il valore effettivo di questo indice segnala se una banca riesce a superare una condizione di stress finanziario acuto della durata di un mese impiegando solo le risorse di liquidità di alta qualità che ha a disposizione, adottando un'ottica di resilienza di breve periodo. Il Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria ha stabilito che il requisito minimo di LCR sia sottoposto a modifiche negli anni, facilitando il processo di adeguamento alle banche. Per l'esercizio amministrativo 2015 il limite minimo del LCR era pari al 60%, mentre nel 2016 al 70%; dal 1° gennaio 2019 tale limite è del 100% (BCBS, 2013).

Il NSFR, invece, si calcola con il rapporto tra l'ammontare di provvista stabile disponibile e l'ammontare di provvista stabile obbligatoria di una banca. Questo rapporto deve essere almeno pari al 100%. La provvista stabile disponibile consiste nell'ammontare di patrimonio e passività affidabili nell'arco di un anno, mentre l'ammontare di provvista stabile richiesto risente delle caratteristiche di liquidità e della vita residua degli *asset* detenuti, nonché delle esposizioni fuori bilancio (*off-balance sheet*, OBS) (BCBS, 2014). Il valore di questo indice segnala la capacità della banca di far fronte alle obbligazioni assunte nei confronti di terzi, tenendo in considerazione anche fonti di provvista più stabili e intercettando i casi in cui la banca non mantiene un ammontare minimo di provvista stabile in relazione al grado di liquidità dell'attivo, nonché al potenziale fabbisogno contingente di liquidità derivante da impegni fuori bilancio (BCBS, 2011).

Introdurre nuovi vincoli di liquidità da affiancare a più stringenti vincoli di capitale di vigilanza non solo ha trasformato il framework regolamentare bancario in un sistema di tutela della resilienza degli istituti di credito più integrato e completo, ma ha anche restituito centralità alle problematiche di liquidità troppo a lungo trascurate (BCBS, 2016). L'efficacia

di tale intervento non ha tardato a manifestarsi fin da subito: con la nuova regolamentazione di liquidità si è ridotta l'incidenza dei fallimenti bancari e la probabilità di crisi sistemiche (BCBS, 2016).

Successivamente all'introduzione del framework di Basilea III altri sforzi a livello comunitario (UE) sono stati compiuti per regolamentare e rafforzare la prassi di *liquidity risk management* all'interno degli istituti di credito. La direttiva n.36 del Parlamento Europeo del 23 giugno 2013, conformemente al regolamento europeo n. 575/2013, ha imposto alle banche di adottare dei sistemi *ad hoc* per identificare, misurare, gestire e monitorare il rischio di liquidità, compatibilmente ai requisiti minimi di liquidità definiti da Basilea III.

Tali interventi regolamentari hanno indotto le banche ad assumere una presa di coscienza dello stato effettivo della loro condizione di liquidità e della loro esposizione al corrispondente rischio, obbligandole ad adottare strutturati sistemi di gestione e di controllo del rischio e a dotarsi di cuscinetti di *high-quality liquid asset* capaci di prevenire/fronteggiare efficacemente potenziali shock di liquidità improvvisi.

Le banche quotate europee, però, oltre a dover rispettare i nuovi vincoli di liquidità di Basilea III, sono state sottoposte a partire dal 2013 a numerosi controlli di *compliance* da parte delle autorità di vigilanza, quali la ECB e la *European Banking Authority* (EBA), ovvero agli *asset quality review* e agli *stress test*. Tali controlli sono stati condotti sui maggiori istituti di credito quotati europei allo scopo di verificare se le pratiche di *liquidity risk management* adottate fossero effettivamente coerenti con quanto prescritto dai pilastri di liquidità di Basilea III e sufficientemente prudenti da proteggere l'istituto di credito da un improvviso shock di liquidità. Una così articolata gestione dei controlli di capitale di vigilanza e di liquidità negli istituti di credito mira ad incrementare la resilienza delle singole banche rispetto ai rischi potenzialmente non identificati o sottovalutati, proteggendo l'equilibrio di tutto il mercato finanziario coerentemente con gli obiettivi di Basilea III (BCBS, 2016).

L'ECB e l'EBA, dopo aver verificato la congruenza delle politiche di *liquidity risk management* rispetto alle norme di Basilea III e alle raccomandazioni dell'ECB, hanno pubblicato periodicamente i risultati dettagliati delle loro indagini, in modo da assicurare una comunicazione trasparente della reale esposizione al rischio e delle principali criticità delle banche. Il report dell'EBA del 2013 ha registrato all'interno del contesto delle società bancarie quotate europee un aumento dei LCR principalmente per effetto della riduzione del credito interbancario. Il report del 2014 ha aggiunto che c'è stato un incremento dei *retail deposit* e non un allungamento della data di scadenza delle obbligazioni assunte verso terzi (EBA, 2013; EBA, 2014 a, b).

L'interesse delle banche di superare i controlli delle autorità di vigilanza e di tutelare la propria reputazione all'interno del mercato, a causa della diffusione dei risultati delle supervisioni dell'ECB e dell'EBA circa la stabilità patrimoniale e il rischio di liquidità, ha sensibilizzato notevolmente gli istituti di credito a rivalutare la rilevanza della gestione del rischio di liquidità, adeguando di conseguenza le *business strategy* e le *accounting policy* (BCBS, 2011). Infatti, recenti indagini empiriche della BCBS hanno fatto emergere che, a valle dei nuovi interventi regolamentari di Basilea III e della forte pressione di supervisione

di ECB e EBA, si è verificato un cambiamento repentino della prassi di *liquidity risk management* all'interno degli istituti di credito in Europa (BCBS, 2016).

4.4. Gli effetti contabili dei liquidity requirement nel contesto bancario europeo

All'interno del panorama degli studi di Accounting sta maturando un interesse sempre crescente riguardo i potenziali effetti della recente normativa bancaria di liquidità (*i.e.*, Basel III) sul comportamento degli istituti di credito europei, specialmente in termini di strategie e politiche contabili (BCBS, 2016). Una frequente domanda di ricerca concerne la modalità con cui i *liquidity requirement* impattano sulle condizioni di liquidità dell'intero mercato finanziario, passando così da un livello microeconomico ad un livello macroeconomico. È utile a questo punto ripercorrere, seppur in modo veloce, i risultati dei più significativi studi di Accounting sulle conseguenze dell'emanazione dei vincoli minimi di liquidità di Basilea III sulle singole banche e sul mercato finanziario nella sua totalità.

La risposta principale degli istituti di credito ai nuovi vincoli di liquidità ha comportato un massiccio ricorso alle fonti di finanziamento più stabili e sicure, facilitando il perseguimento di una corrispondenza quantitativa e temporale tra la realizzazione degli investimenti e l'estinzione delle obbligazioni, riducendo così complessivamente l'esposizione al rischio di liquidità (*e.g.*, Ennis & Keister, 2006; Shin, 2009; Hong *et al.*, 2014; Diamond & Kashyap, 2015). Inoltre, la pressione esercitata sulle banche di dotarsi di capitali necessari per superare eventuali stress di liquidità di trenta giorni senza fare ricorso all'indebitamento e il successivo incremento (obbligatorio) di *high-quality liquid asset* hanno determinato una riduzione dei *private bonds* rispetto ai *government bonds*, che, invece, sono aumentati, facendo registrare una riduzione complessiva del rischio di credito (*e.g.*, Covas & Driscoll, 2014; Bonner, 2015). A livello sistemico, invece, le indagini empiriche hanno dimostrato che con il nuovo framework regolamentare di Basilea III gli istituti di credito hanno fatto minore ricorso alle fonti di finanziamento a breve termine a causa dello stringente vincolo di rimborso e remunerazione (a breve termine) e dell'incapacità di finanziare investimenti a più ampio respiro, sviluppando, pertanto, una migliore capacità di assorbire gli shock di liquidità (Perotti & Suarez, 2011; Goodhart, 2011; Farhi & Tirole, 2012; Calomiris *et al.*, 2015). Dai risultati registrati in queste ricerche è emerso che il rispetto dei nuovi vincoli di liquidità ha generato un effetto complessivamente positivo a livello microeconomico e macroeconomico nel settore finanziario.

D'altro canto, sebbene sia pacifico e ampiamente condivisibile che le società bancarie sottoposte ad un'elevata esposizione al rischio di liquidità dovrebbero trattenere maggiormente *asset* liquidi e/o prontamente liquidabili per far fronte alle obbligazioni in scadenza assunte verso terzi, senza sostenere costi aggiuntivi (Kosmidou, 2008; Zheng & Shen, 2008; Goddard *et al.*, 2009), solo studi recenti hanno dimostrato attraverso analisi empiriche ed econometriche che questa sarebbe effettivamente la *best practice*.

Holmstrom e Tirole (2000), ad esempio, hanno suddiviso le tipologie di modelli da adottare per la gestione del rischio di liquidità in due gruppi contrapposti, ciascuna coerentemente con uno specifico approccio. Secondo il primo approccio, le società dovrebbero intervenire *ex ante* nella gestione di eventuali shock di liquidità futuri, creando dei cuscinetti di capitale, ad esempio attraverso dei *treasury bill*. Invece, secondo l'approccio opposto, le società dovrebbero intervenire rafforzando le riserve di liquidità solo nel caso in cui si manifesti uno shock di liquidità, recuperando così i capitali necessari. Holmstrom e Tirole (2000), però, dimostrano con un modello econometrico che, quando i *liquidity shock* sono esogeni, la strategia del “*wait-and-see*” non funziona e, anzi, danneggia la solvibilità dell'impresa. Pertanto, il comportamento ottimale di *liquidity risk management* per un'impresa consisterebbe nell'intervenire *ex ante* contro le crisi di liquidità, creando dei cuscinetti di capitale di protezione. In tal modo le banche potrebbero ridurre la loro esposizione al *liquidity risk* e tutelare la loro solvibilità di breve termine (Holmstrom & Tirole, 2000).

Zheng e Sheng (2008), confrontando tra loro i differenti modelli di misurazione del rischio di liquidità di mercato (CVaR e VaR), confermano la validità dell'approccio “*forward-looking*” al *risk management*, e suggeriscono che, per gestire il *liquidity risk* nel breve periodo in modo efficace e superare delle improvvise crisi di liquidità, una banca dovrebbe dotarsi di riserve di *asset* liquidi più capienti di quanto indicato dal valore del VaR (Value at Risk).

Inoltre, secondo gli studi di Kashyap *et al.* (2002), le banche per gestire adeguatamente il rischio di liquidità devono necessariamente fare ricorso alle “*certain costly overhead*” (*expenditure*), fronteggiando così i *liquidity shock* senza dover recuperare capitali da terzi a prezzi non convenienti e con urgenza. Detenere *asset* liquidi comporta certamente un costo non ignorabile per un istituto di credito, ma il beneficio derivante da tale sacrificio garantisce la possibilità di una loro gestione discrezionale (Flannery, 1994; Kashyap *et al.*, 2002).

Le tradizionali strategie adottate dalle banche per recuperare la liquidità necessaria, ad esempio attraverso il “*securitising illiquid asset*”, il “*bidding for retail deposit*” e la vendita degli *asset* sul mercato, sono configurabili solo come piani di emergenza non efficienti, specialmente in corrispondenza di un peggioramento delle condizioni di liquidità dell'intero mercato. Pertanto, sembra essere necessaria una più consapevole e prudente gestione del rischio di liquidità.

4.5. Il Liquidity Risk e l'Earnings Management

Un'ampia parte della letteratura di Accounting internazionale ha investigato le potenziali interconnessioni tra le pratiche di earnings management e l'esposizione al rischio di liquidità, declinato nelle accezioni di *market liquidity risk* e di *stock liquidity risk*.

Gli studi sull'esistenza di una relazione tra le operazioni di earnings management e la *market liquidity* hanno restituito risultati essenzialmente univoci: il ricorso alle manipolazioni di bilancio è associato ad una ridotta *market liquidity* (e.g., Leuz & Verrecchia, 2000; Kim &

Verrecchia, 2001; Lambert *et al.*, 2007). Ascioglu *et al.* (2012), però, aggiungono che la riduzione della *market liquidity* si registra non solo nel caso in cui si ricorre all'earnings management con strategie *accounting-based*, ma anche con l'impiego di strategie riconducibili al *real earnings management*. In particolare, è stata riscontrata una correlazione positiva tra la presenza in bilancio di *abnormal discretionary expenditure* e un ridotto livello di *market liquidity risk* (Kim & Verrecchia, 2001; Amihud, 2002; Ascioglu *et al.*, 2012).

Studi empirici recenti hanno mostrato che la *stock liquidity*, caratteristica intrinseca della microstruttura del mercato, è direttamente associata all'*accrual-based earnings management*. Quest'ultima incentiva i manager a prediligere le performance economiche di breve periodo attraverso manipolazioni di bilancio piuttosto che di *forward-looking* (Cheng & Warfield, 2005; Jayaraman & Milbourn, 2012; Fang *et al.*, 2014; Huang *et al.*, 2017), nonostante autorevoli studi sostengono che un'elevata *stock liquidity* potrebbe scoraggiare i suddetti comportamenti a causa dell'elevato monitoraggio esercitato dagli *shareholder* (Maug, 1998; Zang, 2012; Chan *et al.*, 2014). Coerentemente con queste ultime tesi, i risultati delle analisi empiriche di Huang *et al.* (2020), condotte sul mercato delle società non finanziarie quotate cinesi tra il 1998 e il 2018, rivelano che l'aumento della *stock liquidity* comporta effettivamente una riduzione di earnings management, non quello "*accrual-based*", bensì quello "*real*".

L'evidenza empirica sembra suggerire che le pratiche di *real earnings management* siano sempre più interrelate alle problematiche di *liquidity risk*. In uno studio recente, Deng e Ong (2018) hanno rilevato che, in alcuni particolari contesti aziendali, i manager possono ricorrere al *real earnings management* per contrastare un elevato rischio di liquidità, dal momento che le politiche di *real earnings management* determinano un effetto diretto sui flussi di cassa di periodo e sull'ammontare di liquidità disponibile, con conseguenze immediate per la *stock volatility* e il *liquidity risk*. Nella loro ricerca, però, gli autori intendono per *liquidity risk* il *market liquidity risk*, ovvero la "*stock's return sensitivity to unexpected market liquidity changes*" (p.414), così come suggerito da Pastor e Stambaugh (2003), separandolo concettualmente dalla *liquidity* intesa come "*the ability to trade large quantities (of stocks) efficiently at a low cost*" (Acharya & Pedersen, 2005; Korajczyk & Sadka, 2008; Watanabe & Watanabe, 2008; Sadka, 2011).

Spostandosi sull'accezione di *liquidity risk* come potenziale inabilità di un'impresa di rispettare le obbligazioni assunte nei confronti di terzi senza incorrere in improvvisi oneri aggiuntivi (Comptroller of the Currency, 2001), un ampio filone delle ricerche di Accounting ha dimostrato che all'interno del settore bancario il livello di esposizione al rischio di liquidità esercita un'influenza diretta sul comportamento strategico dalle banche, generando effetti anche sulla *disclosure* di bilancio (e.g., Holmstrom & Tirole, 2000; Diamond & Rajan, 2001; Falconer, 2001; Kashyap *et al.*, 2002; Gatev & Strahan, 2003; Goodhart, 2008; Zheng & Shen, 2008; Jenkinson, 2008; CEBS, 2008; BCBS, 2013; ECB, 2017; ECB, 2018; CGFS, 2018; ECB, 2019). Infatti è emerso che le banche intenzionate a fronteggiare un elevato rischio di liquidità potrebbero ricorrere maggiormente alle politiche di accumulazione di *high-quality liquid asset*, ad esempio attraverso l'incremento delle *cash reserve* e la raccolta

di maggiori *deposit* (Holmstrom & Tirole, 2000; Kashyap *et al.*, 2002; Gatev & Strahan, 2003; CEBS, 2008). Pertanto gli stakeholder, attraverso l'osservazione di specifiche voci di bilancio o di semplici dati aggregati, potranno ricavare informazioni utili sull'effettiva esposizione al rischio di liquidità di una banca (Jenkinson, 2008).

L'evidenza empirica ha confermato a più riprese che l'esposizione al rischio di liquidità rappresenta un'informazione rilevante per il mercato, considerando la sua capacità di riflettersi chiaramente all'interno dei dati di bilancio, *i.e.* attraverso le *accounting measure* del *liquidity risk* (Holmstrom & Tirole, 2000; Diamond & Rajan, 2001; Falconer, 2001; Kashyap *et al.*, 2002; Gatev & Strahan, 2003; Goodhart, 2008; Zheng & Shen, 2008; Jenkinson, 2008; CEBS, 2008)⁵². In particolare, esistono alcuni semplici indici, costruiti attraverso aggregati di bilancio, che possiedono una notevole portata informativa riguardo il rischio di liquidità (Pasiouras & Kosmidou, 2007; Goddard *et al.*, 2009; Naceur & Kandil, 2009; Gombola *et al.*, 2016)⁵³. Il “*ratio of liquid assets to total assets*” (Bourke, 1989; Molyneux & Thornton, 1992; Barth *et al.*, 2003; Demirguc-Kunt *et al.*, 2004; Goddard *et al.*, 2009) e il “*ratio of net loans to customer and short-term funding*” (Pasiouras & Kosmidou, 2007; Kosmidou, 2008; Naceur & Kandil, 2009), ad esempio, sono gli indici di liquidità più frequentemente utilizzati all'interno delle ricerche empiriche. Più è elevato il valore assunto dall'indice e più è elevata l'esposizione al rischio di liquidità dell'impresa oggetto di indagine⁵⁴. In aggiunta, un'elevata esposizione al rischio di liquidità, comunicata attraverso delle *accounting measure*, rappresenta un messaggio negativo per il mercato, perché, esprimendo un elevato rischio di insolvenza, fa percepire gli utili come più deboli e imprevedibili (*e.g.*, Gordon, 1964; Monsen & Downs, 1965; Beaver *et al.*, 1970; Bourke, 1989; Demirguc-Kunt & Huizinga, 1999; Muranaga & Ohsawa, 2002; Kosmidou, 2005; Kosmidou, 2008; Jenkinson, 2008; Bushman & Williams, 2015).

Un notevole contributo alla letteratura di Accounting sul tema è stato fornito da studi relativamente recenti, secondo cui in corrispondenza di un elevato rischio di liquidità le

⁵² “*Changes to liquidity requirements reduce interbank lending and maturity transformation, which also has an impact on aggregate borrowing. Lower borrowing reduces aggregate consumption and investment and, eventually, gross domestic product (GDP). Overall, the net benefits of regulation can be thought of as the expected loss that is avoided in the event that a crisis occurs (the benefits), which is offsets by the opportunity cost of reduced economic activity during no-crisis period*” (BCBS, 2016, p.4).

⁵³ Una parte della letteratura contabile ha investigato prima teoricamente, poi attraverso delle indagini empiriche, l'esistenza di una relazione tra l'*information quality* dei bilanci e la disponibilità di liquidità (Pastor & Stambaugh, 2003; Acharya & Pedersen, 2005; Sadka, 2006). I modelli teorici elaborati da Diamond e Verrecchia (1991), Amihud e Mendelson (1986) e le analisi empiriche di Amihud e Mendelson (1986) e di Amihud (2002) avvertono che le società con una bassa liquidità possiedono *financial statements* caratterizzati da una scarsa qualità informativa ed elevati *stock returns*. Le successive indagini di Ng (2011) confermano che, quando la qualità dell'informativa di bilancio aumenta, l'esposizione al rischio di liquidità si riduce. In questo caso, però, per *liquidity risk* si intende “*the sensitivity of stock returns to unexpected changes in market liquidity*” (Ng, 2011, p.126).

⁵⁴ La costruzione di indici di liquidità attraverso misure di fondo patrimoniali, come le disponibilità liquide di fine esercizio, gli *asset* e le passività di breve periodo, rende imprescindibile il riferimento alle dinamiche dei flussi di cassa e alle loro modalità di misurazione (Teodori, 2018). Il riferimento al breve periodo è necessario in quanto l'analisi delle condizioni di liquidità ha come intervallo temporale di riferimento un anno (Teodori, 2018).

imprese hanno una maggiore probabilità di registrare performance negative in termini di quotazioni azionarie (e.g., Diamond & Rajan, 2005; Mishkin *et al.*, 2006; CEBS, 2008; Goodhart, 2008; Crowe, 2009). In effetti, quando il rischio di liquidità a cui è esposta una banca aumenta, la necessità di reperire *asset* liquidi in breve tempo e al prezzo più conveniente implicherebbe il sostenimento di costi che, inevitabilmente, danneggerebbero le performance economiche (Bourke, 1989; Demirguc-Kunt & Huizinga, 1999; Kosmidou, 2005; Kosmidou, 2008). Di conseguenza, qualora gli earnings di una società quotata sul mercato dovessero peggiorare per effetto di una elevata esposizione al rischio di liquidità, sarebbe ragionevole aspettarsi una risposta negativa del mercato azionario (e.g., Beaver *et al.*, 1970; Stephanou, 2010; Bushman & Williams, 2015)⁵⁵. I *market participant* monitorano costantemente sia l'esposizione al rischio delle banche in cui hanno investito i loro capitali sia l'andamento delle performance nel tempo (Bushman & Williams, 2012), influenzando profondamente con le loro scelte di mercato le politiche di *risk management* degli istituti di credito, coerentemente con la teoria del “*Direct and Indirect Market Discipline*” di Stephanou (2010).

Indubbiamente si è sviluppata una crescente attenzione da parte del mondo accademico internazionale sugli effetti dell'introduzione dei *liquidity requirement* e di altri *supervisory mechanism* sulle caratteristiche della *disclosure* di bilancio all'interno dei contesti bancari internazionali. Tuttavia ancora scarse risultano le evidenze riguardo le conseguenze di una più o meno elevata esposizione al rischio di liquidità delle banche in termini di trasparenza e affidabilità degli earnings. Nessuno studio finora ha indagato se e come una maggiore esposizione al rischio di liquidità all'interno di un istituto di credito possa favorire l'earnings management, che è, fra l'altro, un tipo di manipolazione particolarmente frequente all'interno delle banche. L'unico studio incentrato su un fenomeno così poco indagato è quello di Gombola *et al.* (2016), ove, concentrando le indagini sul contesto delle banche commerciali americane tra il 1999 e il 2013, è stato dimostrato che le pratiche di manipolazione degli earnings basate sugli *accrual* sono negativamente correlate ad alcuni tipi di indici di liquidità.

Alla luce della pericolosità per il *going concern* del singolo istituto di credito e per l'equilibrio del mercato finanziario nella sua totalità di una gestione superficiale del rischio di liquidità, e senza dimenticare la costante pressione di Basilea III per il ferreo rispetto della normativa in materia di liquidità, la scarsità di riflessioni teoriche e di indagini empiriche sugli effetti del *liquidity risk* sulla manipolazione di utili ha fatto emergere la necessità di colmare tale *gap* della letteratura con ulteriori studi e ricerche.

⁵⁵ Un altro filone della letteratura di Accounting ha dimostrato che in talune condizioni e in specifici contesti esiste una relazione positiva tra rischio di liquidità e profittabilità (Molyneux & Thornton, 1992; Barth, *et al.*, 2003).

Capitolo 5

L'Earnings Management: un'analisi empirica nel contesto bancario europeo

5.1. *L'oggetto e lo scopo della ricerca*

Il presente capitolo è indirizzato all'esposizione dei risultati ottenuti dall'analisi empirica condotta sulle società bancarie quotate europee, con lo scopo di sondare in quali contesti socio-economici e con quali modalità alcuni fattori esterni, regolamentari e di contesto, e altri interni, quali l'esposizione al rischio di liquidità, hanno influenzato le operazioni di manipolazioni di bilancio configurabili come earnings management. I fattori esterni di natura regolamentare consistono nell'introduzione di nuovi e più stringenti vincoli di capitale regolamentare da parte del *Basel Committee on Banking Supervision*, che contribuiscono a definire il composito framework di Basilea III (BCBS, 2011), e nell'incoraggiare un più tempestivo riconoscimento delle *loan loss provision*, derivante dalla sostituzione del metodo delle *Incurred Loss*, contenuto nel principio IAS 39 – *Financial Instruments Recognition and Measurement*, con quello delle *Expected Credit Loss* dell'IFRS 9 – *Financial Instruments* (Bushman & Williams, 2015; Nicoletti, 2018). I fattori esterni di contesto, invece, sono rappresentati dalla competizione nel mercato finanziario e dagli effetti della crisi finanziaria globale. Una prima parte delle indagini empiriche scruta l'esistenza di una correlazione tra i suddetti fattori e il ricorso alle operazioni di earnings management, intercettate attraverso politiche di *loan loss provisioning*. La seconda parte delle indagini empiriche verifica se a fronte di una maggiore esposizione al rischio di liquidità corrisponda una manipolazione di earnings per specifici scopi opportunistici.

L'interesse sottostante tale studio va ricercato nella molteplicità di fenomeni che recentemente hanno incuriosito accademici, esperti del settore e, non per ultimo, attirato l'attenzione dell'opinione pubblica. Sono state proprio le innumerevoli sfide a cui è stato sottoposto il contesto delle società bancarie quotate europee in più di un decennio ad acuire l'urgenza di riconsiderare criticamente il ruolo da esso assunto per la protezione della stabilità finanziaria internazionale (Agenor & Zilberman, 2015; Cohen & Edwards, 2017; Pinto & Picoto, 2018; ECB, 2018) alimentando, così, un interesse sempre maggiore per un'indagine approfondita riguardo il suo effettivo comportamento contabile.

Innumerevoli avvenimenti hanno completamente stravolto il contesto in cui le società bancarie si sono trovate costrette ad operare: dalla *Global Financial Crisis* alla *Sovereign Debt Crisis*, dall'intensificazione della pressione competitiva a livello internazionale alla rivoluzione dei pilastri fondanti il framework normativo in materia di *regulatory capital* e di *liquidity management* raccolti da Basilea III, fino al continuo aggiornamento del sistema contabile dei principi IAS/IFRS e all'introduzione di un *Single Supervisory Mechanism* che ha dato il via ad un sistema di controlli di *compliance* sul capitale di vigilanza e sulla *disclosure* di bilancio, espletati dalle principali *banking authority* (i.e., la *European Banking*

Authority e la *European Central Bank*). Questi avvenimenti di eterogenea natura e, talvolta, di portata macroeconomica e globale hanno contribuito a creare un *setting* storico unico per le società bancarie quotate europee nell'ultimo decennio, facendo emergere così alcune *research question*:

- *esistono alcuni fattori interni ed esterni alle imprese capaci di influenzare profondamente il comportamento contabile bancario complessivo?*
- *è possibile che il ricorso alle politiche di earnings management, i cui numeri sono lontani dall'essere trascurabili, sia influenzato da specifici fattori esterni e/o interni?*

La materia non è del tutto nuova. Alcuni studi precedenti hanno già indagato l'esistenza di una potenziale correlazione tra specifici fenomeni, macroeconomici e *corporate*, e il ricorso alle manipolazioni di utili, facendo emergere dei risultati misti e, in taluni casi, contraddittori (Danielsson *et al.*, 2001; Bikker & Hu, 2002; Shrieves & Dahl, 2003; Bouvatier & Lepetite, 2008; Beatty & Liao, 2011; Chan *et al.*, 2014; Cummings & Durrani, 2016; Goetz, 2017; Huang *et al.*, 2017; Gallemore, 2018; Tomy, 2019; Dal Maso *et al.*, 2019; Costello *et al.*, 2019; Wheeler, 2019). Queste indagini, però, hanno concentrato l'attenzione su una singola variabile, trascurando tutte le altre ad essa intrinsecamente connesse e, soprattutto, necessarie per definire un quadro composito in cui osservare uno specifico comportamento contabile.

Il presente studio, invece, si ripropone di investigare contemporaneamente gli effetti di una moltitudine di fattori esterni, regolamentari e di contesto, e interni, ovvero l'esposizione al rischio di liquidità, che possono aver influenzato congiuntamente il comportamento contabile delle società bancarie quotate europee durante il periodo oggetto di indagine. La motivazione sottostante questa indagine integrata va ricercata nella straordinaria rilevanza che tali variabili assumono nelle scelte contabili societarie. Innanzitutto, quando le caratteristiche del contesto in cui le banche operano non sono reputate confacenti a quanto stabilito e atteso dalla normativa, può verificarsi un intervento normativo diretto da parte delle autorità bancarie volto a correggere tali fenomeni. La modalità con cui tali interventi vengono effettivamente accolti è veicolata dagli stessi fattori di contesto che ne hanno spinto l'introduzione (Gebhardt & Novotny-Farkas, 2011)⁵⁶. Dal momento che gli effetti contabili delle variabili di contesto sono potenzialmente in grado di amplificare o deviare gli effetti contabili attesi degli interventi regolamentari, e viceversa, l'osservazione congiunta di questi ultimi deve fungere da premessa a qualsiasi indagine sull'*earnings management*.

Inoltre lo studio della potenziale correlazione tra l'esposizione al rischio di liquidità e il ricorso alle operazioni di *earnings management* è motivato dalla crescente attenzione relativa alle problematiche di gestione del *liquidity risk*. Queste ultime si sono acuite particolarmente in concomitanza dello scoppio della *Global Financial Crisis* (Diamond & Rajan, 2005; Mishkin *et al.*, 2006; CEBS, 2008; Goodhart, 2008; Crowe, 2009) e recentemente hanno intaccato anche lo stesso contesto bancario internazionale (Brunnermeier *et al.*, 2009;

⁵⁶ "The effect of IFRS adoption on the provisioning behavior of bank varies with stringency and attitudes of regulatory or supervisory regimes" (Gebhardt & Novotny-Farkas, 2011, p.305).

Acharya *et al.*, 2010; Hanson *et al.*, 2011; Bisias *et al.*, 2012). Sono stati proprio gli effetti deleteri di una trascurata e non prudente gestione del rischio di liquidità nel periodo immediatamente precedente la crisi finanziaria che hanno spinto il *Basel Committee on Banking Supervision* nel 2010 e il Parlamento Europeo con la direttiva 36/2013 ad intervenire con regole più rigorose riguardo l'adozione di un approccio più consapevole e attento al *liquidity risk management*. Tali interventi regolamentari hanno lo scopo di rafforzare la solvibilità degli istituti di credito e di agevolare la resilienza del sistema finanziario nella sua interezza (Brunnermeier *et al.*, 2009; Acharya *et al.*, 2010; Hanson *et al.*, 2011; BCBS, 2011; Bisias *et al.*, 2012). Siccome nel nuovo contesto bancario la pressione verso una gestione sempre più efficiente del rischio di liquidità inficia le scelte strategiche di business degli istituti di credito e, di conseguenza, le pratiche contabili, si rende ancora più necessaria un'indagine che colga se una maggiore esposizione al rischio di liquidità rappresenti un incentivo alle operazioni di manipolazione di bilancio e, specificamente, di earnings management.

Le analisi empiriche di natura *archival*, condotte per testare le ipotesi di ricerca sulle tematiche esposte, constano di un processo di indagine metodologicamente coerente con gli studi di *Financial Accounting*. Infatti la *ratio* che le sottende è essenzialmente orientata ad intercettare quei fenomeni correlati alle manipolazioni strategiche di specifiche voci di bilancio, come le *loan loss provision*, capaci di impattare sul risultato economico di periodo delle società prese in esame e di perseguire scopi di earnings management. Attraverso queste indagini si fornisce un contributo al panorama degli studi di earnings management e si propongono alcuni spunti di riflessione sulla possibilità che, in specifici contesti macroeconomici e in delimitati archi temporali, alcune società possono essere “incoraggiate” da precisi fattori a compiere delle operazioni di manipolazione di utili.

Premesso ciò, il capitolo si articola nel seguente modo:

- attraverso la ricognizione dei contributi forniti dagli studi di *Financial Accounting* riguardo le tematiche prese in esame, si procede alla definizione delle ipotesi di ricerca, elaborate a partire dai quesiti irrisolti della letteratura;
- si procede con la specificazione delle scelte compiute in sede di estrazione del campione di società oggetto di analisi, fornendo contestualmente anche una descrizione approfondita delle principali caratteristiche che lo contraddistinguono;
- si prosegue con la descrizione del tipo di *research method* adottato nelle indagini, fornendo motivazioni riguardo l'idoneità dei modelli di regressione scelti per testare le ipotesi di ricerca;
- si discutono i risultati ottenuti dalle analisi empiriche, riponendo particolare attenzione agli esiti dei *robustness test*;
- infine, a completamento dell'analisi, si propongono spunti di riflessione inerenti alle connessioni tra i risultati ottenuti e l'ampia e consolidata conoscenza dei fenomeni di earnings management nel panorama degli studi di *Financial Accounting*.

5.2. La rassegna dei contributi della letteratura e lo sviluppo delle ipotesi di ricerca

Le *research question* sopra indicate trovano una più approfondita e specifica articolazione all'interno di *research hypothesis* appositamente costruite sulle idee fondanti della ricerca e opportunamente incardinate nello spazio lasciato vuoto dalla letteratura nazionale e internazionale di *Financial Accounting* sul tema di earnings management.

Finora gli studi empirici che hanno indagato i potenziali effetti contabili dell'introduzione di nuovi e più stringenti vincoli di capitale di vigilanza all'interno degli istituti di credito sono stati molteplici e hanno presentato risultati contrastanti, suggerendo così di compiere ulteriori sforzi per approfondire gli effetti di un fenomeno tanto complesso. Per agevolare la ricostruzione del panorama di contributi della letteratura sugli effetti delle regolamentazioni di Basilea sulle politiche contabili è d'uopo operare una ripartizione preliminare di questi ultimi in base alla tipologia di intervento regolamentare preso in esame, *i.e.* Basilea I, Basilea II e Basilea III e, successivamente, alla natura delle evidenze empiriche riscontrate all'interno del contesto delle società bancarie quotate.

Secondo gli studi di Danielsson *et al.* (2001), Bikker e Hu (2002) e di Cummings e Durrani (2016) l'introduzione degli specifici vincoli di capitale di vigilanza di Basilea I per gli istituti di credito ha comportato un effetto complessivo di riduzione del livello di utili dell'esercizio. La risposta immediata delle banche è stata quella di adottare dei sistemi di *loan loss provisioning* sia di tipo pro ciclico, riflettendo le fasi di espansione e contrazione dell'attività creditizia, che di *backward-looking*. Tale correlazione negativa tra l'imposizione di rigorosi limiti minimi di capitale e gli earnings ha impattato con particolare durezza su quelle società che si trovavano costrette ad affrontare una congiuntura economica sfavorevole, quale, ad esempio, la crisi finanziaria (Ahmed *et al.*, 1999; Borio *et al.*, 2001; Cavallo & Majnoni, 2002). Secondo altre indagini empiriche, però, la regolamentazione di Basilea I ha spinto gli istituti di credito a ridurre l'ammontare complessivo delle *loan loss provision* nei vari esercizi amministrativi, determinando come effetto netto un incremento degli utili (Kim & Kross, 1998).

Al pari della regolamentazione di Basilea I, anche il framework di Basilea II ha suscitato interesse in non pochi studiosi e accademici nell'indagare le possibili conseguenze in termini contabili prodotte dalla sua introduzione. Le analisi empiriche di Shrieves e Dahl (2003), Bouvatier e Lepetite (2008) e Cummings e Durrani (2016) hanno dimostrato che in corrispondenza di un innalzamento dei vincoli minimi di capitale di vigilanza si riscontra negli istituti di credito un'intensificazione delle pratiche di *loan loss provisioning*. Tale comportamento, da un lato, ha consentito l'aumento del capitale di vigilanza in modo strumentale per il rispetto di limiti particolarmente più stringenti, dall'altro ha caricato l'esercizio amministrativo di maggiori costi, decomprimendo così gli utili. Alcune ricerche più o meno recenti, invece, hanno fornito evidenze ancora più specifiche di quelle precedenti, provando che sia stata proprio la regolamentazione di Basilea II ad aver determinato effetti fuorvianti e non omogenei di *discretionary loan loss provisioning* per le società bancarie coinvolte. Queste ultime, in tali circostanze, si sono dedicate a pratiche di accantonamenti

discrezionali strumentali alla manipolazione opportunistica degli earnings (Anandarajan *et al.*, 2007; Hamadi *et al.*, 2016). Uno studio successivo di Lim e Yong (2017) aggiunge che il ricorso alle pratiche di manipolazione di earnings, più precisamente di *income smoothing*, è maggiormente operato in contesti bancari deboli, caratterizzati da bassi *capital ratio*, in quanto le politiche di *loan loss provisioning* a cui si ricorre per implementare in maniera *ad hoc* il capitale di vigilanza determinano effetti diretti sulla dimensione degli earnings. Sebbene le indagini finora esposte abbiamo mostrato quanto sia stato forte l'interesse di investigare le conseguenze di natura contabile degli interventi regolamentari di capitale, ancora scarse sono le ricerche empiriche inerenti alle influenze esercitate sulle politiche di *Accounting* dall'emanazione del framework di Basilea III. Le poche evidenze empiriche raccolte finora hanno provato che i nuovi vincoli di capitalizzazione di Basilea III hanno posto un freno alle attività creditizie, contraendole in modo non trascurabile (BCBS, 2010 a, b; Harle *et al.*, 2010; EBA, 2014 a, b). Invece oltreoceano è stato dimostrato che, all'interno del contesto delle società bancarie americane, le politiche di intervento regolamentari delle pratiche bancarie hanno esercitato un impatto positivo sulla qualità degli earnings, riducendo considerevolmente il ricorso alle operazioni di manipolazione di bilancio (Dal Maso *et al.*, 2019; Costello *et al.*, 2019). Tale effetto positivo sugli earnings e sull'attendibilità del bilancio è stato generato dalla limitazione di un uso eccessivo e sregolato delle *loan loss provision* (Dal Maso *et al.*, 2019). Ciononostante, all'interno del contesto delle società bancarie quotate europee non è ancora emerso da alcuna osservazione empirica se l'obbligo di rispettare nuovi e più stringenti vincoli di capitale abbia trovato una diretta corrispondenza nel ricorso ad operazioni di earnings management.

Quando le banche sono sottocapitalizzate e l'ammontare complessivo delle *loan loss reserve* non supera l'1.25% dei *risk-weighted asset*, per perseguire un adeguamento ai vincoli minimi di capitale di vigilanza stabiliti da Basilea III, sarebbe possibile riconoscere "fittiziamente" un numero maggiore di *discretionary loan loss provision*. In tal modo si registrerebbe un aumento del *Tier 2 Capital* maggiore della riduzione del *Tier 1 Capital*, generando così un effetto netto complessivo positivo sul *Total Regulatory Capital* (Curcio *et al.*, 2017). Al contrario, se l'ammontare complessivo delle *loan loss reserve* è maggiore dell'1.25% dei *risk-weighted asset*, la riduzione strategica delle *discretionary loan loss provision* comporterebbe un aumento degli earnings, dei *retained earnings* e, di conseguenza, un incremento del *Tier 1 Capital* e del *Total Regulatory Capital*. Siccome le suddette scelte di adeguamento ai nuovi vincoli di Basilea III determinano un effetto diretto sugli earnings di bilancio, ci si chiede, in tal sede, se le banche possano sfruttare il ricorso massiccio alle politiche strategiche di *discretionary loan loss provision*, necessarie per un incremento *ad hoc* del *Tier 1 Capital*, *Tier 2 Capital* e *Total Regulatory Capital* per fini (opportunistici) di earnings management. Se lo scopo fosse quello di incrementare l'utile dell'esercizio, sarebbe necessario ridurre le *discretionary loan loss provision*; ma se lo scopo fosse quello di ridurre gli earnings, sarebbe necessario aumentare le *discretionary loan loss provision*.

***Ipotesi 1:** I nuovi vincoli regolamentari di capitale di vigilanza di Basilea III sono correlati alle operazioni di earnings management all'interno delle società bancarie quotate europee.*

Nel luglio 2014 con l'emissione del principio contabile IFRS 9 – *Financial Instruments* è stato introdotto un nuovo metodo di valutazione delle perdite di valore degli strumenti finanziari, chiamato *Expected Credit Loss*, destinato a sostituire il modello delle politiche di *provisioning* delle *Incurred Loss*, previsto dallo IAS 39. Sebbene l'adozione di tale metodo sia stata resa obbligatoria solo dal 1° gennaio 2018, alle società europee è stata conferita la facoltà di una sua adozione volontaria anticipata, grazie a procedure di *endorsement* locali (Bischof & Daske, 2016). In aggiunta, un più tempestivo e prudentiale riconoscimento delle perdite attese sui crediti è stato caldamente consigliato anche dalle autorità bancarie internazionali (EBA, 2015; Bholat *et al.*, 2018). Da alcune indagini empiriche è emerso che un'alta percentuale di società bancarie europee quotate non solo hanno preferito la “*early adoption*” dell'IFRS 9, ma hanno sviluppato con largo anticipo delle politiche strategiche, di business e contabili, per meglio prepararsi all'adozione obbligatoria e piuttosto imminente del metodo dell'ECL (Moody's Analytics, 2015)⁵⁷. Una delle principali conseguenze, peraltro auspicata, dell'adozione di tale metodo consiste in un riconoscimento più tempestivo delle *provision* provocato da: una più veloce identificazione delle perdite attese nell'arco di dodici mesi per tutte le esposizioni classificate nello stadio 1, una più veloce identificazione delle perdite attese lungo tutto il “*lifetime*” qualora il rischio di credito dell'attività finanziaria classificata nello stadio 2 aumenti significativamente e la considerazione dei fattori macroeconomici di contesto e *forward-looking* capaci di influenzare il valore attuale degli strumenti finanziari (Novotny-Farkas, 2015).

La recente introduzione nel framework IAS/IFRS di un principio in grado di stravolgere l'approccio alla *loan loss recognition*, passando da una visione *backward-looking* ad una *forward-looking*, ha suscitato non poco interesse sull'indagare i suoi potenziali effetti contabili. La sua introduzione ha generato una spinta comune ad incrementare le *loan loss reserve*, attraverso maggiori *provision*, per effetto delle stime più prudentiali delle ECL sia sui dodici mesi che su tutto il “*lifetime*” degli strumenti finanziari classificati nei tre stadi previsti dal principio IFRS 9 (Novotny-Farkas, 2015; Dal Maso *et al.*, 2019)⁵⁸. I risultati delle

⁵⁷ “Pressure by different institutions for a more accurate assessment of loan portfolios led to the general need for higher provisioning in a period characterized by extremely low interest rates and low bank profitability. In addition, the persistence and intensity of the GFC has generated a high company death rate, especially for small- and medium-sized firms, which has resulted in an increasing level of Non-Performing Loans (NPLs) on banks' balance sheets. Therefore, since 2007, accounting bodies and prudential regulators have been increasingly focused on the early recognition of credit losses and enhanced disclosure” (Bolognesi *et al.*, 2021).

⁵⁸ “The IFRS 9 ECL method incorporates changes in the probability of default (PD) earlier than IAS 39. For rapidly increasing loan portfolios, where the PD is expected to increase over time, IFRS 9 will require earlier and higher loan loss allowances. In addition, new extended disclosure requirements are likely to increase the transparency of banks' loan loss provisioning procedure and credit risk profile” (Novotny-Farkas, 2015, p.15).

ricerche sugli effetti di un più tempestivo riconoscimento delle potenziali perdite su crediti (*i.e.*, *timelier loan loss provision*) hanno portato ad argomentazioni discordanti. Secondo Beatty e Liao (2011) e Wheeler (2019), una politica di *forward-looking provisioning* potrebbe contrastare la pro ciclicità delle pratiche creditizie. Per Gallemore (2018), invece, le conseguenze sarebbero perfettamente opposte. Sembra comunemente accettato che le *timelier loan loss provision* siano capaci di contribuire al rafforzamento della protezione contro le improvvise perdite su crediti, grazie alla creazione di cuscinetti di capitale di sicurezza (Akins *et al.*, 2017). Eppure, proprio l'ampio margine di discrezionalità nella scelta della tempistica e dell'ammontare del riconoscimento delle *discretionary loan loss provision* garantito dall'IFRS 9 consente alle società di poter impiegare i suddetti *accrual* per compiere delle operazioni di manipolazione di bilancio (Bischof & Daske, 2016; Novotny-Farkas, 2016), come, ad esempio, l'*earnings management*. Alla luce di una dichiarazione formulata alcuni anni fa da Dungan (2009, p.2), particolarmente illuminante e stimolante per affrontare una sì delicata tematica, “*by allowing to recognize early, it should result in charges against earnings (and possibly capital) during the part of the economic cycle when times are good, as bank anticipate higher future losses when the cycle turns negative, and less such charges when times are bad, as banks anticipate lower future losses when the cycle turns positive*”, si elabora la seguente ipotesi ricerca.

Ipotesi 2: Il riconoscimento più tempestivo delle loan loss provision introdotto dall'IFRS 9 è correlato alle operazioni di earnings management all'interno delle società bancarie quotate europee.

La pressione competitiva che si insinua all'interno del mercato bancario ha suscitato, da molti anni, un forte interesse negli accademici e negli esperti del settore. Inoltre ha stimolato anche un dibattito intorno ai suoi possibili effetti deleteri in termini contabili, specialmente alla luce della potenziale minaccia per la profittabilità delle banche, della loro solvibilità e per la stabilità dell'intero mercato finanziario, potenzialmente compromessa da una situazione di incontrollabilità (Berger *et al.*, 2004; Jimenez *et al.*, 2013). Alcuni anni fa le riflessioni teoriche di Shleifer (2004) avevano sottolineato l'urgenza e la rilevanza di tenere sotto controllo la pressione competitiva in un mercato, vista la sua capacità di contribuire alla crescita di “*aggressive corporate accounting practices*” (p.416) per scopi opportunistici. Da allora le analisi empiriche che si sono susseguite hanno arricchito la letteratura di *Accounting* sul tema e hanno dimostrato che in corrispondenza di una maggiore pressione competitiva i manager sono più predisposti a compiere operazioni di manipolazione di bilancio allo scopo di influenzare positivamente le performance azionarie (Balakrishnan & Cohen, 2009) e stimolare i finanziamenti attirando i capitali degli investitori (Laksmana & Yang, 2014). Goetz (2017) prova che all'interno dei mercati finanziari particolarmente competitivi esiste una diffusa tendenza ad evitare di riconoscere in modo tempestivo i *non-performing loan*, dal momento che questi sono capaci di danneggiare la reputazione dell'impresa segnalando un portafoglio creditizio di scarsa qualità. In aggiunta, è emerso che la pressione competitiva

spinge i manager intenti a non deludere le aspettative del mercato a controllare le performance delle imprese concorrenti scrutando i loro *financial statements*, e a manipolare le *loan loss provision* per sgonfiare gli utili e scoraggiare i potenziali nuovi concorrenti ad inserirsi all'interno di quel mercato (Tomy, 2019). Le evidenze empiriche raccolte all'interno del mercato bancario americano da Tomy (2019) contribuiscono ad alimentare i dubbi sulla possibilità che il rafforzamento della competizione possa spingere le imprese a compiere operazioni di earnings management anche all'interno delle società bancarie quotate europee.

Nei mercati particolarmente competitivi le informazioni sulla profittabilità sono straordinariamente rilevanti (DeFond & Park, 1999) e rappresentano un *driver* importante per politiche di investimento dei capitali (Bagnoli & Watts, 2000), specialmente alla luce della sensibilità delle reazioni dei *market participant* ai risultati che disattendono seppur di poco le aspettative (Stein, 1989; Teoh *et al.*, 1998; Bagnoli & Watts, 2000; Bar-Gill & Bebchuck, 2003; Shleifer, 2004). Si suppone che, quando la competizione sul mercato si intensifica, i manager, per persuadere i *market participant* ad investire i capitali nella loro impresa piuttosto che in quella di un concorrente, possano essere orientati ad incrementare gli utili anche ricorrendo alle manipolazioni di bilancio, innescando così una possibile concatenazione di fenomeni di manipolazioni di earnings capace di danneggiare l'attendibilità dei bilanci. La *ratio* di tale ipotesi si colloca all'interno del filone di studi inaugurato agli inizi del XXI secolo da Bagnoli e Watts (2000), che hanno radicalmente influenzato la configurazione delle pratiche di earnings management in presenza di mercati competitivi. Secondo Bagnoli e Watts (2000), dal momento che gli investitori e i finanziatori durante le valutazioni di allocazione ottimale dei loro capitali confrontano i dati di bilancio delle imprese *target* e, specificamente, i risultati economici con quelli delle loro principali concorrenti, sarebbe ragionevole aspettarsi che le imprese, prima di presentare gli utili, valutino la qualità delle proprie performance rispetto a quelle delle concorrenti per tutelare la propria reputazione, talvolta ricorrendo anche alle pratiche di earnings management. L'ipotesi di ricerca sull'esistenza di una correlazione positiva tra la competizione nel mercato e le operazioni di earnings management sposa la suddetta prospettiva teorica, ovvero che le imprese scelgono di manipolare gli utili perché si aspettano un simile atteggiamento da parte delle concorrenti. In tal caso l'earnings management si configura come un “*dynamic non-cooperative game among several firms rather than as a one-shot disclosure choice made by a single firm*” (Bagnoli & Watts, 2000, p.379), dove “*each firm seeks a comparison advantage through its financial statements numbers*” (p.377). Altri studi precedenti, invece, avevano configurato le operazioni di earnings management come scelte strategiche assolute e pertanto svincolate da qualsiasi relazione con le altre imprese (e.g., Verrecchia, 1983; Dye, 1985; Penno, 1997).

Ipotesi 3: La competizione nel mercato finanziario è positivamente correlata alle operazioni di earnings management all'interno delle società bancarie quotate europee.

Dal momento che il settore bancario assume un ruolo straordinariamente centrale nel veicolare e/o contrastare il propagarsi degli effetti di una crisi finanziaria (Manganaris *et al.*, 2017) e, come confermato da indagini empiriche, è caratterizzato da una maggiore opacità e complessità, specialmente in termini di *financial reporting* (Morgan, 2002; Iannotta, 2006; Manganaris *et al.*, 2017), innumerevoli contributi della letteratura di *Financial Accounting* hanno sondato le possibili conseguenze di bilancio derivanti dalla crisi finanziaria, fornendo risultati eterogenei e talvolta contrastanti, ma pur sempre illuminanti e valevoli di analisi approfondite. La natura discordante dei risultati ottenuti dalle ricerche empiriche ne ha consentito una netta separazione. Da un lato, alcuni studi hanno dimostrato che la crisi finanziaria ha determinato una riduzione delle pratiche di earnings management (Kousenidis *et al.*, 2013; Filip & Raffournier, 2014; Azzali *et al.*, 2014), assicurando un effetto netto positivo per la qualità degli earnings e l'affidabilità della *disclosure* di bilancio (Kousenidis *et al.*, 2013; Manganaris *et al.*, 2017). La *ratio* sottostante tale fenomeno, secondo gli studiosi, è riconducibile all'interesse manageriale nel garantire la massima trasparenza delle pratiche di bilancio, specialmente durante i periodi di crisi finanziaria in cui i *market participant* sono particolarmente sensibili alle variazioni delle dimensioni quali-quantitative della *financial disclosure* (Kousenidis *et al.*, 2013; Manganaris *et al.*, 2017). Dall'altro lato, secondo altri studi, proprio durante i periodi di crisi finanziaria la pressione di presentare risultati economici in linea con le aspettative di mercato spinge i manager a ricorrere maggiormente alle politiche di earnings management (Chia *et al.*, 2007; Jacob & Jorgensen, 2007; Habib *et al.*, 2013; Persakis & Iatridis, 2015), ad esempio ostacolando il riconoscimento di eccessivi costi e/o perdite (Burgstahler & Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999; Burgstahler & Eames, 2003; Ayers *et al.*, 2006), generando così effetti positivi sul mercato azionario (Ahmad-Zaluki *et al.*, 2011; Pinto & Picoto, 2018). Contrariamente al filone di studi indicato in precedenza, la crisi finanziaria comporterebbe un complessivo peggioramento della qualità degli earnings e dell'attendibilità dell'informativa dei *financial statements*. Nonostante i risultati delle analisi sopraindicate, la possibilità che gli effetti della crisi finanziaria abbiano spinto le società bancarie quotate europee a compiere delle operazioni di earnings management attraverso le strategie di *loan loss provisioning* rappresentano una tematica non ancora sufficientemente esplorata.

Le conseguenze della crisi finanziaria a partire dal 2008 sono state particolarmente negative per la profittabilità degli istituti di credito in Europa, a causa di gravi danni riscontrati nella qualità del portafoglio creditizio, nella perdita di consistenza degli *asset* patrimoniali, nella scarsa solvibilità dei debitori e nella crescente massa di *non-performing loan* (ECB, 2017; ECB, 2018; CGFS, 2018). Un calo repentino degli earnings aveva prospettato a tutti i *market participant* la potenziale convenienza di svincolare quanto prima i capitali investiti negli istituti di credito, anche se con elevati costi, per recuperare e salvaguardare la propria ricchezza dalle trame aggrovigliate delle procedure fallimentari in cui sarebbero incappate molte banche. Dal momento che esiste una relazione negativa tra la *earnings volatility* e la *earnings predictability* (Dichev & Tang, 2009), assistere ad una maggiore volatilità degli earnings durante la crisi finanziaria ha indubbiamente determinato una minore prevedibilità

degli stessi, fornendo così un incentivo ai manager per compiere manipolazioni di bilancio *ad hoc*, mostrare performance migliori e assicurare così il mercato. In effetti, la *predictability* degli earnings dovrebbe essere più bassa durante una crisi finanziaria (Lipe, 1990). Tale potenziale incentivo alla manipolazione di bilancio sembra essere tanto più forte quando si scontra con il seguente dato, secondo cui proprio durante i periodi di crisi finanziaria gli investitori sono maggiormente sensibili alle performance economiche negative rispetto a quelle positive (Conrad *et al.*, 2002). Pertanto, ci si aspetta che al crescere di intensità degli effetti della crisi finanziaria si risponda con un maggiore ricorso all'earnings management, intercettato attraverso le strategie di *loan loss provisioning*.

Ipotesi 4: *Gli effetti della crisi finanziaria sono correlati alle operazioni di earnings management all'interno delle società bancarie quotate europee.*

La connessione tra l'esposizione al rischio di liquidità di una società e le performance economiche dell'esercizio non è il frutto di una fortunata teorizzazione, bensì il risultato di evidenze empiriche raccolte nel tempo e consolidate all'interno del panorama della letteratura di *Accounting* internazionale. Tuttavia il segno che cementifichi tale relazione non è stato ancora univocamente determinato. Secondo le indagini empiriche di Molyneux e Thornton (1992) e Barth *et al.* (2003), qualora l'impresa dovesse riscontrare un incremento della sua esposizione al rischio di liquidità, registrerebbe migliori performance economiche, poichè la maggiore rischiosità delle scelte di investimento adottate le garantirebbe rendimenti più elevati. Invece, secondo gli studi condotti da Bourke (1989), Demirguc-Kunt e Huizinga (1999), Kosmidou (2005, 2008) e Jenkinson (2008), a fronte di una crescente esposizione al rischio di liquidità di una società corrisponde un inevitabile peggioramento della profittabilità, dal momento che proprio gli elevati costi da sostenere per liquidare, secondo necessità e in breve tempo, gli *asset* e fronteggiare impegni di pagamento impattano negativamente sulle performance economiche dell'esercizio. Al di là della relazione contingente tra rischio di liquidità e profittabilità, la comunicazione al mercato di un elevato rischio di liquidità, veicolata attraverso misure contabili, costituisce una *bad news* sulla instabilità della capacità reddituale attuale e prospettica (Gordon, 1964; Monsen & Downs, 1965), capace di danneggiare anche la reputazione aziendale (Beaver *et al.*, 1970; Stephanou, 2010; Bushman & Williams, 2015). Siccome non è agevole manipolare le misure di *cash flow* per veicolare messaggi *ad hoc* sulla condizione di liquidità e di solvibilità dell'impresa, mentre gli *accrual* sono più facilmente impiegabili per segnalare una profittabilità stabile e rassicurante (Beaver *et al.*, 1970; Teoh *et al.*, 1998; Dechow *et al.*, 2003), allora, nello spazio vuoto lasciato dalla letteratura di *Accounting*, ci si chiede se all'interno delle società bancarie quotate ad una maggiore esposizione al rischio di liquidità corrisponda un ricorso alle pratiche di earnings management.

Se una elevata esposizione al rischio di liquidità, che traspare attraverso delle misure di bilancio non facilmente manipolabili come gli *accrual* (Collins & Hribar, 2000; Riahi-Belkaoui, 2004; Graham *et al.*, 2005), può danneggiare la reputazione dell'azienda e

indebolire le performance di mercato, allora le banche potrebbero contrastare tale fenomeno negativo compiendo operazioni di *accrual-based earnings management* e presentando al mercato risultati migliori di quelli effettivi⁵⁹. La strategia potrebbe essere quella di sottrarre l'attenzione dall'elevata esposizione al rischio di liquidità per concentrarla piuttosto sugli earnings (migliori), sfruttando il fatto che la variabilità e la *predictability* degli earnings riveste un peso determinante nelle valutazioni di convenienza degli investimenti nel mercato dei capitali (e.g., Cyert & March, 1963; Williamson, 1964; Gordon, 1964; Monsen & Downs, 1965; Amihud *et al.*, 1976; Schipper, 1989; De Angelo *et al.*, 1996; Healy & Wahlen, 1999; Barth *et al.*, 1999a,b; Dechow & Schrand, 2004; Dichev & Tang, 2009). Il ricorso all'earnings management viene intercettato attraverso politiche discrezionali di *loan loss provision*, *accrual* privilegiato dagli istituti di credito per manipolare gli earnings (e.g., Montgomery, 1998; Beatty *et al.*, 2002; Kanagaretnam *et al.*, 2003; Kanagaretnam *et al.*, 2004; Anandarajan *et al.*, 2007; Kanagaretnam *et al.*, 2010; Ozili & Outa, 2017).

Una motivazione aggiuntiva che supporta la tesi secondo cui all'aumentare del rischio di liquidità aumentano le operazioni di earnings management deriva dall'esistenza di un *trade-off* tra la trasparenza della *disclosure* sul rischio di liquidità e la potenziale opacità degli earnings per effetto delle manipolazioni (Collins & Hribar, 2000; Riahi-Belkaoui, 2004; Graham *et al.*, 2005). Infatti, l'assunto teorico ampiamente condiviso dagli studiosi di Accounting sostiene che sia più difficile manipolare le *liquidity-based accounting measure* piuttosto che gli *accrual* (Collins & Hribar, 2000; Riahi-Belkaoui, 2004; Graham *et al.*, 2005)⁶⁰ e proprio su di esso si basa l'idea che il ricorso agli *accrual* sia strumentale alla presentazione di earnings migliori per occultare l'elevato rischio di liquidità.

Ipotesi 5: La maggiore esposizione al rischio di liquidità è correlata alle operazioni di earnings management all'interno delle società bancarie quotate europee.

⁵⁹ Ampia parte della letteratura di Accounting ha teorizzato e dimostrato empiricamente che l'earnings management viene impiegato per segnalare performance economiche migliori (e.g., Beaver *et al.*, 1970; Dechow *et al.*, 2003; Teoh *et al.*, 1998).

⁶⁰ Secondo la teoria del *Cash Flow Statements Approach*, quando il risultato economico di periodo è influenzato da operazioni che lasciano traccia di natura monetaria e movimentano i flussi di cassa, allora ci si aspetta che gli utili siano meno esposti a manipolazioni e si attribuisce a questi ultimi una maggiore qualità informativa (Collins & Hribar, 2000). Allo stesso modo, quando il risultato economico dell'esercizio è influenzato per la maggior parte da misure di *accrual*, che sono maggiormente esposte a scelte discrezionali con intenti manipolativi, la qualità degli earnings si riduce, insieme alla loro affidabilità (Collins & Hribar, 2000). Riguardo a ciò, Gramah *et al.* (2005) dichiarano: "*The market becomes more skeptical of underlying cash flows volatility when earnings are volatile. Even if two firms had the same underlying cash flows volatility, the firm with the more volatile earnings would be perceived as riskier*" (p.26).

5.3. La selezione del campione

L'analisi empirica viene condotta su un campione di società bancarie quotate attive europee coinvolte in attività creditizie tradizionali nell'arco temporale 2012-2018. Soltanto le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili IAS/IFRS sono state incluse all'interno del campione. Sono state eliminate dal campione tutte le società che avevano per più di quattro esercizi amministrativi consecutivi dati *missing* strumentali al calcolo della variabile dipendente del modello statistico di seguito riportato (*i.e.*, DLLP)⁶¹. Inoltre, sono state eliminate dal campione le società che presentavano una elevata quantità di dati *outliar*⁶². Il territorio geografico di riferimento è composto complessivamente da 28 nazioni europee: Austria, Belgio, Bulgaria, Croazia, Cipro, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia e Regno Unito. L'arco temporale di osservazione dei fenomeni di earnings management e di estrazione del campione copre il periodo 2013-2018. La scelta di estrarre i dati a partire dal 2013 trova giustificazione nella necessità di evitare i potenziali effetti fuorvianti/distorsivi sul modello statistico dei dati finanziari anomali del 2012, anno in cui la crisi finanziaria si è manifestata in tutta la sua severità (ECB, 2012). Il 2018, invece, rappresentava l'ultimo anno disponibile per estrarre i dati. Il campione iniziale era composto da 289 società, successivamente, per effetto delle suindicate strategie di selezione, il campione definitivo consta di 192 società bancarie quotate. Il database *Bankscope Bureau van Dijk* ha fornito la totalità dei dati finanziari impiegati nelle analisi, precisamente, 1157 osservazioni bancarie annue.

5.4. Il metodo di ricerca e i modelli di regressione

Al fine di testare le ipotesi di ricerca, si impiegano tre modelli di regressione ad effetti random. Il primo modello di regressione (*Eq.1*) indaga se esiste una correlazione tra i nuovi vincoli regolamentari di capitale di vigilanza di Basilea III, il riconoscimento più tempestivo delle *loan loss provision*, introdotto dall'IFRS 9, la competizione nel mercato finanziario e gli effetti della crisi finanziaria e le strategie di *discretionary provisioning* e se queste ultime siano state strumentali per il perseguimento degli scopi di earnings management durante il periodo preso in esame. Il secondo modello di regressione (*Eq.2*) consente di testare le ipotesi riguardo la correlazione tra fattori regolamentari e di contesto e l'earnings management attraverso l'utilizzo delle variabili interazione (*Hp.1*, *Hp.2*, *Hp.3*, *Hp.4*). Il terzo modello di regressione (*Eq.3*), invece, consente di verificare se la maggiore esposizione al rischio di

⁶¹ Le variabili necessarie per il calcolo delle DLLP sono: *Loan Loss Provision*, *Non-Performing Loan*, *Loan* e *Net Charge-off*.

⁶² Per fare questa operazione di pulizia del campione dalle società con un elevato numero di dati *outliar* è stata impiegata la funzione "*scatter*" di STATA. Alcune delle società eliminate dal campione, coerentemente con gli esiti di tale strategia di scrematura, sono, ad esempio, Provident, TCS Group, Ellinas, Attica, Sparekassen e DoBank.

liquidità sia correlata ad un ricorso alle pratiche di earnings management (*Hp.5*). La motivazione che sottende la scelta di testare le prime quattro ipotesi con un unico modello di regressione e la quinta ipotesi con un altro modello è essenzialmente adducibile alla necessità di esaminare in un caso la correlazione tra fattori “esterni” all’impresa, *i.e.* fattori regolamentari e di contesto, su cui l’impresa non ha alcun potere decisionale, e le politiche di earnings management; nell’altro caso di analizzare la correlazione tra il fattore “interno” preso in esame, *i.e.* l’attuale esposizione al rischio di liquidità dell’impresa, e le politiche di earnings management.

I modelli di regressione impiegati in questa analisi sono il risultato di una modifica e di una estensione del modello elaborato da Ahmed *et al.* (1999) e Kanagaretnam *et al.* (2004), che consente di stimare le *loan loss provision* sulla base di tutte le determinanti note delle *non-discretionary provision*.

$$LLP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EBT_{it} + \alpha_2 CET1_{it} + \alpha_3 \Delta NPL_{it} + \alpha_4 HHI_{it} + \alpha_5 CRISIS_{it} + \alpha_6 LOAN_{it} + \alpha_7 NCO_{it} + \alpha_8 NPL_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (Eq.1)$$

$$LLP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EBT_{it} * CET1_{it} + \alpha_2 EBT_{it} * \Delta NPL_{it} + \alpha_3 EBT_{it} * HHI_{it} + \alpha_4 EBT_{it} * CRISIS_{it} + \alpha_5 LOAN_{it} + \alpha_6 NCO_{it} + \alpha_7 NPL_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 MKPT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (Eq.2)$$

$$LLP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EBT_{it} * LA_{it} + \alpha_2 EBT_{it} * NLDF_{it} + \alpha_3 CET1_{it} + \alpha_4 \Delta NPL_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 CRISIS_{it} + \alpha_7 LOAN_{it} + \alpha_8 NCO_{it} + \alpha_9 NPL_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} NIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (Eq.3)$$

All’interno dei tre modelli di regressione, ponendo l’istituto di credito *i* e l’esercizio amministrativo *t*, la variabile LLP_{it} rappresenta il logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio (*Eq.1, Eq.2, Eq.3*). L’utilizzo di LLP_{it} come variabile dipendente e di $LOAN_{it}$, NCO_{it} e NPL_{it} come variabili indipendenti all’interno dei tre modelli di regressione consente di catturare la parte discrezionale delle *loan loss provision*, coerentemente con l’impianto teorico dei modelli sviluppati da Ahmed *et al.* (1999) e Kanagaretnam *et al.* (2004). La variabile $LOAN_{it}$ corrisponde all’ammontare dei crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio ed è positivamente correlata alle *loan loss provision*. La variabile NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio e anch’essa è positivamente correlata alle *loan loss provision*. La variabile NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio e il suo incremento per effetto del deterioramento del portafoglio creditizio della banca comporta un incremento delle *provision*. Tutte le altre variabili presenti all’interno dei tre modelli di regressione sono strumentali per testare le ipotesi di ricerca o fungono da variabili di controllo.

All’interno del primo modello di regressione (*Eq.1*) la variabile EBT_{it} corrisponde agli earnings dell’esercizio al lordo di *provision* e imposte diviso i *total asset* di inizio esercizio. Qualora il coefficiente di tale variabile risulti positivo, significherebbe che le politiche di earnings management sono perseguite attraverso il ricorso alle strategie di *discretionary*

provisioning (Collins *et al.*, 1995; Anandarajan *et al.*, 2007; Bouvatier & Lepetit, 2008; Bouvatier *et al.*, 2014; Cumming & Durrani, 2016). Siccome le politiche di earnings management possono essere finalizzate all'occorrenza sia alla riduzione del valore complessivo degli earnings che al loro incremento, nel primo caso per gonfiare gli utili sarebbe necessario riconoscere un numero minore di *discretionary provision*, mentre nel secondo caso un numero maggiore. Pertanto, il segno atteso per il coefficiente $EBT_{it}(\alpha_1)$ è positivo.

La variabile $CET1_{it}$ corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital*⁶³ diviso i *risk-weighted asset* (i.e., gli *asset* pesati per il rischio). Siccome la regolamentazione di Basilea III, attraverso la pubblicazione di un “*Phase-in Arrangements*”, ha stabilito che entro il 2019 tutte le società bancarie devono dotarsi di un *Common Equity Tier 1 Capital* di almeno il 4.5% dei *risk-weighted asset* (BCBS, 2011), esortando contestualmente le banche ad incrementare gli *high-quality liquid asset* per assicurarsi un capitale di vigilanza capiente e fronteggiare prontamente la copertura di improvvise perdite (BCBS, 2011), la variabile $CET1_{it}$ è impiegata per misurare la pressione esercitata da Basilea III nel rientrare all'interno di nuovi più stringenti vincoli di capitale.

La relazione che lega le *discretionary loan loss provision* al $CET1_{it}$ è controversa. Per incrementare il livello del *Common Equity Tier 1 Capital* è necessario incrementare i *retained earnings* e, perciò, premere per un incremento degli utili dell'esercizio attraverso una minore imputazione di *discretionary loan loss provision*. Siccome durante il periodo preso in esame esiste una forte pressione ad innalzare il livello complessivo del *Common Equity Tier 1 Capital* e dalle analisi di statistica descrittiva è emerso che le banche quotate europee sono tutte ben capitalizzate⁶⁴, conformemente con le argomentazioni suesposte, ci si aspetta che il coefficiente della variabile $CET1_{it}$ sia positivo.

La variabile ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione subita dai *non-performing loan* a cavallo di due esercizi amministrativi consecutivi diviso i *total asset* di inizio esercizio. Siccome l'andamento nel tempo dell'ammontare complessivo dei *non-performing loan* riflette la variazione della qualità del portafoglio creditizio di una banca e del suo rischio di *default* (Ahmed *et al.*, 1999) e indica la tempistica adottata per il riconoscimento di potenziali perdite su crediti (Lim & Yong, 2017), la variabile ΔNPL_{it} viene utilizzata per intercettare il modo in cui le banche si adeguano all'introduzione del metodo delle ECL. Il segno atteso del coefficiente di ΔNPL_{it} è positivo, in quanto a fronte di un deterioramento della qualità del portafoglio creditizio l'ammontare delle *forward-looking loan loss provision* dovrebbe tendere ad aumentare (Novotny-Farkas, 2015)⁶⁵.

⁶³ Il *Common Equity Tier 1 Capital* è composto da azioni ordinarie, riserve di utili non distribuiti, riserve sovrapprezzo azioni e riserve di rivalutazione (BCBS, 2011).

⁶⁴ I dati circa l'ammontare del *Common Equity Tier 1 Capital* delle banche indagate sono contenuti all'interno della **Tabella 2**.

⁶⁵ “IFRS 9 will lead to more timely recognition of provisions than IAS 39, primarily due to: - the earlier recognition of 12-month ECL for all exposures in Stage 1, - the earlier recognition of lifetime losses when credit risk significantly increases in Stage 2, and – through the use of a broader range of information including macroeconomic conditions and forward-looking information” (Novotny-Farkas, 2015, p.15).

La variabile utilizzata per catturare la pressione competitiva all'interno del mercato è HHI_{it} , ovvero l'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun anno. Nonostante tale indice sia stato ampiamente utilizzato in letteratura per misurare la *industry concentration* (e.g., Hannan, 1997; Degryse & Ogena, 2005; Cheng *et al.*, 2013; Fosu, 2013; Datta *et al.*, 2013; Jimenez *et al.*, 2013), esso è altrettanto impiegabile per intercettare il livello di competizione presente in un settore grazie alla misura delle performance delle imprese (e.g., Rhoades, 1993; Berger *et al.*, 2008; Li, 2010; Karuna *et al.*, 2012; Laksmana & Yang, 2014; Karuna *et al.*, 2015). Per costruzione, tale indice risente della numerosità delle imprese all'interno del settore e della dimensione della loro *market share*. La modalità di interpretazione dei valori dell' HHI_{it} riflette entrambi i summenzionati fattori: se il numero delle imprese all'interno del settore si riduce o le quote di mercato aumentano, la pressione competitiva subisce un incremento. Dal momento che la relazione che lega la concentrazione di mercato e la competizione è inversa (Laksmana & Yang, 2014; Tomy, 2019), l'aumento dell'indice HHI_{it} , e quindi della concentrazione di mercato, corrisponde ad una riduzione della competizione e viceversa. Siccome l'evidenza empirica ha dimostrato che i manager degli istituti di credito quotati americani osservano attentamente i bilanci delle società concorrenti per ottenere informazioni sulle performance e sulle attività creditizie in ottica di *benchmarking* (Tomy, 2019) e tenuto conto che la pressione competitiva viene alimentata dalle informazioni sui risultati dei concorrenti ricavate dai *financial statements* (Bagnoli & Watts, 2000), la riduzione delle *discretionary loan loss provision* conseguente all'intensificazione della competizione è catturata da un segno positivo del coefficiente di HHI_{it} .

L'indice $CRISIS_{it}$ corrisponde alla *Money Market Pressure* (i.e., IMP) (Von Hagen & Ho, 2007) ed è calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale di un particolare anno oggetto di indagine (Von Hagen & Ho, 2007)⁶⁶. L'evidenza empirica ha dimostrato che la criticità della crisi affrontata da un istituto di credito è misurabile attraverso la domanda aggregata di riserve fornite dalle banche centrali e l'andamento del tasso di interesse a breve termine (Eichengreen *et al.*, 1995; 1996a, 1996b). Pertanto è stato provato da Von Hagen e Ho (2007) che entrambi i fattori esprimono sia la tensione del mercato monetario sia l'intensità della crisi. Dunque all'aumentare del valore complessivo dell'indice $CRISIS_{it}$ corrisponde un'intensificazione non solo della *money market pressure*, ma anche degli effetti della crisi finanziaria. Se a fronte di un intensificarsi degli effetti della crisi finanziaria le società bancarie dovessero fare minore

⁶⁶ L'indice della *Money Market Pressure* è così calcolato: $CRISIS_{it} = (\Delta\gamma_{it} / \sigma\Delta\gamma) + (\Delta r_{it} / \sigma\Delta r)$, dove γ corrisponde alle riserve totali di una singola banca sul totale dei depositi non bancari, r è il tasso di interesse reale in uno specifico anno oggetto di indagine e Δ è espressione della variazione (Von Hagen & Ho, 2007). I dati inerenti ai depositi non bancari e ai tassi di interesse reali a breve termine sono stati ottenuti attraverso l'interrogazione dei *database* "The World Bank" e "Euro Area Statistics".

ricorso alle *discretionary loan loss provision*, il segno atteso per il coefficiente della variabile $CRISIS_{it}$ sarebbe negativo.

L'indice ROA_{it} corrisponde al rapporto tra reddito operativo e i *total asset* d'esercizio e rappresenta la redditività degli *asset*, ovvero la capacità degli *asset* di un istituto di credito di generare ricchezza. L'indice ROA_{it} è spesso impiegato nei modelli di regressione come variabile di controllo per catturare il potenziale effetto generato dalla redditività bancaria sul fenomeno oggetto di osservazione.

All'interno del secondo modello di regressione (Eq.2) la variabile $EBT_{it} * CET1_{it}$ esprime la presenza o meno di una correlazione tra la pressione al rispetto dei nuovi vincoli di capitale di Basilea III e il ricorso all'earnings management. Se a fronte di una maggiore pressione esercitata da Basilea III corrisponde un ricorso alle manipolazioni (al rialzo) di utili, attraverso una riduzione dell'ammontare complessivo delle *discretionary loan loss provision* d'esercizio, il coefficiente atteso per tale variabile interazione (α_1) è positivo.

La variabile $EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$ esprime la correlazione tra il processo di adattamento ad un più tempestivo riconoscimento delle potenziali perdite su crediti e l'earnings management. Qualora per effetto dell'incremento delle *forward-looking loan loss provision* si verificasse una manipolazione al rialzo degli earnings, allora il coefficiente atteso della variabile interazione (α_2) sarebbe positivo.

La variabile $EBT_{it} * HHI_{it}$ misura la correlazione tra la pressione competitiva tra le società bancarie e il ricorso all'earnings management. Un coefficiente positivo per tale variabile interazione (α_3) indicherebbe che al crescere della pressione competitiva si registra una manipolazione di utili.

La variabile $EBT_{it} * CRISIS_{it}$, invece, intercetta la correlazione tra una intensificazione degli effetti della crisi finanziaria e l'earnings management. Ottenere un coefficiente positivo (α_4) di tale variabile confermerebbe che in corrispondenza dell'inasprimento degli effetti della crisi finanziaria si registra un ricorso alle politiche di earnings management.

Il segno atteso dei coefficienti delle variabili $LOAN_{it}$, NCO_{it} e NPL_{it} è, per costruzione del modello, positivo (Ahmed *et al.*, 1999; Kanagaretnam *et al.*, 2004).

La variabile di controllo $MKPT_{it}$ corrisponde al logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato di una banca. Essa cattura la dimensione (*i.e.*, *size*) dell'istituto di credito attraverso la misura delle sue performance di mercato e la sua potenziale correlazione con le strategie opportunistiche di earnings management.

All'interno del terzo modello di regressione (Eq.3) la variabile $EBT_{it} * LA_{it}$ deriva dall'interazione tra le variabili EBT_{it} e LA_{it} . La variabile LA_{it} corrisponde agli *asset* liquidi sul totale degli *asset* della banca e misura il rischio di liquidità a cui è esposto un istituto di credito (Bourke, 1989; Molyneux & Thornton, 1992; Barth *et al.*, 2003; Demirguc-Kunt *et al.*, 2004; Goddard *et al.*, 2009). Qualora l'ammontare complessivo degli *asset* liquidi di una banca dovesse ridursi, il rischio di liquidità aumenterebbe. Pertanto, per supportare la tesi secondo cui a fronte di una maggiore esposizione al rischio di liquidità corrisponde un ricorso all'earnings management, il coefficiente atteso della variabile $EBT_{it} * LA_{it}$ (α_1) è positivo.

La variabile $EBT_{it} * NLDF_{it}$ deriva dall'interazione tra le variabili EBT_{it} e $NLDF_{it}$. La variabile $NLDF_{it}$ corrisponde ai *net loan* dell'esercizio diviso il *customer and short-term funding* ed è una misura aggiuntiva dell'esposizione al rischio di liquidità di un istituto di credito (Pasiouras & Kosmidou, 2007; Kosmidou, 2008; Naceur & Kandil, 2009). A fronte di un incremento del valore complessivo dell'indice $NLDF_{it}$ corrisponde una più elevata esposizione al rischio di liquidità. Pertanto, per supportare la tesi secondo cui l'incremento del rischio di liquidità è correlato al ricorso alle pratiche di earnings management, il segno atteso del coefficiente della variabile $EBT_{it} * NLDF_{it}$ (α_2) è positivo.

Relativamente alle variabili $CET1_{it}$, ΔNPL_{it} , HHI_{it} , $CRISIS_{it}$, $LOAN_{it}$, NCO_{it} , NPL_{it} e ROA_{it} , si puntualizza che il fenomeno da loro misurato, la modalità di calcolo e la natura della loro relazione attesa con la variabile di risposta LLP_{it} sono stati già oggetto di opportuna digressione all'inizio del paragrafo.

La variabile NIM_{it} , ovvero il *net interest margin*, rappresenta la differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti (*i.e.*, *loan* e *mortgage*) e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento (*i.e.*, conti correnti, certificati di deposito e altro). Il NIM_{it} è influenzato dalle caratteristiche intrinseche del settore bancario in cui opera un istituto di credito, dalle politiche monetarie e dai fattori macroeconomici di mercato (Hamadi & Awdeh, 2012). Ciononostante, siccome il NIM_{it} cattura e confronta proventi e oneri di un istituto di credito derivanti da sue specifiche scelte di investimento e finanziamento, esso viene impiegato come una misura di profittabilità dell'attività finanziaria della banca, molto utile soprattutto per i *market participant* nella scelta delle società a cui vincolare i loro capitali (Hamadi & Awdeh, 2012). La **Tabella 1** offre informazioni dettagliate sulle variabili esposte e sulle modalità di calcolo.

5.5. I risultati dell'analisi empirica

5.5.1. Statistica descrittiva

La **Tabella 2** contiene i dati di statistica descrittiva delle variabili impiegate all'interno dei modelli di regressione. Occorre, però, una precisazione. Sebbene la variabile dipendente dei tre modelli di regressione LLP_{it} sia stata calcolata come il logaritmo naturale delle *loan loss provision* dell'esercizio diviso l'ammontare dei *total asset* di inizio esercizio, all'interno della tabella si descrive il comportamento della variabile senza logaritmo, al fine di garantire una migliore comparabilità con altre variabili che non sono state normalizzate.

Il valore medio assunto dalla variabile LLP_{it} è più che doppio rispetto al valore medio assunto dalla variabile NCO_{it} . Dal confronto tra le due variabili emerge chiaramente che la politica di *discretionary provisioning* adottata dalle banche oggetto di osservazione nel periodo 2013-2018 è alquanto prudentiale, tanto da superare l'ammontare di *annual write-off*. Confrontando il valore medio della variabile LLP_{it} con il valore medio della variabile $LOAN_{it}$ si potrebbe supporre che la qualità del portafoglio creditizio degli istituti sia

abbastanza buona, anche se il valore medio della variabile NPL_{it} suggerisce che, purtroppo ancora oggi, le problematiche di deterioramento della qualità di crediti e di altre attività finanziarie siano ancora frequenti. In aggiunta, il segno negativo e prossimo allo zero del valore medio della variabile ΔNPL_{it} denota che, in media, la variazione dell'ammontare dei *non-performing loan* tra esercizi amministrativi adiacenti è costante, suggerendo lo stesso anche per la qualità del portafoglio creditizio. Il valore medio della variabile $CET1_{it}$ dimostra che, in media, all'interno del settore delle società bancarie quotate europee c'è una presenza massiccia di *high-quality liquid asset* di molto superiore rispetto al limite minimo stabilito da Basilea III. Infatti il valore medio della variabile $CET1_{it}$ risulta essere pari al 15.50 percento dei *risk-weighted asset*, mentre la soglia minima stabilita dal BCBS nel 2010 è del 4.5 percento. Tale risultato non solo dimostra che, in media, le banche quotate europee oggetto d'esame sono ben capitalizzate, ma suggerisce anche che per compiere operazioni di incremento degli *high-quality liquid asset*, secondo quanto raccomandato da Basilea III, queste sarebbero maggiormente predisposte a manipolare al ribasso le *discretionary loan loss provision* e ad incrementare così gli earnings e i *retained earnings* (che confluiscono nel *Common Equity Tier 1 Capital*). Il valore che si registra in media per i *liquid asset* delle banche, rispetto all'ammontare complessivo dei *total asset* di un istituto di credito, *i.e.* LA_{it} , non sembra essere particolarmente elevato e, pertanto, suggerisce che nel settore bancario possano verificarsi ancora problematiche di scarsa liquidità. Il valore medio assunto dalla variabile $NLDF_{it}$, che, invece, risulta essere particolarmente elevato, indica che, in media, nel mercato bancario sotto esame i capitali impiegati in attività creditizie sono di poco inferiori rispetto a quelli ottenuti attraverso la raccolta di capitali sotto forma di depositi e finanziamenti a breve termine. Il valore medio assunto dalla variabile NIM_{it} mostra che il *net interest margin* medio per le società del mercato bancario europeo è positivo e si aggira intorno al 2.2 percento.

5.5.2. Risultati e Robustness Test

La **Tabella 3** mostra i risultati del primo modello di regressione GLS ad effetti random (*Eq. 1*). Il coefficiente della variabile EBT_{it} è positivo e statisticamente significativo e supporta la tesi secondo cui durante il periodo preso in esame 2013-2018 le società bancarie quotate europee hanno fatto ricorso alle operazioni di earnings management attraverso l'impiego di politiche di *discretionary loan loss provision*. Infatti, il segno della relazione che lega la variabile EBT_{it} alla variabile LLP_{it} indica che, quando l'ammontare complessivo degli earnings riduce, il management potrebbe essere interessato a ridurre le *discretionary provision* allo scopo di ridurre i costi d'esercizio e aumentare gli earnings. Tali politiche possono essere ricondotte non solo al perseguimento di specifici scopi di *disclosure* degli utili per uno specifico esercizio amministrativo, ma anche per compiere delle politiche di più ampio respiro, come ad esempio l'*income smoothing* (Ahmed *et al.*, 1999; Anandarajan *et al.*, 2003; Liu & Rayan, 2006; Anandarajan *et al.*, 2007; Perez *et al.*, 2008; Pinto & Picoto, 2018).

Il coefficiente della variabile $CET1_{it}$ è negativo e statisticamente significativo, segnalando l'esistenza di una relazione inversa tra il *Common Equity Tier 1 Capital* e le *discretionary loan loss provision*. Tale coefficiente indica che, quando l'ammontare di capitale regolamentare di elevata qualità (e.g., CET1) si riduce, l'ammontare delle *discretionary loan loss provision* aumenta, facendo ridurre gli earnings, i potenziali *retained earnings* e generando a sua volta un effetto negativo sul CET1. Pertanto, il segno negativo del coefficiente del $CET1_{it}$ dimostra che la pressione esercitata da Basilea III non ha comportato un ricorso opportunistico alle *discretionary loan loss provision*.

Il coefficiente della variabile ΔNPL_{it} , positivo e statisticamente significativo, indica che a fronte dell'aumento di *non-performing loan* gli istituti di credito fanno maggiormente ricorso alle *discretionary loan loss provision* con intenti di accantonamento prudenziale e cautelativo.

Il coefficiente della variabile HHI_{it} , positivo e statisticamente significativo, mostra che per effetto di un'intensificazione della pressione competitiva all'interno del mercato finanziario (ovvero quando HHI_{it} riduce) gli istituti di credito riducono l'ammontare complessivo delle *discretionary loan loss provision*, con un conseguente effetto positivo sugli utili e sulla *disclosure* di questi ultimi per il mercato.

Il coefficiente della variabile $CRISIS_{it}$, positivo e statisticamente significativo, supporta la tesi secondo cui quando gli effetti della crisi finanziaria crescono, i.e. aumenta l'indice della *money market pressure*, si registra un minore ricorso alle operazioni di *discretionary provisioning*, contrariamente a quanto atteso.

I coefficienti delle variabili $LOAN_{it}$, NCO_{it} e NPL_{it} sono tutti positivi e statisticamente significativi, confermando che le politiche di *discretionary provisioning* riflettono la qualità del portafoglio creditizio di una banca (Ahmed *et al.*, 1999).

Infine, la redditività degli *asset* espressa dalla variabile ROA_{it} è negativamente correlata alle pratiche di *discretionary provisioning*.

I risultati ottenuti dai *robustness test*, condotti attraverso l'impiego di un modello di regressione ad effetti fissi con *standard error* robusti (Eq.1), presentati nella **Tabella 4**, sono complessivamente coerenti con i risultati precedentemente commentati e ne confermano la significatività. Soltanto il coefficiente della variabile $CET1_{it}$ perde la significatività statistica, mantenendo invariato però il segno negativo.

La **Tabella 5** mostra il dettaglio dei risultati del secondo modello di regressione GLS ad effetti random con *standard error* robusti (Eq.2).

Il coefficiente della variabile $EBT_{it} * CET1_{it}$ è negativo e statisticamente non significativo. Tale risultato suggerisce che, durante il periodo 2013-2018, la pressione a rientrare all'interno dei vincoli più stringenti di *high-quality regulatory capital* imposti da Basilea III e, in generale, ad incrementare l'ammontare di capitale di vigilanza non è correlata alle operazioni di earnings management.

I coefficienti delle variabili $EBT_{it} * NPL_{it}$, $EBT_{it} * HHI_{it}$ ed $EBT_{it} * CRISIS_{it}$, invece, sono positivi e statisticamente significativi. Questi ultimi provano che sia la pressione esercitata dal principio IFRS 9 nell'adozione del metodo delle ECL, sia l'intensificazione della

competizione nel mercato finanziario e l'inasprimento degli effetti della crisi finanziaria sono fenomeni positivamente correlati alle operazioni di earnings management.

I coefficienti delle variabili $LOAN_{it}$, NCO_{it} e NPL_{it} , tutti positivi e statisticamente significativi, confermano che le politiche di *discretionary provisioning* riflettono la qualità del portafoglio creditizio (Ahmed *et al.*, 1999). Il coefficiente della variabile ROA_{it} è negativo e statisticamente significativo, mentre quello della variabile $MKPT_{it}$ è negativo ma statisticamente non significativo.

I risultati che sono stati ottenuti dai *robustness test*, svolti attraverso l'impiego di un modello di regressione ad effetti fissi con *standard error* robusti (Eq.2), presentati nella **Tabella 6**, sono complessivamente coerenti con i risultati precedentemente commentati, confermandone la loro consistenza. Soltanto il coefficiente della variabile di controllo $LOAN_{it}$ perde la significatività statistica, mantenendo invariato però il segno positivo. La variabile $MKPT_{it}$ è stata omessa dal modello per problematiche di collinearità.

La **Tabella 7** indica dettagliatamente i risultati del terzo modello di regressione GLS ad effetti random con *standard error* robusti (Eq.3).

I coefficienti delle variabili $EBT_{it} * LA_{it}$ e $EBT_{it} * NLDF_{it}$ sono positivi e statisticamente significativi e supportano la tesi secondo cui esiste una correlazione tra la maggiore esposizione al rischio di liquidità di un istituto di credito e il ricorso alle politiche di earnings management attraverso le manipolazioni di *discretionary loan loss provision*.

Le variabili $CET1_{it}$, NPL_{it} , HHI_{it} e $CRISIS_{it}$, inserite all'interno di questo modello di regressione, sono tutte variabili di controllo. Il coefficiente della variabile $CET1_{it}$ è negativo, coerentemente con i risultati del primo modello di regressione, ma stavolta statisticamente significativo. I coefficienti delle variabili NPL_{it} , HHI_{it} e $CRISIS_{it}$ sono tutti positivi e statisticamente significativi, al pari dei risultati del primo modello di regressione.

Anche i coefficienti delle altre variabili di controllo $LOAN_{it}$, NCO_{it} e NPL_{it} sono positivi e statisticamente significativi. Il coefficiente della variabile ROA_{it} è negativo e statisticamente significativo, mentre il coefficiente della variabile NIM_{it} è positivamente correlato alle *discretionary loan loss provision* con un buon grado di significatività statistica.

I risultati che sono stati ottenuti dai *robustness test*, svolti attraverso l'impiego di un modello di regressione ad effetti fissi con *standard error* robusti (Eq.3), mostrati nella **Tabella 8**, sono nell'insieme coerenti con i risultati precedentemente commentati e ne confermano la consistenza. Soltanto i coefficienti delle variabili di controllo $LOAN_{it}$ e NIM_{it} perdono la significatività statistica, mantenendo invariato però il loro segno.

Sono assenti problematiche di correlazione tra le variabili impiegate all'interno dei modelli di regressione suestesi. Per informazioni dettagliate al riguardo si rinvia alla **Tabella 9** contenente la matrice di correlazione di Pearson.

5.6. *Alcune riflessioni su risultati e contributi*

Le analisi empiriche esposte indagano se durante il periodo 2013-2018 la pressione subita dalle società bancarie quotate europee nel rispettare nuovi e più stringenti vincoli di *regulatory capital* imposti da Basilea III abbia incoraggiato il ricorso alle pratiche di earnings management perseguite attraverso le politiche di *discretionary loan loss provisioning*. I risultati dimostrano che tale pressione non è correlata alla manipolazione degli utili. Poiché la più vincolante regolamentazione di Basilea III ha dimostrato di non fungere da incentivo per il ricorso ad operazioni di earnings management, si potrebbe supporre che il suo effetto complessivo possa essere potenzialmente positivo sulla qualità degli earnings di bilancio, coerentemente con i risultati degli studi di Dal Maso *et al.* (2019) e Costello *et al.* (2019). Tali risultati, però, si discostano da quelli ottenuti dalle analisi empiriche di Anandarajan *et al.* (2007) e Hamadi *et al.* (2016), secondo cui, invece, l'introduzione di una regolamentazione bancaria più stringente (*i.e.*, Basilea II) incoraggia le banche a compiere operazioni di earnings management.

Le analisi empiriche sopra condotte investigano anche l'esistenza di una correlazione positiva tra un riconoscimento più tempestivo delle *loan loss provision*, esortato dall'IFRS 9, e il ricorso all'earnings management. I risultati ottenuti confermano quanto precedentemente supposto e, per certi versi, preannunciato dalle riflessioni di Bischof e Daske (2016), di Novotny-Farkas (2016) e Dungan (2009), ovvero che il maggiore spazio discrezionale garantito dall'IFRS 9 in sede di definizione dell'esatto *timing* e ammontare delle *loan loss provision* possa trasformarsi in una *double edged-sword*, consentendo alle società bancarie quotate europee di sfruttare tale margine di discrezionalità non per scopi prudenziali ma per perseguire opportunisticamente intenti di earnings management. Gli *standard setter*, attraverso l'introduzione di un nuovo principio contabile nel Framework IAS/IFRS, hanno favorito un riconoscimento più rapido delle potenziali perdite su crediti e hanno suggerito l'adozione di una politica di *provisioning* di tipo *forward-looking*, al fine di tutelare maggiormente la solvibilità e la stabilità finanziaria degli istituti di credito (Dal Maso *et al.*, 2019). Contestualmente a tale intervento, le evidenze empiriche raccolte hanno dimostrato che si è verificato anche un maggiore ricorso all'earnings management attraverso le politiche di *discretionary provisioning*.

Accanto alla regolamentazione di Basilea III e al nuovo principio contabile IFRS 9, lo studio indaga anche se la pressione competitiva presente nel mercato bancario europeo, misurata attraverso l'*Herfindahl Hirschman Index* (HHI), possa aver esercitato un'influenza diretta sulle manipolazioni di bilancio durante il periodo 2013-2018. I risultati dell'analisi empirica confermano la validità della prospettiva teorico-interpretativa definita da Bagnoli e Watts (2000) e dimostrano che all'interno del mercato bancario quotato europeo, a fronte di un incremento della pressione competitiva, si è verificato un aumento del livello complessivo di earnings management perseguito attraverso il ricorso alle *discretionary loan loss provision*. La scelta delle banche europee di evitare di imputare all'esercizio in modo tempestivo e/o anticipatorio delle *loan loss provision* in corrispondenza di un rafforzamento della

competizione può essere configurabile come una scelta strategica per proteggere la reputazione dell'istituto di credito riguardo la sua buona capacità reddituale attuale e prospettica e affrontare meglio la competizione sul mercato. Pertanto, si suppone che se in un mercato competitivo alcune banche ricorrono alle pratiche di earnings management, allora anche le altre banche, di fronte alle performance elevate delle concorrenti, potrebbero ricorrere alla manipolazione degli utili per accorciare il divario tra i propri utili e quelli delle concorrenti, creando così un circolo vizioso che porta al deterioramento della qualità degli earnings e dell'attendibilità del bilancio. Tali risultati, dunque, sono coerenti sia con l'impianto teorico di Shleifer (2004), secondo cui un incremento della pressione competitiva nel mercato riesce ad acuire il ricorso alle "*aggressive corporate accounting practices*" Shleifer (2004, p.416), sia con le evidenze empiriche raccolte da Balakrishnan e Cohen (2009) e Laksmana e Yang (2014), secondo cui le operazioni di manipolazioni di utili sono incoraggiate dalla presenza di un elevato grado di competizione all'interno del mercato.

Il presente studio prosegue le indagini e verifica se nel contesto delle società bancarie quotate europee gli effetti della crisi finanziaria abbiano incoraggiato le banche a compiere earnings management attraverso politiche di *discretionary loan loss provision*.

I risultati dimostrano che durante il periodo 2013-2018 gli effetti della crisi hanno spinto le società bancarie quotate europee a compiere maggiori operazioni di earnings management attraverso le *loan loss provision*. Complessivamente i risultati delle analisi empiriche confermano quanto dimostrato da una ampia parte delle letterature di Accounting, vale a dire che all'intensificarsi della crisi finanziaria la pressione nel mostrare risultati economici in linea con le aspettative del mercato incoraggia i manager a ricorrere alle operazioni di earnings management (Chia *et al.*, 2007; Jacob & Jorgensen, 2007; Habib *et al.*, 2013; Persakis & Iatridis, 2015) attraverso l'occultamento di eccessivi costi e/o perdite d'esercizio (Burgstahler & Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999; Burgstahler & Eames, 2003; Ayers *et al.*, 2006), allo scopo di registrare performance positive sul mercato azionario (Ahmad-Zaluky *et al.*, 2011; Pinto & Picoto, 2018).

In aggiunta, lo studio si propone di indagare se le società bancarie quotate europee che hanno registrato una maggiore esposizione al rischio di liquidità abbiano fatto ricorso alle operazioni di earnings management. I risultati delle analisi empiriche confermano che esiste una correlazione positiva e statisticamente significativa fra l'esposizione al *liquidity risk* delle banche e il ricorso alle pratiche di earnings management. Tale risultato potrebbe essere interpretato nel modo seguente. Le banche quotate europee che hanno registrato un aumento del rischio di liquidità, percepito dai *market participant* come *bad news* attraverso delle misure contabili di bilancio, per contrastarne il potenziale effetto deleterio reputazionale e di quotazione del titolo, hanno manipolato gli utili per compensare l'elevato rischio di liquidità con una buona profittabilità.

Lo studio esposto fornisce alcuni contributi all'esistente letteratura sul tema di earnings management. Esso suggerisce che, ad oggi, straordinaria rilevanza deve essere riconosciuta al potere delle variabili di natura regolamentare e di contesto di influenzare non solo le politiche strategiche contabili, ma anche gli intenti di earnings *disclosure*. Inoltre, l'evidenza

empirica raccolta ha dimostrato con significatività statistica che l'introduzione di un nuovo principio contabile nel framework IAS/IFRS, l'intensificazione della pressione competitiva sul mercato e l'acuirsi degli effetti della crisi finanziaria sono fattori positivamente correlati alle operazioni di earnings management. Infine, lo studio consente di evidenziare che la maggiore esposizione al rischio di liquidità è correlata ad un ricorso alle politiche di earnings management.

Tale analisi empirica potrebbe essere di qualche utilità per legislatori, *standard setter* e autorità bancarie regolamentari che intendono avere un quadro maggiormente chiaro dello stato dell'arte delle attuali pratiche contabili e delle finalità strategiche perseguite dalle società bancarie europee operanti in un contesto da loro fortemente controllato e regolamentato. I risultati di tale analisi empirica, inoltre, offrono uno spunto di riflessione sul modo in cui le società bancarie quotate accolgono norme nuove e principi contabili aggiornati, nonché sugli effetti di questi ultimi sugli earnings e sull'attendibilità dei bilanci. Tale studio, in aggiunta, prova che, nonostante le politiche di *discretionary loan loss provision* siano state oggetto di recenti regolamentazioni volte a disciplinarne l'impiego, queste sono ancora considerate lo strumento favorito dagli istituti di credito per perseguire scopi di manipolazione di earnings. Pertanto, in corrispondenza di risultati economici positivi e/o perfettamente in linea con le aspettative del mercato, si potrebbero identificare specifici *item* di bilancio che fungono da campanelli d'allarme di politiche di earnings management, come, ad esempio, valori anomali di *discretionary loan loss provision*.

Conclusioni

La letteratura internazionale in ambito di Accounting ha trovato, a partire dagli anni Settanta, un accordo unanime nell'attribuire agli earnings di bilancio un contenuto informativo ragguardevole riguardo la capacità effettiva dell'impresa di generare valore e ricchezza sia attuale che prospettica (Dechow, 1994; Healy & Wahlen, 1998), consolidando tale idea all'interno della "*decision usefulness perspective*" (Beaver, 1981; Scott, 2003). L'interpretazione della rilevanza informativa degli earnings per le decisioni di allocazioni di capitali sul mercato (Schipper & Vincent, 2003; Francis *et al.*, 2008) ha favorito lo sviluppo di numerose ed eterogenee indagini in ambito di *Financial Accounting*, orientate ad investigare cause, caratteristiche e conseguenze delle operazioni di earnings management all'interno della realtà delle società finanziarie e non finanziarie. Il ricorso ad operazioni di earnings management non è di recente osservazione. Già nella seconda metà del Novecento alcuni studiosi avevano notato, nelle imprese quotate oggetto di indagine, la presenza anomala di veri e propri "salti di discontinuità" nelle distribuzioni di frequenza degli earnings in corrispondenza di soglie di earnings considerate di "limite" (Carslaw, 1988; Bernard & Thomas, 1989; Hayn, 1995). Secondo la prospettiva teorica di matrice psicologica dei "numeri chiave" (Gabor & Granger, 1966; Rosch, 1975), gli earnings presentati in bilancio esercitano un'influenza diretta sul comportamento dei *market participant*, sulle performance di quotazione di titoli (Miller & Modigliani, 1966) e sul futuro della stessa impresa (Gordon, 1964; Ronen & Sadan, 1981; Michelson *et al.*, 2000), contribuendo così ad acuire ulteriormente l'urgenza di un'indagine sulla modalità e sulla finalità delle operazioni di manipolazione degli earnings, nonché sui fattori incentivanti le pratiche di earnings management.

I risultati delle analisi empiriche che compongono il panorama della letteratura di Accounting sono ben lontani dall'essere esaustivi ed omogenei. In taluni casi le indagini portano alla luce fenomeni che sembrano richiedere contrapposte interpretazioni, nonché ulteriori approfondimenti e nuove riflessioni integrate. Sulla stessa definizione di earnings management, attualmente, non esiste ancora un accordo unanime, a causa della moltitudine di sfumature interpretative attribuitegli. Ciononostante, è stata riscontrata un'ampia condivisione sul considerare l'earnings management come "*the process of taking deliberate steps within the constraints of generally accepted accounting principles to bring about a desired level of reported earnings*" (Schipper, 1989, p.92), ovvero come un "*purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain (as opposed to say, merely facilitating the neutral operation of the process)*" (Schipper, 1989, p.92).

Compiendo sforzi di sintetizzazione e travalicando i confini delle specifiche prospettive interpretative, si può sostenere, senza pretese di esaustività, che il fenomeno di earnings management consista in una moltitudine eterogenea di scelte strategiche di business e/o contabili, generalmente adottate dal manager, finalizzate a generare un impatto diretto sull'utile dell'esercizio allo scopo di perseguire fini opportunistici aziendali (ad esempio, il

miglioramento della quotazione dei titoli, l'accesso facilitato al credito, il miglioramento dell'immagine societaria) e/o personali (ad esempio, il rafforzamento della reputazione manageriale, l'accesso ad un sistema di remunerazione addizionale basata su specifici risultati economici).

Solo una piccola parte della letteratura di Accounting attribuisce all'earnings management un nobile compito, ovvero quello di mostrare in modo più trasparente la reale ed effettiva capacità reddituale attuale e prospettica dell'impresa e di rivelare agli investitori le aspettative manageriali sui *cash flow* attesi (i.e., *beneficial/white* earnings management) (Fields *et al.*, 2001; Ronen & Yaari, 2007). La restante (maggioritaria) parte, invece, considera l'earnings management una pratica eticamente scorretta ed intrinsecamente opportunistica (i.e., *pernicious/black* earnings management) (Ronen & Yaari, 2007).

L'insorgenza delle operazioni di manipolazione di bilancio è stata, almeno in parte, resa possibile dall'ampia discrezionalità assicurata ai manager in ambito di redazione del bilancio, specialmente in sede di elaborazioni di stime e congetture (Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979). Secondo la dottrina economico-aziendale italiana la discrezionalità costituisce un elemento cardine della redazione del bilancio, in quanto fa sì che i dati contabili inglobino la visione prospettica manageriale sulla profittabilità dell'impresa, travalicando così i confini di una asettica registrazione di fatti di gestione (e.g., Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979; Pini, 1991). Ciononostante, la discrezionalità è stata talvolta impiegata per scopi ben diversi dall'implementazione della qualità della *disclosure*, ovvero per intenti opportunistici di manipolazione di earnings (Ronen & Yaari, 2007). Come è stato ampiamente teorizzato dagli studi di *Financial Accounting* internazionali e dalla dottrina economico-aziendale italiana, la discrezionalità nelle procedure contabili non rappresenta di per sé un ostacolo alla qualità degli earnings, piuttosto è il fine legato al suo utilizzo a determinarne l'attendibilità informativa (Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979; Pini, 1991; Pini, 1999). Negli anni è stato aggiunto un altro importante tassello all'interno delle indagini sulle manipolazioni di bilancio, vale a dire l'identificazione dei *discretionary accrual*, contrapposti ai *non-discretionary accrual*, come strumento privilegiato per perseguire scopi di earnings management, capaci di impattare negativamente sulla qualità degli earnings e sull'attendibilità dei *financial statements* (Dechow *et al.*, 1995; 1996).

Il panorama dei contributi in materia di earnings management consta di indagini eterogenee e approfondite sui fattori interni ed esterni all'impresa che hanno assunto un ruolo deterrente o incentivante per le scelte di manipolazione di earnings. In alcuni casi le indagini sono concentrate all'interno del contesto delle società non finanziarie, in altri all'interno del contesto delle società finanziarie e assicurative.

Tra i fenomeni che hanno suscitato sempre particolare interesse nell'ambito degli studi di earnings management si annoverano le *Business Combination*. La gestione contabile delle procedure di *Business Combination* genera effetti diretti all'interno della *disclosure* di bilancio, rinvenibili nel riconoscimento del *goodwill*, nel processo di *impairment test* del *goodwill* e nell'unificazione degli stock patrimoniali attivi e passivi dell'*acquiree* a quelli

dell'*acquirer* (Hamberg & Beisland, 2014). Anche il mercato risente delle politiche strategiche delle *Business Combination*, ad esempio con oscillazioni più o meno severe della quotazione dei titoli delle società coinvolte. È noto che dalla *disclosure* di bilancio dell'*acquirer* è possibile ricavare una pluralità di informazioni, quali la sua capacità reddituale prospettica e i suoi flussi di cassa futuri (Shalev, 2009). Numerose analisi sono state condotte sulla possibilità che durante le *Business Combination* possano verificarsi fenomeni di earnings management per scopi opportunistici aziendali o manageriali (Hayn & Huges, 2006; Shalev, 2009; Detzen & Zulch, 2012; Ramanna & Watts, 2012; Shalev *et al.*, 2013; Custodio, 2014; Caruso *et al.*, 2016). La *ratio* di tali indagini si fonda sulla elevata manipolabilità del *goodwill* sia in fase di *recognition* sia di *impairment*. Infatti, risentendo delle politiche strategiche di valutazione del patrimonio, il *goodwill* costituisce un *accrual* strumentale per compiere earnings management attraverso il processo di *impairment test* (Elliott & Shaw, 1988; Francis *et al.*, 1996; Bartov *et al.*, 1998; Alciatore *et al.*, 2000; Riedl, 2004). Le scelte di configurazione del *goodwill* e dei valori di *impairment test* possono essere il percorso privilegiato per perseguire scopi di earnings management impiegando la leva della discrezionalità delle valutazioni al *fair value* degli *asset* patrimoniali attivi e passivi della società *acquiree* (Watts, 2013). Alcuni studi recenti confermano che le società non finanziarie quotate italiane coinvolte nelle operazioni di M&A ricorrono all'earnings management operando manipolazioni del *goodwill* attraverso politiche strategiche di *goodwill recognition* e *impairment*. Tali risultati emersi dal contesto italiano non solo confermano quanto già dimostrato in indagini empiriche precedenti condotte all'interno di altri *setting*, ma sottolineano anche l'urgenza di prestare maggiore attenzione alla presenza di un ampio spazio discrezionale in sede di contabilizzazione delle operazioni di *Business Combination*.

La ricerca di Accounting ha indagato i fattori determinanti, le caratteristiche e le conseguenze delle operazioni di earnings management per le società non finanziarie e ha esplorato tale fenomeno anche all'interno del contesto delle società bancarie. La natura, per certi versi intrinsecamente controversa e poco trasparente, delle pratiche contabili degli istituti di credito ha sollevato non pochi quesiti sulla loro liceità ed eticità (Morgan, 2002; Iannotta, 2006; Manganaris *et al.*, 2017). Quello bancario rappresenta il settore maggiormente propenso a compiere delle manipolazioni di bilancio (Morgan, 2002; Iannotta, 2006; Manganaris *et al.*, 2017) e siccome le banche assumono un ruolo cruciale per il raggiungimento e il mantenimento delle condizioni di equilibrio all'interno del mercato finanziario (Halling & Hayden, 2006; Manganaris *et al.*, 2017), l'indagine su tali operazioni di manipolazione consente di comprendere le attuali minacce all'affidabilità dell'informativa di bilancio e al corretto funzionamento del mercato.

Studi di *Financial Accounting* più o meno recenti hanno dimostrato che nel contesto bancario lo strumento maggiormente utilizzato per compiere earnings management è rappresentato dalle *loan loss provision*, suddivisibili in *non-discretionary* e *discretionary* (e.g., Greenawalt & Sinkey, 1988; Beatty *et al.*, 1995; Ahmed *et al.*, 1999; Leventis *et al.*, 2011; Beatty & Liao, 2014). Le *non-discretionary loan loss provision* sorgono in corrispondenza di un deterioramento effettivo del valore di un credito (o di uno strumento

finanziario) e forniscono informazioni, seppur parziali, sulla qualità del portafoglio di *asset* della banca (Wahlen, 1994; Beaver & Engel, 1996). Le *discretionary loan loss provision* si configurano come accantonamenti a fondi rischi, derivanti dall'insorgere di un potenziale rischio di una perdita futura di un credito (Hamadi *et al.*, 2016), e risentono di politiche soggettive di accantonamenti prudenziali contro il rischio di insolvibilità e shock di liquidità (*i.e.*, “*Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses*” pubblicato dal BCBS nel 2015). La discrezionalità assicurata ai manager nella scelta dell'ammontare e delle tempistiche di riconoscimento delle *discretionary loan loss provision* rende tali *accrual* l'item più frequentemente indagato per compiere analisi di earnings management (*e.g.*, Montgomery, 1998; Dechow & Skinner, 2000; Beatty *et al.*, 2002; Kanagaretnam *et al.*, 2003; Kanagaretnam *et al.*, 2004; Anandarajan *et al.*, 2007; Kanagaretnam *et al.*, 2010; Bushman & Williams, 2012; Ozili & Outa, 2017).

Gli studiosi di Accounting hanno individuato nelle loro indagini fattori regolamentari e di contesto in grado di esercitare un'influenza diretta sulle politiche di manipolazione di bilancio, ma nessuno prima d'ora ne ha investigato l'effetto congiunto. Se l'indagine di ciascuna variabile presa singolarmente consente, da un lato, un'analisi approfondita e puntuale di ciascun specifico fenomeno, garantendo l'assenza di contaminazioni prodotte da altri fattori esterni, dall'altro lato, però, tale analisi resta inevitabilmente soggiogata ad una prospettiva unilaterale e offre solo risultati parziali che non si prestano ad uno sguardo olistico.

Nel presente studio si è affrontata, prima dal punto di vista teorico, la tematica delle potenziali relazioni che si instaurano tra ciascuna singola variabile regolamentare e di contesto e le politiche di earnings management, poi, nel capitolo quinto, viene fornita un'evidenza empirica attraverso un'indagine di tipo *archival*. Le variabili regolamentari scelte per l'analisi empirica sono: l'innalzamento dei vincoli minimi di capitale di vigilanza indicati dal nuovo framework bancario di Basilea III e l'adeguamento volontario, sebbene caldamente suggerito dall'ECB, al nuovo trattamento contabile degli strumenti finanziari regolamentato dall'IFRS 9, *i.e.* *expected credit loss method* in contrapposizione a quello dell'*incurred loss* dello IAS 39. Le variabili di contesto esaminate sono: le conseguenze della crisi finanziaria globale e la pressione competitiva nel mercato bancario europeo.

Il continuo aggiornamento dei sistemi di regolamentazione bancaria internazionale di Basilea I, Basilea II e Basilea III ha provocato un radicale cambiamento di alcune tradizionali politiche creditizie e prassi contabili bancarie a causa dell'obbligo di adeguamento dell'ammontare delle riserve di capitale di vigilanza ai nuovi e sempre più stringenti vincoli imposti dal *Basel Committee on Banking Supervision*. La ricognizione dei contributi della letteratura sulle interrelazioni tra le regolamentazioni bancarie e le politiche contabili ha messo in luce che proprio nelle pratiche di *provisioning*, volte alla creazione e all'alimentazione delle riserve di capitale, si possono annidare operazioni di earnings management e, al contempo, ha confermato che le *loan loss provision* costituiscono l'*accrual* maggiormente impiegato nel settore bancario per le manipolazioni di bilancio (si veda, tra gli altri, Ryan, 2011; Beatty & Liao, 2014; Andries *et al.*, 2017; Jin Jiquiang *et al.*, 2019; Dal

Maso *et al.*, 2019). L'indagine compiuta nel capitolo quinto, finalizzata a verificare se nel periodo 2013-2018 la pressione subita dalle banche europee quotate nel rispettare i nuovi vincoli di *regulatory capital* contenuti di Basilea III (BCBS, 2011) fosse positivamente correlata alla manipolazione degli earnings, ha dato esito negativo. Tali risultati, interpretati in una prospettiva di *earnings quality*, sono coerenti con le tesi di Dal Maso *et al.* (2019) e Costello *et al.* (2019), secondo cui il rafforzamento della regolamentazione bancaria di Basilea III determina un potenziale miglioramento dell'attendibilità dell'informativa degli earnings.

Se il rafforzamento della regolamentazione bancaria sul capitale di vigilanza di Basilea III ha contrastato il ricorso alle politiche di earnings management nelle banche quotate europee, lo stesso non si può dire dell'introduzione del nuovo trattamento contabile dei *financial instruments* previsto dall'IFRS 9. La portata innovativa del principio IFRS 9 si concretizza nella sostituzione dell'approccio *backward-looking* nelle valutazioni degli accantonamenti per potenziali rischi di perdite su crediti, proposto dallo IAS 39, con quello *forward-looking*. Il nuovo principio garantisce un maggiore margine di discrezionalità ai manager nella scelta dell'ammontare e delle tempistiche di riconoscimento delle *loan loss provision* (Bischof & Daske, 2016; Novotny-Farkas, 2016), favorendone un più tempestivo riconoscimento (Barclays, 2017; Dal Maso *et al.*, 2019). Ma l'anticipazione delle perdite attraverso il riconoscimento tempestivo delle *discretionary loan loss provision* mal si sposa con l'interesse di tenere alti gli earnings (Akins *et al.*, 2017), a causa dell'effetto negativo delle *provision* sugli earnings. Pertanto, tale fenomeno lascia presagire il possibile sfruttamento della soggettività delle valutazioni delle potenziali perdite su crediti per il perseguimento di operazioni di earnings management attraverso una loro manipolazione. Queste tesi sono state confermate dalle analisi empiriche condotte nel capitolo quinto sulla popolazione delle società bancarie quotate europee nel periodo 2013-2018.

Anche la pressione competitiva nel presentare performance economiche sempre migliori sul mercato ha esercitato un'influenza rilevante sulle strategie e sulle politiche contabili adottate dalle società bancarie quotate europee negli ultimi anni. L'intensificazione della competizione tra le imprese di uno stesso settore è stato un fenomeno che ha coinvolto tutto il mercato finanziario del Vecchio Continente, specialmente all'alba della creazione del Mercato Unico con libera circolazione di beni e persone, con la diffusione degli acquisti online e con l'elevata velocità delle informazioni attraverso il web.

Sebbene la letteratura di Accounting abbia già da anni concentrato l'attenzione sui potenziali effetti della competizione nel mercato bancario, fino ad ora non erano rinvenibili evidenze empiriche sulla possibile correlazione tra la pressione competitiva e le pratiche di earnings management all'interno del contesto delle società bancarie quotate europee. L'indagine condotta all'interno del capitolo quinto ha dimostrato che, in corrispondenza dell'intensificazione della competizione, gli istituti di credito quotati hanno fatto maggiormente ricorso alle operazioni di manipolazione degli utili attraverso le politiche di accantonamenti discrezionali. Siccome gli investitori e i finanziatori confrontano i risultati economici delle società *target* con quelli delle concorrenti prima di compiere delle scelte di

allocazione di capitali (Bagnoli & Watts, 2000), le banche potrebbero attirare capitali manipolando i propri earnings sulla base dei profitti delle concorrenti. Sotto tale prospettiva le politiche di earnings management si potrebbero configurare come un “*dynamic non-cooperative game among several firms rather than as a one-shot disclosure choice made by a single firm*” (p.379), dove “*each firm seeks a comparison advantage through its financial statements numbers*” (p.377).

È d'uopo, però, ricordare che l'intensificarsi della competizione nel mercato bancario europeo rappresenta anche una delle conseguenze più rilevanti della crisi finanziaria globale (ECB, 2018). Competizione e crisi finanziaria sono due fenomeni separatamente e singolarmente osservabili e indagabili, ma solo una loro analisi congiunta consente di comprendere appieno le dinamiche intrinseche che li portano ad interrelarsi. Un'ampia parte della letteratura di Accounting ha puntualmente indagato se e come le crisi finanziarie intaccano la trasparenza e l'attendibilità dell'informativa di bilancio (Han & Wang, 1998; Smith *et al.*, 2001; Saleh & Ahmed, 2005; Beatty & Liao, 2014; Bushman, 2014; Filip & Raffournier, 2014; Cimini, 2015; Persakis & Iatridis, 2015; Manganaris *et al.*, 2016; Lobo, 2017; Pinto & Picoto, 2018; Caporale *et al.*, 2018), senza però riuscire a fornire alcuna evidenza empirica sulla possibilità che gli effetti della crisi siano correlati all'intento di compiere earnings management nelle società bancarie quotate europee. I risultati finora ottenuti sulla connessione tra crisi finanziaria e earnings management sono contrastanti. Secondo alcuni studi, la relazione che lega i due fenomeni sarebbe positiva (*e.g.*, Peltzman, 1976; Jones, 1991; DeAngelo & Skinner, 1994; DeFond & Jimbalvo, 1994; Sweeney, 1994; Bhat, 1996; Lim & Matolcsy, 1999; Navissi, 1999; Jaggi & Lee, 2002; Johl *et al.*, 2003; Flannery *et al.*, 2004; Saleh & Ahmed, 2005; Charitou *et al.*, 2007; Iatridis & Kadorinis, 2009; DeAngelo *et al.*, 2011; Flannery *et al.*, 2013; Habib *et al.*, 2013; Kousenidis *et al.* 2013; Bushman, 2014; Persakis & Iatridis, 2015; Pinto & Picoto, 2018), mentre, secondo altri, sarebbe negativa (*e.g.*, Chia *et al.*, 2007; Jenkins *et al.*, 2009; Strobl, 2013; Francis *et al.*, 2013; Filip & Raffournier, 2014; Cimini, 2015; Manganaris *et al.*, 2017). L'indagine empirica condotta all'interno capitolo quinto su tale tematica ha dimostrato che gli effetti della crisi finanziaria, intercettati attraverso la *proxy* della *money market pressure* (Von Hagen & Ho, 2007), sono statisticamente correlati al ricorso all'earnings management, identificato attraverso l'adozione di politiche di *loan loss provisioning*.

Sebbene l'attenzione nelle ricerche di Accounting circa la qualità dei *financial statements* sia fagocitata spesso dagli earnings, anche i *cash flow* hanno dimostrato di possedere un rilevante potere informativo, seppur minore rispetto a quello attribuito ai primi (Hepworth, 1953; Gordon, 1964; Beidleman, 1973; Ronen & Sadan, 1981; Moses, 1987; Jaggi & Sannella, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997). I *cash flow*, infatti, sono in grado di catturare in modo diretto e potenzialmente più trasparente degli earnings le performance effettive d'impresa (Hribar & Collins, 2002; Riahi-Belkaoui, 2004; Graham *et al.*, 2005), influenzando i processi decisionali di allocazione dei capitali all'interno del mercato finanziario (Farshadfar *et al.*, 2008). Per la natura delle attività che contraddistinguono il loro *core business*, gli istituti di credito registrano frequentemente flussi di cassa in entrata e in uscita (Diamond & Rajan,

2001; Teodori, 2018) e perciò sono particolarmente esposti ad un elevato rischio di liquidità (Jenkinson, 2008). Nonostante la loro naturale esposizione al rischio di liquidità, quest'ultimo è stato riconosciuto come il tipo di rischio più superficialmente gestito dalle banche europee nell'ultimo decennio (Diamond & Rajan, 2005; Mishkin *et al.*, 2006; CEBS, 2008; Goodhart, 2008; Crowe, 2009; Jenkinson, 2008; BCBS, 2011), al punto che la sua impropria gestione è stata considerata come uno dei fattori più determinanti all'acutizzarsi degli effetti negativi della crisi finanziaria (BCBS, 2011). La conoscenza delle gravi e, in alcuni casi, irreparabili conseguenze di una sottovalutazione o di un'inefficiente gestione del rischio di liquidità degli istituti di credito (CEBS, 2008; Crowe, 2009; Financial Reporting Council, 2014), l'influenza indiretta generata sul rischio di liquidità da tutti gli altri rischi a cui sono esposte le banche (Brunnermeier & Yogo, 2009; BCBS, 2016) e, soprattutto, l'introduzione per la prima volta con Basilea III di una specifica e stringente regolamentazione bancaria del *liquidity risk management*, orientata all'incremento degli *high-quality liquid asset* (BCBS, 2011), hanno alimentato l'interesse nell'investigare lo stato dell'arte del *liquidity risk* nel contesto finanziario europeo (Brunnermeier *et al.*, 2009; Acharya *et al.*, 2010; Hanson *et al.*, 2011; Bisias *et al.*, 2012). L'indagine sulla possibilità che la maggiore esposizione al rischio di liquidità degli istituti di credito possa essere correlata ad un maggiore ricorso all'earnings management trova spunto da una duplicità di fattori: l'esistenza di un *trade-off* tra la elevata manipolabilità degli *accrual* e la rigidità delle misure di *cash flow* (Riahi-Belkaoui, 2004) e il danno economico e reputazionale generato da un'elevata esposizione al rischio di liquidità, che traspare dalle misure contabili nella *disclosure* di bilancio (Bourke, 1989; Demircug-Kunt & Huizinga, 1999; Holmstrom & Tirole, 2000; Diamond & Rajan, 2001; Falconer, 2001; Kashyap *et al.*, 2002; Gatev & Strahan, 2003; Kosmidou, 2005; Kosmidou, 2008; Goodhart, 2008; Zheng & Shen, 2008; Jenkinson, 2008; CEBS, 2008). Nel capitolo quinto si è provveduto a colmare un *gap* nella letteratura, che aveva lasciato senza risposta un quesito di primaria importanza, ovvero se l'esposizione al rischio di liquidità di un istituto di credito possa influenzare l'attendibilità dell'informativa di bilancio e, specificamente, degli earnings. I risultati ottenuti confermano che all'interno del mercato delle società bancarie quotate europee nel periodo 2013-2018 la maggiore esposizione al rischio di liquidità, registrata attraverso delle misure contabili, è correlata ad un maggiore ricorso alle pratiche di earnings management, perseguite attraverso le strategie di *loan loss provisioning*. L'interpretazione che si dà di tale risultato riprende le fila e rielabora in ottica integrata alcune riflessioni teoriche basate su risultati di indagini precedenti. Siccome la maggiore esposizione al rischio di liquidità, che traspare dal bilancio, comporta un danno per la reputazione societaria e per le performance azionarie, le banche potrebbero contrastare tale fenomeno spostando l'attenzione sugli earnings, presentando al mercato risultati economici migliori attraverso politiche di *accrual-based earnings management*. In tal caso il ricorso all'earnings management sarebbe giustificato dalla necessità di sottrarre l'attenzione del mercato dalla scarsa liquidità e spostarla, invece, sugli earnings, che sono da sempre l'*item* di bilancio privilegiato per gli shareholder e gli investitori per compiere scelte strategiche di allocazione di capitali (e.g., Cyert & March, 1963; Gordon, 1964; Williamson, 1964; Monsen & Downs,

1965; Amihud *et al.*, 1976; Schipper, 1989; Dechow, 1994; De Angelo *et al.*, 1996; Healy & Wahlen, 1998; Barth *et al.*, 1999 a,b; Healy & Wahlen, 1999; Dechow & Schrand, 2004, Dichev & Tang, 2009).

Alla luce dei risultati delle sopracitate analisi empiriche è possibile affermare che, ancora oggi, con opportune circoscrizioni a particolari contesti socio-economici e limitati archi temporali, il settore bancario europeo soffre di un'informativa contabile non perfettamente trasparente, minacciata dal frequente ricorso all'earnings management. Infatti dalle analisi traspare che è proprio il contesto bancario europeo a destare particolare preoccupazione, specialmente alla luce del suo ruolo chiave nell'assicurare un efficiente funzionamento del mercato finanziario. Se da un lato gli istituti di credito sostengono i consumi di privati e le attività produttive, attraverso la raccolta del risparmio e la concessione del prestito, alimentano l'economia reale e contribuiscono al raggiungimento e al mantenimento dell'equilibrio economico nel mercato, dall'altro possono danneggiare la stabilità finanziaria a causa di esternalità negative derivanti da manipolazioni di bilancio, crisi e fallimenti. I risultati delle analisi empiriche, inoltre, hanno riconfermato che stakeholder e *market participant*, nel valutare la convenienza e la profittabilità di una scelta di investimento sulla base dell'informativa di bilancio, devono necessariamente prestare attenzione a valori anomali di particolari *item*, quali le *loan loss provision*, che possono fungere da *red flag* per le operazioni di earnings management.

In aggiunta, l'evidenza ha dimostrato che ancora oggi, nonostante i continui sforzi di miglioramento e rafforzamento della regolamentazione contabile IAS/IFRS, finalizzata a garantire un'informativa di bilancio sempre più affidabile e trasparente, le politiche di earnings management sono ancora ampiamente diffuse. Il ricorso a tali manipolazioni, però, comporta un'alterazione pericolosa delle informazioni inerenti all'effettiva capacità reddituale attuale e prospettica dell'impresa, influenzando così tanto i processi decisionali dei membri della compagine societaria quanto le scelte di allocazione di capitali di finanziatori e altri stakeholder. La massiccia presenza di earnings management lascia presagire che tutt'oggi la *earnings quality* non riceva sufficiente protezione dal framework normativo contabile messo a punto e quotidianamente aggiornato dallo IASB. Infatti, sebbene il margine di discrezionalità in ambito contabile sia stato originariamente assicurato proprio per garantire una *disclosure* di bilancio più puntuale, trasparente e allineata alle aspettative di chi governa un'impresa, superando la logica di una mera registrazione asettica di fatti aziendali (De Gobbis, 1925; Cassandro, 1946; Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979), talvolta essa contribuisce a generare una zona d'ombra in cui nascondere scelte manipolative in bilancio. Coerentemente con l'impianto teorico adottato dalla dottrina economico-aziendale italiana, la discrezionalità in sé non rappresenta un ostacolo alla qualità degli earnings, bensì è lo scopo sottostante il suo uso che può comprometterne l'attendibilità informativa (Masini, 1961; Ferrero, 1965; Onida, 1970; Provasoli, 1974; Masini, 1979; Pini, 1991).

L'attenzione crescente sull'indagine delle cause, delle caratteristiche e delle conseguenze, sia legali che contabili, dell'uso e dell'abuso di tale discrezionalità in sede di bilancio risponde

all'esigenza di fare maggiore chiarezza sulla liceità di tali pratiche. L'orientamento recente del legislatore italiano è stato quello di contrastare energicamente le politiche di corruzione e di manipolazione fraudolenta del bilancio d'esercizio (Grasso, 2013), ne è un esempio la legge n.69 del 2015 che risponde all'intento di perseguire il reato di false comunicazioni sociali. Ma, ad oggi, calandosi all'interno delle intricate maglie del diritto, sembrerebbe che soltanto i "falsi oggettivi" siano perseguibili in sedi legali, mentre i "falsi valutativi" si sottraggano alle incriminazioni, a meno che non si riesca a dimostrare un sotteso intento manipolativo (Capalbo, 2016). L'introduzione all'interno del sistema normativo contabile italiano di un precetto che assicuri che le operazioni fraudolente di manipolazione di utili, operate attraverso la definizione di stime e congetture, vengano perseguite legalmente rappresenterebbe un valido deterrente per le operazioni di *aggressive earnings management*. Ma l'intrinseca difficoltà nell'intercettare e nel dimostrare che i "falsi valutativi" siano frutto di politiche fraudolente di earnings management rimane un *gap* ancora insuperato che, tuttora, ostacola l'introduzione di un sistema sanzionatorio realmente efficace. Se si riuscisse a comprovare che il ricorso alla discrezionalità in sede valutativa fosse avvenuto travalicando i confini di una redazione neutrale del bilancio, disattendendo i GAAP, allora si potrebbe più facilmente denunciare la illiceità di tali operazioni. Tuttavia i principi disciplinano le procedure da seguire e gli strumenti da impiegare per giungere ad una elaborazione di stime e congetture neutrali e veritiere, senza poter di fatto né ostacolare né segnalare un uso improprio degli stessi (Capalbo, 2016).

Gli sforzi degli *accounting standard setter*, pertanto, dovranno essere finalizzati a sviluppare all'interno del framework contabile internazionale IAS/IFRS nuovi sistemi/metodologie contabili che, con un maggiore rigore procedurale, ostacolino lo sfruttamento della discrezionalità nelle valutazioni e nelle stime per scopi opportunistici e manipolativi di utili.

Parimenti, le autorità bancarie internazionali potrebbero assumere, insieme agli *accounting standard setter*, un ruolo chiave nella lotta al contenimento e al contrasto delle politiche di earnings management attraverso una intensificazione dei controlli di *compliance* e la definizione di un sistema di monitoraggio più integrato, che si avvalga di strumenti aggiornati e *ad hoc* di rilevazione delle manipolazioni. La costanza e la profondità delle indagini delle autorità bancarie, mirate all'identificazione delle politiche aggressive di earnings management, consentirebbero di intercettare se gli strumenti comunemente utilizzati per compiere delle manipolazioni di bilancio, ad esempio le *loan loss provision*, sono stati impiegati eccessivamente, in quantità e modi anomali, al punto tale da lasciar trasparire intenti opportunistici. Il riconoscimento di un ammontare eccessivamente più alto o più basso di *loan loss provision* rispetto all'ammontare dei *loan* potrebbe, in specifiche circostanze aziendali e di mercato e senza prescindere da uno sguardo ai *financial statements* degli anni precedenti, essere una spia del ricorso a politiche di earnings management, così come lo squilibrio dell'ammontare delle *loan loss reserve* rispetto ai *loan*. Con il passar del tempo la raccolta e la conservazione di informazioni e dati sulle condizioni in cui sono avvenute le manipolazioni di earnings, sugli strumenti effettivamente impiegati e sugli eventuali valori soglia dei *ratio*

potrebbero facilitare il riconoscimento di manipolazioni di utili da parte delle autorità bancarie internazionali. In tal modo, il monitoraggio ininterrotto delle performance economiche degli istituti di credito, tenuto conto della presenza o meno di specifici fattori regolamentari e di contesto, l'elaborazione e l'aggiornamento di indici e di valori soglia (meglio ancora se ponderati per le caratteristiche individuali aziendali e di contesto) potrebbero contribuire ad intercettare più agevolmente operazioni fraudolente di earnings management. Questi indicatori, agendo da campanelli d'allarme, segnalerebbero ad esperti contabili e revisori la necessità di intervenire prontamente e approfonditamente con controlli *ad hoc* dei documenti contabili, per appurare se tali dati anomali siano veritieri (seppur inconsueti) oppure strumentali al perseguimento di politiche di earnings management.

Gli interventi compiuti dalle autorità bancarie regolamentari negli ultimi anni hanno rivelato un impegno zelante profuso per correggere prassi tradizionali occulte, illecite ed eticamente non corrette e per corroborare la resilienza dei singoli istituti di credito e del mercato nella sua totalità. Ciò ha consentito indubbiamente il raggiungimento di alcuni risultati sperati, come il rafforzamento della solidità patrimoniale delle banche e la maggiore prudenza nelle valutazioni di concessione di prestiti. Eppure, il ricorso ancora massiccio all'earnings management rappresenta un problema non ancora superato e, alla luce delle analisi della presente ricerca, non più trascurabile.

Opere citate

Accounting Research Bulletin Number 1 (1939). *General Introduction and Rules Formerly Adopted*, Committee on Accounting Procedure, The American Institute of Accountants, September.

Acharya, V.V., & Pedersen, L. (2005). Asset Pricing with Liquidity Risk. *Journal of Financial Economics*, 77, 375-410.

Acharya, V.V., & Ryan, S.G. (2016). Banks' Financial Reporting and Financial System Stability. *Journal of Accounting Research*, 54, 277-340.

Acharya, V.V., Pedersen, L., Philippon, T., & Richardson, M. (2010). *Measuring systemic risk*. Working paper, 2010.

Agénor, P.R., & Zilberman, R. (2015). Loan Loss Provisioning Rules, Procyclicality, and Financial Volatility. *Journal of Banking & Finance*, 61, 301-315.

Ahmad-Zaluki, N.A., Campbell, K., & Goodacre, A. (2011). Earnings management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control, and post-IPO performance. *The International Journal of Accounting*, 46, 111-137.

Ahmed, A.S.C., Takeda, C., & Thomas, S. (1999). Bank loan loss provisions: a re-examination of capital management, earnings management and signaling effects. *Journal of Accounting and Economics*, 28(1), 1-25.

Akins, B., Dou, Y. & Ng, J. (2017). Corruption in bank lending: The role of timely loan loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2-3), 454-478.

Alali, F., & Jaggi, B. (2010). Earnings versus capital ratios management: role of bank types and SFAS 114. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(1), 105-132.

Alciatore, M., Easton, P., & Spear, N. (2000). Accounting for the impairment of long-lived assets: Evidence from the petroleum industry. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 151-172.

Allegrini, M. (2003). *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano.

Allen, F., & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA.

- Allen, F., & Gale, D. (2004). Competition and Financial Stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(3), 453-480.
- Alzoubi, E.S.S. (2019). Audit committee, internal audit function and earnings management: evidence from Jordan. *Meditari Accountancy Research*, 27(1), 72-90.
- American Institute of Accountant. (1953). *Accounting Research Bulletin Number 1*, p.32.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Liquidity and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
- Amihud, Y., Kamin, J.Y., & Ronen, J. (1976). 'Managerialism' and 'Ownerism' in Risk Return Preferences, Working paper, The Vincent Ross Institute of Accounting Research, New York University.
- Amodeo, D. (2002). *Ragioneria generale delle imprese*, Quarta Edizione riveduta, Giannini Editore, Napoli.
- Anandarajan, A., Hasan, I., & Lozano-Vivas, A. (2003). The role of loan loss provisions in earnings management, capital management and signaling: the Spanish experience. *Advances in International Accounting*, 16, 45-65.
- Anandarajan, A., Hasan, I., & McCarthy, C. (2007). Use of loan loss provisions for capital, earnings management and signaling by Australian banks. *Accounting and Finance*, 47, 375-379.
- Andries, K., Gallemore, J., & Jacob, M. (2017). The effects of corporate taxation on bank transparency: Evidence from loan loss provisions. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2-3), 307-328.
- Arens, I.R.J., Beasley, M.S.I.I.I., & Alvin, A. (2010). *Auditing and Assurance Services*. An Integrated Approach, Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ.
- Ascioglu, A., Hedge, S.P., Krishnan, G.V., & McDermott, J.B. (2012). Earnings management and market liquidity. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38, 257- 274.
- Ashbaugh, H., & Pincus, M. (2001). Domestic accounting standards, international accounting standards, and the predictability of earnings. *Journal of Accounting Research*, 39, 417–434.

- Ayers, B.C., Jiang, J.X., & Yeung, P.E. (2006). Discretionary accruals and earnings management: an analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81(3), 617-652.
- Azzali, S., Fornaciari, L., & Mazza, T. (2014). Earnings management in bank industry. *Business and Management Sciences International Quarterly Review*, 5(2), 99-110.
- Bagnoli, M., & Watts, S.G. (2000). The effect of relative performance evaluation on earnings management: A game theoretic approach. *Journal of Accounting and Public Policy* 19, 377-397.
- Balakrishnan, K., & Cohen, D.A. (2009). *Product market competition, financial accounting misreporting and corporate governance: Evidence from accounting restatements*. Working Paper, New York University, 1-46.
- Balasubramanyan, L., Thomson, J.B., & Zaman, S. (2014). *Are banks forward-looking in their loan loss provisioning? Evidence from senior loan officer opinion survey (SLOOS)*. FRB of Cleveland Working Paper No. 13-13r.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in U.K. private firms. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83–128.
- Ball, R., Kothari, S.P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 29, 1–51.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J.S. (2003). Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries and implications for acceptance of IAS. *Journal of Accounting & Economics*, 36, 235–270.
- Bank for International Settlements (BIS). (2010). *80th Annual Report 1 April 2009 – 31 March 2010*, p.90.
- Bar-Gill, O., & Bebchuck, L. (2003). Misreporting Corporate Performance. *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 400*.
- Barclays. (2017). *Barclays PLC Results Announcement*, 1-58.
- Barth, J.R., Nolle, D.E., Phumiwasana, T., & Yago, G. (2003). A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance. *Financial markets, institutions and instruments*, 12(2), 67-120.
- Barth, M.E., & Landsman, W.R. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crisis? *European Accounting Review*, 19(3), 399-423.

Barth, M.E., Beaver, W., Hand, J., & Landsman, W. (1999a). Accruals, Cash Flows, and Equity Values. *Review of Accounting Studies*, 4, 205–229.

Barth, M.E., Elliott, J.A., & Finn, M.W. (1999b). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 387–413.

Barth, M.E., Landsman, W., & Lang, M. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46, 467–498.

Bartov, E., Lindahl, F., & Ricks, W. (1998). Stock price behaviors around announcements of write-offs. *Review of Accounting Studies*, 3, 327–346.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (1991). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, p.5.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2008). *Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges*.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2009). *Guiding principles for the replacement of IAS 39*.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2010a). *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 1–63.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2010b). *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, 1–68.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, p.19.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2013). *Literature review on integration of regulatory capital and liquidity instruments 2013*, Working Paper no 30, 1– 55.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2014). *Basel III: the net stable funding ratio*.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2015). *Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses*.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2016). *Literature Review on integration of regulatory capital and liquidity instruments*. Working Paper n.30, 1–54.

- Bava, F. (2019). *La revisione del bilancio. Risk Approach: Pianificazione, Revisione delle voci di bilancio e verifica del Going Concern*, Seconda edizione, Giuffrè Francis Lefebvre, 1-472.
- Baxter, P., & Cotter, J. (2009). Audit committees and earnings quality. *Accounting and Finance*, 49(2), 267-290.
- Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S., Thomas, D., & Turner, M. (1994). Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 791-811.
- Beatty, A.L., & Liao, S. (2011). Do delays in expected losses recognition affect bank's willingness to lend? *Journal of Accounting and Economics*, 52(1), 1-20.
- Beatty, A.L., & Liao, S. (2014). Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 339-383.
- Beatty, A.L., & Weber, J. (2006). Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142. Goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 257-288.
- Beatty, A.L., Chamberlain, S., & Magliolo, J. (1995). Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 231-262.
- Beatty, A.L., Ke, B., & Petroni, K.R. (2002). Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks. *The Accounting Review*, 77(3), 547-570.
- Beaver, W.H. (1981). Market Efficiency, *The Accounting Review*, 56(1), 23-37.
- Beaver, W.H., & Engel, E. (1996). Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 177-206.
- Beaver, W.H., Eger, C., Ryan, S., & Wolfson, M. (1989). Financial reporting and the structure of bank share prices. *Journal of Accounting Research*, 27, 157-178.
- Beaver, W.H., Kettler, P., & Scholes, M. (1970). The association between market determined and accounting determined risk measures, *The Accounting Review*, 45(4), 654-682.

Beaver, W.H., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(3), 28.

Beaver, W.H., McNally, M.L., & Stinson, C.H. (1997). The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach. *Journal of Accounting and Economics*, 23(1), 53-81.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2003). *Bank concentration and crises*. Working Paper 9921. National Bureau of Economic Research, 1050, Massachusetts Avenue.

Beidleman, C.R. (1973). Income smoothing: The Role of Management, *The Accounting Review*, p.653.

Beneish, M.D. (2001). *Earnings Management : A perspective*.
<https://ssrn.com/abstract=269625>

Bens, D., Heltzer, W., & Segal, B. (2011). The information content of goodwill impairments and SFAS 142. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 26, 526-555.

Berger, A.N., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., & Haubrich, J.G. (2004). Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(3), 434-451.

Berger, A.N., Klapper, L.F., & Turk-Ariss, R. (2008). *Bank Competition and Financial Stability*. Policy Research Working Paper 4696. The World Bank Development Research Group, 1-24.

Bergstresser, D., Desai, M., & Rauh, J. (2006). Earnings Manipulation, Pension Assumptions, and Managerial Investment Decisions. *The Quarterly Journal of Economics*, 121(1), 157-195.

Bernard, V.L. (1989). *Capital market research during the 1980's: A critical review*. Paper presented in honor of the University of Illinois Accountancy Ph.D. Program Golden Jubilee Symposium, University of Illinois, Urbana-Champaign, IL.

Bernard, V.L., & Thomas, J.K. (1989). Post-Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36.

Bernstein, L. (1993). *Financial Statement Analysis*, 5th edition, Homewood, IL, Irwin.

Besanko, D., & Thakor, A. (1993). *Relationship banking, deposit insurance and bank portfolio choice*. In Mayer, C. e Vives, X. (Eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Besta, F. (1922). *La ragioneria*, vol. I, Vallardi, Milano, Seconda Edizione, p.85.

Bhat, V.N. (1996). Banks and income smoothing: an empirical analysis. *Applied Financial Economics*, 6(6), 505-510.

Bholat, D., Lastra, R., Markose, S, Miglionico, A., & Sen, K. (2018). Non-performing loans at the dawn of IFRS 9: regulatory and accounting treatment of asset quality. *Journal of Banking Regulation*, 19(1), 33-54.

Bikker, J.A., & Hu, H. (2002). Cyclical Patterns in Profits, Provisioning and Lending of Banks and Procyclicality of the New Basle Capital Requirements. *BNL Quarterly Review*, 221, 143-175.

Bikker, J.A., & Metzemakers, P.A.J. (2004). Bank provisioning behavior and procyclicality. *Journal of International Financial Markets*, 15, 141-157.

Bischof, J., & Daske, H. (2016). Interpreting the European Union's IFRS Endorsement Criteria: The Case of IFRS 9. *Accounting in Europe*, 13(2), 129-168.

Bisias, D., Flood, M., Lo, A., & Valavanis, S. (2012). A Survey of Systemic Risk Analytics. *Annual Review of Financial Economics*, 4(1), 255-296.

Bolognesi, E., Compagno, C., Miani, S., & Tasca R. (2021). Non-performing loans and the cost of deleveraging: The Italian experience. *Journal of Accounting and Public Policy*, article in press.

Bonner, C. (2015). *Preferential regulatory treatment and banks' demand for government bonds*, CentER Discussion Paper n. 2015-056, Tilburg University.

Boot, A.W., & Greenbaum, S. (1993). Bank regulation, reputation and rents: theory and policy implications, in C. Mayer e X. Vives (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, 262-285.

Borio, C., Furfine, C., & Lowe, P. (2001). *Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options*, Bank of International Settlements, Papers n.1, 1-57.

Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). CEO characteristics and earnings management: empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 77-110.

- Bourke, P. (1989). Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia. *Journal of Banking & Finance*, 13(1), 65-79.
- Bouvatier, V., & Lepetite, L. (2008). Banks' procyclical behavior: Does provisioning matter? *Journal of Institutional Financial Markets, Institutions and Money*, 18(5), 513-526.
- Bouvatier, V., Lepetit, L., & Strobel, F. (2014). Bank income smoothing, ownership concentration and the regulatory environment. *Journal of Banking & Finance*, 41, 253-270.
- Boyd, J.H., & De Nicolò, G. (2005). The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited. *The Journal of Finance*, 60(3), 1329- 1343.
- Bozanic, Z., Roulstone, D., & Van Buskirk, A. (2013). *Management earnings forecast and forward-looking statements*, SSRN eLibrary.
- Bricker, R., Preits, G., Robinson, T., & Young, S. (1995). Financial Analyst Assessment of Company Earnings Quality, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10(3).
- Brown, P., Preiato, J., & Tarca, A. (2014). Measuring country differences in enforcement of accounting standards: an audit and enforcement proxy. *Journal of Business Finance and Accounting*, 41(1-2), 1-52.
- Brunnermeier, M.K., & Pedersen, L.H. (2005). Predatory trading. *The Journal of Finance*, 60(4), 1825-1863.
- Brunnermeier, M.K., & Pedersen, L.H. (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Brunnermeier, M.K., & Yogo, M. (2009), *A note on liquidity risk management*, AEA Session on Liquidity, Macroeconomics, and Asset Prices, 1-13.
- Buckmaster, D. (2001). *Development of the income smoothing literature 1893–1998: A focus on the United States*. Oxford, UK, Elsevier Science Ltd.
- Burgstahler, D.C. (1997). *Incentives to Manage Earnings to Avoid Earnings Decreases and Losses: Evidence from Quarterly Earnings*. Working Paper, University of Washington, August 14.
- Burgstahler, D.C., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.

- Burgstahler, D.C., & Eames, M.J. (2003). Earnings management to avoid losses and earnings decreases: are analysts fooled? *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 253-294.
- Burgstahler, D.C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.
- Bushman, R.M. (2014). Thoughts on financial accounting and the banking industry. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 384-395.
- Bushman, R.M., & Landsman, W.R. (2010). The pros and cons of regulating corporate reporting: A critical review of the arguments. *Accounting and Business Research*, 40(3), 259-273.
- Bushman, R.M., & Williams, C.D. (2012). Accounting discretion, loan loss provisioning, and discipline of banks' risk-taking. *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 1-18.
- Bushman, R.M., & Williams, C.D. (2014). *Delayed Expected Loss Recognition and the Risk Profile of Banks*. Working Paper UNC and Michigan.
- Bushman, R.M., & Williams, C.D. (2015). Delayed Expected Loss Recognition and the Risk Profile of Banks. *Journal of Accounting Research*, 53, 511-553.
- Bushman, R.M., Hendricks, B.E., & Williams, C.D. (2015). *Bank competition: Measurement, decision-making and risk profiles*. Ross School of Business Working Paper.
- Calomiris, C.W., Heider, F., & Hoerova, M. (2015). *A theory of bank liquidity requirements*. CBS Research Paper, 14-39, Columbia Business School.
- Capalbo, F. (2016). Earnings management, politiche di bilancio e falso in bilancio. Il difficile confine tra uso ed abuso della discrezionalità degli amministratori in sede di valutazione, *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, 2, 255-274.
- Caporale, G.M., Alessi, G., Di Colli, S., & Lopez, J.S. (2018). Loan loss provisions and macroeconomic shocks: Some empirical evidence for Italian banks during the crisis. *Finance Research Letters*, 25, 239-243.
- Caramanolis-Cotelli, B., Gardiol, L., Gibson-Asner, R., & Tuchschnid, N.S. (2000). Are Investors Sensitive to the Quality and the Disclosure of Financial Statements? *European Financial Review*, 3, 131-159.

- Carletti, E. (2008). *Competition and regulation in banking*. In Boot, A., e Thakor, A. (Eds.), *Handbook in Financial Intermediation*. Elsevier, North Holland, 449-482.
- Carletti, E., & Hartmann, P. (2003). *Competition and financial stability. What's special about banking?* In Mizen, P. (ed.), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in Honor of Charles Goodhart*, vol. 2, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Carslaw, C.A.P.N. (1988). Anomalies in Income Numbers: Evidence of Goal Oriented Behavior. *The Accounting Review*, 63(2), 321-327.
- Caruso, G.D., Ferrari, E.R., & Pisano, V. (2016). Earnings management and goodwill impairment: an empirical analysis in the Italian M&A context. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), 120 –147.
- Casciello, R., Caldarelli, A., & Maffei, M. (2019). *Earnings Management and Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence From Italian-Listed Companies*, in da Silva Oliveira, J., do Carmo Azevedo, G.J., da Conceicao Santos Ferreira, A. (eds.) *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*, IGI Global, p.77-100.
- Cassandro, P.E. (1946). *Le reserve occulte*, Andriola, Bari.
- Cavallo, M., & Majnoni, G. (2002). *Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications*, In Levich R.M., Majnoni G., Reinhart , C.M. (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions, 9, 319-342.
- Caves, R.E. (1980). Industrial Organization, Corporate Strategy and Structure. *Journal of Economic Literature*, 18(1), 64-92.
- Chan, L.H., Chen, K.C.W., Chen, T.Y., & Yu, Y. (2014). Substitution between Real and Accruals-based Earnings Management after Voluntary Adoption of Compensation Clawback Provisions. *The Accounting Review*, 90, 147-174.
- Chaney, P.K., & Lewis, C.M. (1994). Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information. *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*.
- Chaplin, G., Emblow, A. & Michael, I. (2000), Banking system liquidity: developments and issues. *Financial Stability Review*, 93-112.

- Charitou, A., Lambertides, N., & Trigeorgis, L. (2007). Earnings behavior of financially distressed firms: The role of institutional ownership. *Abacus*, 43, 271-296.
- Cheng, P., Man, P., & Yi, C. (2013). The impact of product market power on earnings quality. *Accounting and Finance*, 53, 137-162.
- Cheng, Q., & Warfield, T.D. (2005). Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(2), 441-476.
- Chia, Y.M., Lapsley, I., & Lee, H.W. (2007). Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis. *Managerial Auditing Journal*, 22, 177-196.
- Chordia, T., Sakar, A., & Subrahmanyam, A. (2005). An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129.
- Christie, A.A., Joye, M.P., & Watts, R.L. (2003). Decentralization of the Firm: Theory and Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 3-36.
- Cimini, R. (2015). How the financial crisis affected earnings management? A European study. *Applied Economics*, 47(3), 302-317.
- Cohen, B.H., & Edwards, G.A.J. (2017). *La nuova era degli accantonamenti per perdite attese su crediti*. Rassegna trimestrale BRI, Bank of International Settlement, 1- 20.
- Collins, D.W., & Hribar, P. (2000). Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 101-123.
- Collins, H.J., Shackelford, A., & Wahlen, J.M. (1995). Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings, and Taxes. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 263-291.
- Committee of European Banking Supervisors (CEBS). (2008). *Reducing liquidity risk – a new imperative*, Second Part of CEBS's Technical Advice to the European Commission on Liquidity Risk Management, Aleri, Committee of European Banking Supervisors, New York, NY, p. 8.
- Committee on the Global Financial System (CGFS). (2018). *Structural changes in banking after the crisis*, CGFS Papers n. 60, 1, p.119.
- Comptroller of the Currency. (2001). *Liquidity: Comptroller's Handbook*, Comptroller of the Currency, Administrator of the National Banks, Washington, DC.

- Conrad, J., Cornell, B., & Landsman, W.R. (2002). When Is Bad News Really Bad News? *The Journal of Finance*, 57(6), 2507-2532.
- Copeland, R.M., & Licastró, R.D. (1968). A note on income smoothing. *The Accounting Review*, 43(3), 540– 545.
- Core, J.E., Guay, W.R., & Verrecchia, R.E. (2003). Price Versus Non-Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts. *The Accounting Review*, 78, 957–81.
- Costello, A.M., Granja, J., & Weber, J. (2019). Do Strict Regulators Increase the Transparency of Banks? *Journal of Accounting Research*, 57(3), 603-637.
- Covas, F., & Driscoll, J.C. (2014). *Bank liquidity and capital regulation in general equilibrium*. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board.
- Crowe, K. (2009). *Liquidity risk management – more important than ever*, Harland Financial Solutions, p. 3.
- Cummings, J.R., & Durrani, K.J. (2016). Effect of the Basel Accord capital requirements on the loan-loss provisioning practices of Australian banks. *Journal of Banking & Finance*, 67, 23-26.
- Cummins, J.G., & Nyman, I. (2005). The Dark Side of Competitive Pressure. *Rand Journal of Economics*, 36(2), 361-77.
- Curcio, D., & Hasan, I. (2015). Earnings and capital management and signaling: The use of loan-loss provisions by European banks. *European Journal of Finance*, 21(1), 26-50.
- Curcio, D., De Simone, A., & Gallo, A. (2017). Financial crisis and international supervision: New evidence on the discretionary use of loan loss provisions at Euro Area commercial banks. *The British Accounting Review*, 49(2), 181-193.
- Custodio, C. (2014). Mergers and Acquisitions Accounting and the Diversification Discount. *The Journal of Finance*, 69(1), 219–240.
- Cyert, R.M., & March, J.G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall.
- Dal Maso, L., Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., & Terzani, S. (2019). The influence of accounting enforcement on earnings quality of banks: Implications of bank regulation and the global financial crisis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 402-419.

- Danielsson, J., Embrechts, P., Goodhart, C., Keating, C., Muennich, F., Renault, O., & Shin, H.S. (2001). *An academic response to Basel II*. London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper Series, 1-17.
- Daske, H., & Gebhardt, G. (2006). International financial reporting standards and experts' perceptions of disclosure quality. *Abacus*, 42, 461–498.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085–1142.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking and Finance*, 37, 3273-3285.
- Davidson, S., Stickney, C., & Weil, R. (1987). *Accounting: The language of business*. 7th edition Thomas Horton and Daughter, Sun Lakes Arizona.
- De Gobbis, F. (1925). *Il bilancio delle società anonime*, Società editrice Dante Alighieri, Firenze.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341-371.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 113-143.
- Dechow, P.M. (1994). Accounting earnings and cash flow as measure of firm performance: The role of accounting accruals. *The Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-40.
- Dechow, P.M., & Schrand, M. (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P.M., & Skinner, D.J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P.M., Richardson, S.A., & Tuna, I. (2003). Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation. *Review of Accounting Studies*, 8, 355-384.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- DeFond, M., & Jimbalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- DeFond, M., & Park, C. (1999). The Effect of Competition on CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 35-56.
- DeGeorge, F., Patel, L., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business*, 72, 1-33.
- Degryse, H., & Ogema, S. (2005). Distance, Lending Relationships, and Competition. *The Journal of Finance*, 60(1), 231-266.
- Demirguc-Kunt, A., & Huizinga, H. (1999). Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence. *The World Bank Economic Review*, 13(2), 379-408.
- Demirguc-Kunt, A., Leaven, L., & Levine, R. (2004). Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 593-622.
- Deng, X., & Ong, S.E. (2018). Real Earnings Management, Liquidity Risk and REITs SEO Dynamics. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 56, 410-442.
- Detzen, D., & Zulch, H. (2012). Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21, 106–126.
- Dezzani, F., Biancone, P.P., & Busso, D. (2010). *Manuale IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- Diamond, D.W., & Dybvig, P. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.
- Diamond, D.W., & Kashyap, A.K. (2015). *Liquidity requirements, liquidity choice and financial stability*, Mimeo.
- Diamond, D.W., & Rajan, R.G. (2001). Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: a theory of banking. *The Journal of Political Economy*, 109(2), 287-327.

- Diamond, D.W., & Rajan, R.G. (2005). Liquidity Shortages and Banking Crises. *Journal of Finance*, 60(2), 615-647.
- Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dichev, I.D., & Tang, V.W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability, *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181.
- Dietrich, R., Harris, M.S., & Muller, K.A. (2001). The Reliability of Investment Property Fair Value Estimates. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 125–58.
- Distinguin, I., Roulet, C., & Tarazi, A. (2013). Bank regulatory capital and liquidity: Evidence from US and European publicly traded banks. *Journal of Banking and Finance*, 37, 3295-3317.
- Dungan, J.C. (2009). *Loan Loss Provisioning and Pro-cyclicality*. Comptroller of the Currency before the Institute of International Bankers. <https://www.occ.treas.gov/news-issuances/speeches/2009/pub-speech-2009-16.pdf>
- Dye, R.A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123-145.
- Edwards, F., & Mishkin, F. (1995). The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 1, 27-45.
- Eichengreen, B., Rose, A.K., & Wyplosz, C. (1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*, 21, 249-296.
- Eichengreen, B., Rose, A.K., & Wyplosz, C. (1996a). Speculative Attacks on Pegged Exchange Rate: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System. In Canzoneri, M.B., Ethier, W.J. e Grilli V. (eds.), *The New Transatlantic Economy*, 191-228. Cambridge, New York, Melbourne, Cambridge University Press.
- Eichengreen, B., Rose, A.K., & Wyplosz, C. (1996b). Contagious Currency Crises: First Tests. *Scandinavian Journal of Economics*, 98(4), 463- 484.
- Elliott, J., & Shaw, W. (1988). Write-offs accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research*, 26, 91-119.

- Ennis, H. M., & Keister, T. (2006). Bank runs and investment decisions revisited. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 217–32.
- European Banking Authority (EBA). (2013). *Report on impact assessment for liquidity measures under Article 509(1) of the CRR*.
- European Banking Authority (EBA). (2014a). *Annual Report 2014*, p.64.
- European Banking Authority (EBA). (2014b). *Second report on impact assessment for liquidity measures under Article 509(1) of the CRR*.
- European Banking Authority (EBA). (2015). *The EBA's view on the adoption of the IFRS 9 Financial Instruments (IFRS 9) 2015*, 1-10.
- European Central Bank (ECB). (2009). *Liquidity (Risk) Concepts – Definitions and Interactions*. Working Paper Series No. 1008 February 2009, 4-70.
- European Central Bank (ECB). (2012). *Annual Report 2012*, 1-238.
- European Central Bank (ECB). (2017). *Guidance to banks on non-performing loans*, 8-12.
- European Central Bank (ECB). (2018). *Annual Report of ECB on supervisory activities 2017*, 1-119.
- European Central Bank (ECB). (2019). *Communication on supervisory coverage expectations for NPEs*, p.1.
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80, 1101–1124.
- Falconer, B. (2001). *Structural liquidity: the worry beneath the surface*, Balance Sheet, 9(3), 13-19.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fang, V.W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? *Journal of Finance*, 69, 2085-2125.
- Farhi, E., & Tirole, J. (2012). Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts. *American Economic Review*, 102(1), 60–93.

Farshadfar, S., Ng, C., & Brimble, M. (2008). The relative ability of earnings and cash flows data in forecasting future cash flows. *Pacific Accounting Review*, 20(3), 254-268.

Feinberg, R. (1995). In defense of corporate myopia. *Managerial and Decision Economics*, 16(3), 205-210.

Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. (2011). Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 21-36.

Ferrero, G. (1965). *Le determinazioni economico-quantitative d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano.

Fields, T.D., Lys, T.Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting Economics*, 31(1-3), 255-307.

Filip, A., & Raffournier, B. (2014). Financial crisis and earnings management: The European evidence. *International Journal of Accounting*, 49(4), 455-478.

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). *Objectives of financial reporting by business enterprises. Statement of Financial Accounting Concept no.1*, FASB, Stamford, 1978.

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1980). *Qualitative characteristics of accounting information. Statement of Financial Accounting Concept no. 2*, FASB, Stamford, 1980, par. 30 and par. 32.

Financial Crisis Advisory Group. (2009). *Report of the financial crisis advisory group*. <http://www.ifrs.org/News/Press-Releases/Documents/FCAGReportJuly2009.pdf>

Financial Reporting Council. (2014). *Guidance on risk management, internal control and related financial and business reporting*, 1-23.

Financial Stability Forum. (2009). *Report of the financial stability forum on addressing procyclicality in the financial system*. http://www.financialstabilityboard.org/wpcontent/uploads/r_0904a.pdf

Flannery, M.J. (1994). Debt maturity and the deadweight cost of leverage: Optimally financing banking firms. *The American Economic Review*, 84(1), 320-331.

Flannery, M.J. (1996). Financial Crises, Payments System Problems and Discount Window Lending. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28, 804-824.

- Flannery, M.J., Kwan, S.H., & Nimalendram, M. (2004). Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 419-460.
- Flannery, M.J., Kwan, S.H., & Nimalendran, M. (2013). The 2007-2009 financial crisis and bank opaqueness. *Journal of Financial Intermediation*, 22(1), 55-84.
- Florio, C. (2012). *La verifica di impairment nella prospettiva delle politiche di earnings management. Profili teorici ed evidenze empiriche*. Franco Angeli, Milano, 11-229.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, 140-151.
- Fox, J. (1997). *Learn to play the earnings game (and Wall Street will love you)*. Fortune March, 77-80.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. *Accounting Horizons*, 27(2), 319-346.
- Francis, J., Hanna, J., & Vincent, L. (1996). Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research*, 34, 117-134.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008), Earnings Quality, *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4), 259-340.
- Freixas, X., Giannini, C., Hoggarth, G., & Soussa, F. (1999). *Lender of last resort: a review of the literature*. In Coodhart, C., Illing, G. (eds.), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, A Reader*, Oxford University Press, 2002.
- Fresard, L., & Valta, P. (2012). *Competitive pressure and corporate policies*. Working paper.
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 103, 75-93.
- Fungacova, Z., Weill, L., & Zhou, M. (2010). *Bank capital, liquidity creation and deposit insurance*. BOFIT discussion paper, 17.
- Furlong, F.T., & Keeley, M.C. (1989). Bank Capital Regulation and Risk Taking: A Note. *Journal of Banking and Finance*, November, 13, 883-891.
- G20. (2009). *London summit – Leader's statement 2 April 2009*.
https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf

- Gabor, A., & Granger, C.W.J. (1966). Price as an Indicator of Quality: Report on an Enquiry. *Economica*, 43-70.
- Gallemore, J. (2018). *Bank Financial Reporting Opacity and Regulatory Intervention*. Working paper, Chicago Booth.
- Gambacorta L. (2016). Relationship and Transaction Lending: New Evidence and Perspectives. *Journal of Emerging Markets Finance & Trade*, 52, 70–75.
- Gaspar, J., & Massa, M. (2006). Idiosyncratic volatility and product market competition. *Journal of Business*, 79, 3125-3152.
- Gatev, E., & Strahan, P.E. (2003). *Banks' advantage in hedging liquidity risk: theory and evidence from the commercial paper market*. Working Paper, The Wharton Financial Institutions Centre, Chestnut Hill, MA.
- Gaver, J., Gaver, K., & Austin J. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 3–28.
- Gebhardt, G., & Novotny-Farkas, Z. (2011). Mandatory IFRS Adoption and Accounting Quality of European Banks. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(3-4), 289- 333.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J.O. (2009). The financial crisis in Europe: evolution, policy responses and lessons for the future. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17(4), 362-80.
- Goetz, M.R. (2017). Competition and Bank Stability. *Journal of Financial Intermediation*, 1-48.
- Gombola, M.J., Ho, A.Y., & Huang, C. (2016). The effect of leverage and liquidity on earnings and capital management: Evidence from U.S. commercial banks. *International Review of Economics and Finance*, 43, 35-58.
- Goodhart, C. (2008). Liquidity risk management, *Financial Stability Review*, 11(6).
- Goodhart, C. (2011). *Global macroeconomic and financial supervision: where next?* NBER Working Paper, no. 17682, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gordon, M.J. (1964). Postulates, Principles, and Research in Accounting. *The Accounting Review*, 251-263.

- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73.
- Grasso, P. (2013). *Relazione al Disegno di legge n. 19 del 2013*, Senato della Repubblica Italiana, Roma.
- Green, A., & Mayes, D. (1991). Technical Inefficiency in Manufacturing Industries. *Economic Journal*, 101(406), 523-38.
- Greenawalt, M.B., & Sinkey, J.F. (1988). Bank loan loss provisions and the income smoothing hypothesis: an empirical analysis, 1976-1984. *Journal of Financial Services Research* 1: 301-318.
- Guay, W., Kothari, S.P., & Watts, R. (1996). A market-based evaluation of discretionary accruals models. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement), 83-105.
- Guidry, F., Leone, A.J., & Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113–142.
- Habib, A., Bhuiyan, M.B.U., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180.
- Halling, M. & Hayden, E. (2006). *Bank failure prediction: a two-step survival time approach*, C.R.E.D.I.T. Conference, Austrian National Bank, Vienna, p. 31.
- Hamadi, M., Heinen, A., Linder, S., & Porumb, V. (2016). Does Basel II affect the market valuation of discretionary loan loss provisions? *Journal of Banking & Finance*, 70, 177-192.
- Hamberg, M., & Beisland, L. (2014). Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23, 59-73.
- Han, J.C.Y., & Wang, S.-W. (1998). Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis. *Accounting Review*, 73, 103-117.
- Hand, J.R. (1989). Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review*, 64, 587–623.

- Hannan, T.H. 1997. Market Share Inequality, the Number of Competitors, and the HHI: An Examination of Bank Pricing. *Review of Industrial Organization*, 12(1), Special Issue: Industrial Organization Topics in Banking, 23-35.
- Hanson, S., Kashyap, A., & Stein, J. (2011). A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*, 25, 3-28.
- Harford, J., & Li, K. (2005). *Decoupling CEO wealth and firm performance. The case of acquisition and capital expenditures*. Working Paper, University of Washington, Seattle, WA.
- Harle P., Luders, E., Pepanides,T., Pfetsch, S., Poppensieker,T., & Stegemann, U. (2010). *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*. McKinsey & Company, EMEA Banking, 1-26.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153.
- Hayn, C., & Hughes, P. J. (2006). Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21, 223–265.
- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107.
- Healy, P.M., & Wahlen, J.M. (1998). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons*, 13(4), 1999, p.368.
- Healy, P.M., & Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hepworth, S.R. (1953). Smoothing Periodic Income, *The Accounting Review*, p.32.
- Herring, R., & Vankudre, P. (1987). Growth opportunities and risk-taking by financial intermediaries. *Journal of Finance*, 42, 583-600.
- Hiebl, M.R. (2014). Upper echelons theory in management accounting and control research. *Journal of Management Control*, 24(3), 223-240.
- Hirschey, M., & Richardson, V. (2002). Information content of accounting goodwill numbers. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, 173-191.

- Holmstrom, B., & Tirole, J. (2000). Liquidity and risk management. *Journal of Money Credit and Banking*, 32(3), 295-319.
- Holthausen, R.W., Larcker, D., & Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 29–74.
- Holthausen, R.W., & Leftwich, R.W. (1983). The economics consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 5(29), 77-117.
- Hong, H., Huang, J.Z., & Wu, D. (2014). The information content of Basel III liquidity risk measures. *Journal of Financial Stability*, 15, 91–111.
- Hribar, P., & Collins, D.W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.
- Huang, K., Lao, B., & McPhee, G. (2017). Does Stock Liquidity Affect Accrual-based Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 417-447.
- Huijgen, C., & Lubberink, M. (2005). Earnings conservatism, litigation and contracting: The case of cross-listed firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1275-1309.
- Iannotta, G. (2006). Testing for opaqueness in the European banking industry: Evidence from bond credit ratings. *Journal of Financial Services Research*, 30(3), 287-309.
- IASC (1989). Quadro sistematico (Framework) per la preparazione e la presentazione del bilancio, IASCF, par.31.
- Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173.
- Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013) Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries, *Advances in Accounting*, 29, 154–60.
- Jacob, J., & Jorgensen, B.N. (2007). Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics* 43(2): 369-390.
- Jaggi, B., & Sannella, A. (1995). The Association Between the Accuracy of Management Earnings Forecasts and Discretionary Accounting Changes. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 10(1).

- Jarva, H. (2009). Do firms manage fair value estimates? An examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), 1059-1086.
- Jayaraman, S., & Milbourn, T.T. (2012). The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation. *The Accounting Review*, 87, 537-563.
- Jeanne, O., & Svensson, L.O. (2007), "Credible commitment to optimal escape from a liquidity trap: the role of the balance sheet", *The American Economic Review*, Vol. 97 No. 1, pp. 474-90.
- Jenkins, D. S., Kane, G.D., & Velury, U. (2009). Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 1041-1058.
- Jenkinson, N. (2008), *Strengthening regimes for controlling liquidity risk*, Euro Money Conference on Liquidity and Funding Risk Management, Bank of England, London, p. 9.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jimenez, G., J.A. Lopez, & J. Saurina. (2013). How does competition affect bank risk-taking? *Journal of Financial Stability*, 9, 185-195.
- Jin Jiqiang, J., Kanagaretnam, K., Liu, Y., & Lobo, G.J. (2019). Economic policy uncertainty and banks earnings opacity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38, 199-218.
- Johl, S., Jubb, C.A., & Houghton, K.A. (2003). *Audit quality: earnings management in the context of the 1997 Asian crisis*. Paper presented at the AFAANZ Conference, Brisbane, Australia.
- Jones, J.J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Jordan, C.E., & Clark, S.J. (2004). Big Bath Earnings Management: The Case of Goodwill impairment under SFAS No. 142. *Journal of Applied Business Research*, 20(2), 63-69.
- Kanagaretnam, K., Lim, C.Y., & Lobo, G.J. (2010). Auditor reputation and earnings management: international evidence from the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2318-2327.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., & Mathieu, R. (2003). Managerial Incentives for Income Smoothing Through Bank Loan Loss Provisions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 63-80.

- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., & Yang, D.K. (2004). Joint test of signaling and income smoothing through bank loan loss provisions. *Contemporary Accounting Research*, 21(49), 843-884.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., & Yang, D.K. (2005). Determinants of signaling by banks through loan loss provisions. *Journal of Business Research*, 58(3), 312-320.
- Karuna, C., Subramanyam, K.R., & Tian, F. (2012). *Industry Product Market Competition and Earnings Management*, Working Paper, 1-53.
- Karuna, C., Subramanyam, K.R., & Tian, F. (2015). *Competition and Earnings Management*, Working Paper, 1-47.
- Kashyap, A.K., Rajan, R., & Stein, J.C. (2002). Banks as liquidity providers: an explanation for the coexistence of lending and deposit-taking. *The Journal of Finance*, 57(1), 33-73.
- Keeley, M.C. (1985a). The Regulation of Bank Entry. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Summer 1985, 5-13.
- Keeley, M.C. (1985b). Bank Entry and Deregulation. *Weekly Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, August 25, 1985.
- Keeley, M.C. (1990). Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking. *The American Economic Review*, 80(5), 1183- 1200.
- Kilic, E., Lobo, G.J, Ranasinghe, T., & Sivaramakrishnan, K. (2012). The Impact of SFAS 133 on Income Smoothing by Banks through Loan Loss Provisions. *The Accounting Review*, 88(1), 233-260.
- Kim, M., & Kross, W. (1998). The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-offs. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 69-99.
- Kim, O., & Verrecchia, R.E. (2001). The relation among disclosure, returns, and trading volume information. *The Accounting Review*, 76(4), 633-654.
- Kole, S., & Lehn, K. (1997). Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival. *American Economic Review*, 87(2), 421-25.
- Kole, S., & Lehn, K. (1999). Deregulation and the Adaptation of Governance Structure: The Case of the Us Airline Industry. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 79-117.

- Korajczyk, R.A., & Sadka, R. (2008). Pricing the commonality across alternative measures of liquidity. *Journal of Financial Economics*, 87, 45-72.
- Koren, J., Valentincic, A., & Windisch, D. (2011). Do Asset Impairments Capture Diminished Expectations about Future Cash Flows? *34th European Accounting Association Conference*, Roma, 1-16.
- Kosmidou, K. (2008). The Determinants of Banks' Profits in Greece during the Period of EU Financial Integration. *Managerial Finance*, 34, 146-159.
- Kosmidou, K., Pasiouras, F., & Tsaklanganos, A. (2007). Domestic and multinational determinants of foreign bank profits: The case of Greek banks operating abroad. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 1-15.
- Kosmidou, K., Tanna, S., & Pasiouras, F. (2005). *Determinants of Profitability of Domestic UK Commercial Banks: Panel Evidence from the Period 1995-2002*, Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference.
- Kothari, S.P. (2001). Capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- Kousenidis, D.V., Ladas, A.C., & Negakis, C.I. (2013). The effects of the European debt crisis on earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 30, 351-362.
- Krishnan, G.V. (2007). Did earnings conservatism increase for former Andersen clients? *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 22, 141-163.
- Laeven, L., & Majnoni, G. (2003). Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late? *Journal of Financial Intermediation* 12(2): 178-197.
- Laksmana, I., & Yang, Y. (2014). Product market competition and earnings management: evidence from discretionary accruals and real activity manipulation. *Advances in Accounting* 30(2): 263-275.
- Lambert, R.A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *The Accounting Review*, 59(4), 604-618.
- Lambert, R.A., Leuz C, & Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420
- Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71, 467–492.

- Larcker, D.F., Richardson, S.A., & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82, 963–1008.
- Leuz, C. (2003). IFRS versus US GAAP: Information asymmetry-based evidence from Germany's new market. *Journal of Accounting Research*, 41, 445–472.
- Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 91-124.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153-201.
- Leventis, S., Dimitropoulos, P.E., & Anandarajan, A. (2011). Loan Loss Provisions, Earnings Management and Capital Management under IFRS: The Case of EU Commercial Banks. *Journal of Financial Services Research*, 40(1), 103-122.
- Levitt, A. (1998). *The numbers game*, NYU Center for Law and Business, NY.
- Li, K., & Sloan, R. (2012). *Has Goodwill Accounting Gone Bad?* Working Paper. Berkeley: University of California.
- Li, X. (2010). The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies*, 15(3), 663-711.
- Li, Z., Shroff, P., Venkataraman, R., & Zhang, I.X. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Account Studies*, 16, 745-778.
- Lim, C.Y., & Yong, K.O. (2017). Regulatory pressure and income smoothing by banks in response to anticipated changes to the Basel II Accord. *Journal of Accounting Research*, 10, 9-32.
- Lim, S., & Matolcsy, Z. (1999). Earnings management of firms subjected to product price controls. *Accounting and Finance*, 39, 131-150.
- Lipe, R. (1990). The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. *The Accounting Review*, 65, 49-71.

- Liu, C., & Ryan, S.G. (1995). The effect of bank loan portfolio composition on the market reaction to and anticipation of loan loss provisions. *Journal of Accounting Research*, 33, 77–94.
- Liu, C., & Ryan, S.G. (2006). Income Smoothing over the Business Cycle: Changes in Banks' Coordinated Management of Provisions for Loan Losses and Loan Charge-Offs from the Pre-1990 Bust to the 1990s Boom. *The Accounting Review*, 81(2), 421-441.
- Liu, C., Ryan, S.G., & Wahlen, J. (1997) Differential valuation implications of loan loss provisions across banks and fiscal quarters. *The Accounting Review*, 72, 133–46.
- Lobo, G.J. (2017). Accounting research in banking – A review. *China Journal of Accounting Research*, 10, 1-7.
- Lobo, G.J., & Yang, D.H. (2001). Bank managers' heterogeneous decisions on discretionary loan loss provisions. *Review on Quantitative Finance and Accounting*, 16(3), 233-250.
- Lobo, G.J., & Zhou, J. (2001). *Disclosure quality and earnings management*. Working paper, Syracuse University, Syracuse, NY, and Long Island University- Brooklyn, Brooklyn, NY.
- Longstaff, F.A. (1998). *Financial Claustrophobia: Asset Pricing in Illiquid Markets*. Wall Street Journal.
- Ma, C.K. (1988). Loan loss reserves and income smoothing: the experience in the US banking industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 15(4), 487-497.
- Manganaris, P., Beccalli, E., & Dimitropoulos, P. (2017). Bank transparency and the crisis. *The British Accounting Review*, 49, 121-137.
- Manganaris, P., Spathis, C., & Dasilas, A. (2016). How institutional factors and IFRS affect the value relevance of conservative and non-conservative banks. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(2), 211-236.
- Marchi, L., & Potito, L. (2012). *L'impatto dell'adozione degli IAS/IFRS sui bilanci delle imprese italiane quotate*, Franco Angeli Editore, p.51.
- Marcus, A.J. (1984). Deregulation and Bank Financial Policy. *Journal of Banking and Finance*, 8, 557-565.
- Marra, A., Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011). Board Monitoring and Earnings Management Pre- and Post-IFRS. *The International Journal of Accounting*, 46, 205-230.

- Marton, J., & Runesson, E. (2017). The predictive ability of loan loss provisions in banks- Effects of accounting standards, enforcement and incentives. *The British Accounting Review*, 49(2), 162-180.
- Masini, C. (1961). *L'ipotesi e l'economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Masini, C. (1979). *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino
- Matz, L., & Neu, P. (2006). *Liquidity Risk: Measurement and Management*, Wiley.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- McNichols, M., & Wilson, G.P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1–40.
- Michelson, S.E., Jordan-Wagner, J., & Wotton, C.W. (2000). The Relationship between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns. *Journal of Economics and Finance*, 24(2), 141-159.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1966). Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57, *American Economic Review*, 333-391.
- Miller, P.B.W., & Bahnson, P.R. (2002). Fast track to direct cash flow reporting: It's easier than you think to provide the information financial statement users want. *Strategic Finance*, 83(8), 51.
- Mishkin, F.S., Stern, G., & Feldman, R. (2006). How big a problem is too big to fail? A review of Gary Stern and Ron Feldman's 'too big to fail': the hazards of bank bailouts. *Journal of Economic Literature*, 44(4), 988-1004.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management? *Accounting World*, 13- 19.
- Molyneux, P., & Thornton, J. (1992). Determinants of European bank profitability: A note. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1173-1178.

- Monsen, R., & Downs, A. (1965). A Theory of Large Managerial Firms. *Journal of Political Economy*, 221-236.
- Montgomery, L. (1998). Recent developments affecting depository institutions. *FDIC Banking Review*, 11(4), 26-34.
- Moody's Analytics. (2015). *Risk Perspectives. Risk Data Management*, 5, 1-144.
- Morgan, D.P. (2002). Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry. *The American Economic Review*, 92(4), 874-888.
- Morris, S., & Shin, H. (2004). Co-ordination Risk and the Price of Debt. *European Economic Review*, 48(1), 133-153.
- Moses, O.D. (1987). Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes, *The Accounting Review*, 62, 358-377.
- Moyer, S. (1990). Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. *Journal of Accounting and Economics* 13(2): 123-154.
- Muranaga, J. & Ohsawa, M. (2002), *Measurement of liquidity risk in the context of market risk calculation*, Working paper, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo.
- Murphy, K.J. (1999). *Executive Compensation*. In Ashenfelter O. e Card, D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, 3, Amsterdam, North Holland, 2485–2563.
- Myers, L.A., & Skinner, D.J. (1999). *Earnings momentum and earnings management*, Working Paper, University of Michigan.
- Naceur, S.B., & Kandil, M. (2009). The Impact of Capital Requirements on Banks' Cost of Intermediation and Performance: The Case of Egypt. *Journal of Economics and Business*, 61, 70-89.
- National Association of Certified Fraud Examiners (1993). *Cooking the books: What every accountant should know about fraud*, No. 92-5401, p.12.
- Navissi, F. (1999). Earnings management under price regulation. *Contemporary Accounting Research*, 16, 281-304.

- Nelson, M.W., Elliott, J.A. & Tarpley, R.L. (2003). How are earnings managed? Examples from auditors. *Accounting Horizons, Supplement*, 17-35.
- Ng, J. (2011). *The Effect of Information Quality on Liquidity Risk*. Massachusetts Institute of Technology, 1-50. <http://ssrn.com/abstract=1097382>
- Nicoletti, A. (2018). The effects of bank regulators and external auditors on loan loss provisions. *Journal of Accounting and Economics*, 66(1), 244-265.
- Nielsen, B.B., & Nielsen, S. (2013). Top management team nationality diversity and firm performance: a multilevel study. *Strategic Management Journal*, 34(3), 373-382.
- Novotny-Farkas, Z. (2015). *The Significance of IFRS 9 for Financial Stability and Supervisory Rules*. Study for the ECON Committee, Directorate General for Internal Policies, European Parliament, 5-55.
- Novotny-Farkas, Z. (2016). The Interaction of the IFRS 9 Expected Loss Approach with Supervisory Rules and Implications for Financial Stability. *Accounting in Europe*, 13(2), 197-227.
- Onesti, T., & Romano, M. (2012). *Earnings Management and Goodwill Accounting: Implication on Dividend Policy in Italian Listed Companies*. <https://ssrn.com/abstract=2179159>
- Onida, P. (1970). *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Ozili, P.K. (2015). Loan loss provisioning, income smoothing, signaling, capital management and procyclicality: Does IFRS matter? Empirical evidence from Nigeria. *Mediterranean Journal of Social Science*, 6(2), 224-232.
- Ozili, P.K. (2017). Paying bank risk professionals to lie about bank loan loss provisioning process. *The International Journal of Business & Management*, 4(11), 58-63.
- Ozili, P.K., & Outa, E. (2017). Bank loan loss provisions: A review. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 144-163.
- Pagano, M., Roelle, A., & Zechner, J. (2002). The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *Journal of Finance*, 57, 2651–2694.

- Pasiouras, F., & Kosmidou, K. (2007). Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 222-237.
- Pastor, L., & Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642-685.
- Peltzman, S. (1965). Entry into Commercial Banking. *Journal of Law and Economics*, 8, 11-50.
- Peltzman, S. (1976). Toward a more general theory of regulation. *The Journal of Law and Economics*, 1, 211-240.
- Penno, M.C. (1997). Information quality and voluntary disclosure. *The Accounting Review*, 72(2), 275-284.
- Perez, D., Salas-Fumas, V., & Saurina, J. (2008). Earnings and Capital Management in Alternative Loan Loss Provision Regulatory Regimes. *European Accounting Review*, 17(3), 423-445.
- Perols, J.L., & Lougee, B.A. (2011). The relation between earnings management and financial statement fraud, *Advances in Accounting*, 1(27), 39-53.
- Perotti, F., & Suarez, J. (2011). A Pigovian approach to liquidity regulation. *International Journal of Central Banking*, 7(4), 3–41. www.ijcb.org/journal/ijcb11q4a3.pdf.
- Persakis, A., & Iatridis, G.E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 1-35.
- Pini M. (1991). *Politiche di bilancio e direzione aziendale*, Etas, Milano, p.6.
- Pinto, I., & Picoto, W.N. (2018). Earnings and capital management in Europe banks – Combining a multivariate regression with a qualitative comparative analysis. *Journal of Business Research*, 89, 258-264.
- Porter, M. (1990). The competitive advantage of nations. *Harvard Business Review*, 73-93.
- Potito L. (2013). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino.
- Potito, L. (2020). *Economia Aziendale*, G. Giappichelli Editore, Torino.

- Prencipe, A. (2006). *Earnings quality. Analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale*, Pearson Education, 1-170.
- Prencipe, A., Markarian, G., & Pozza, L. (2008). Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy, *Family Business Review*, 21(1), 71-88.
- Provasoli, A. (1974). *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano.
- Quagli, A. (2011). *Le politiche di bilancio e l'adozione degli IFRS: profili di studio e rassegna delle prime evidenze empiriche*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 1.
- Raith, M. (2003). Competition, Risk, and Managerial Incentives. *American Economic Review*, 93(4), 1425-36.
- Ramanna, K., & Watts, R. (2012). Evidence on the Effects of Unverifiable Fair-Value Accounting. *Review of Accounting Studies*, 17, 749–80.
- Reese, W., & Weisback, M. (2002). Protection of minority shareholder interests, cross-listing in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 66, 65–104.
- Rhoades, S.A. (1993). The Herfindahl-Hirschman Index. *Federal Reserve Bulletin* 79, 188-189.
- Riahi-Belkaoui, A. (2004). *Accounting Theory*, Thomson, 5th edition, p.446.
- Riedl, E. (2004). An examination of long-lived asset impairments. *Accounting Review*, 79, 823-852.
- Rochet, J.C. (2005). Prudential policy. *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, October, 93-119.
- Ronen, J., & Sadan, S. (1981). *Smoothing Income Numbers, Objectives, Means, and Implications*. Addison-Wesley Pub. Co.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2007). Earnings management – Emerging Insights in Theory, *Practice and Research*, Springer, New York.
- Rosch, E. (1975). Cognitive Reference Points. *Cognitive Psychology*, 532-547.

- Ross, S. (1977). The determination of capital structure: the incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 40(8), 23-40.
- Rossi, S., & Volpin, P.F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277–304.
- Ryan, S.G. (2011). Financial Reporting for Financial Instruments. *Foundations and Trends in Accounting*, 6(3-4), 187-188.
- Ryan, S.G., & Keeley, J.H. (2013). Discussion of “Did the SEC impact banks’ loan loss reserve policies and their informativeness? *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 66-78.
- Sadka, R. (2011). Liquidity risk and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 52, 144-152.
- Saleh, N.M., & Ahmed, K. (2005). Earnings management of distressed firms during debt renegotiation. *Accounting and Business Research*, 35, 69-86.
- Sadka, R. (2006). Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 309-349.
- Salem, R., Usman, M., & Ezeani, E. (2020). Loan loss provisions and audit quality: Evidence from MENA Islamic and conventional banks. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, In Press.
- Saunders, A. (1987). *The Interbank Market, Contagion Effects and International Financial Crises*. In Portes, R. e Swoboda, A.K. (eds.), *Threats to International Financial Stability*, New York, NY, Cambridge University Press, 196-232.
- Schipper, K. (1989). Earnings Management, *Accounting Horizons*, 3(4), p.92.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons, Supplement*, 97-110.
- Schmidt, K.M. (1997). Managerial Incentives and Product Market Competition. *Review of Economic Studies*, 64(2), 191-213.
- Scholes, M.S., Wilson, G.P. & Wolfson, M.A. (1990). Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks. *Review of Financial Studies* 3(4): 625-650

- Scott, W.R. (2003). *Financial Accounting Theory*, Third Edition, Prentice Hall, Toronto.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84(1), p.240.
- Shalev, R., Zhang, I. X. & Zhang, Y. (2013). CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 819–854.
- Shin, H. (2009). Reflections on Northern Rock: The bank run that heralded the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 101–19.
- Shleifer, A. (2004). Does Competition Destroy Ethical Behavior? *American Economic Review*, 94(2), 414-418.
- Shrieves, R.E., & Dahl, D. (2003). Discretionary accounting and the behavior of Japanese banks under financial duress. *Journal of Banking and Finance*, 27(7), 1219-1243.
- Skinner, D.J., & Sloan, R.G. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312.
- Sloan, R.G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Smith A. (1991). *Wealth of nations*, New York, Prometheus Books.
- Smith, M., Kestel, J., & Robinson, P. (2001). Economic recession, corporate distress and income increasing accounting policy choice. *Accounting Forum*, 25, 334-352.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. 87(3), 355-374.
- Stein, J.C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Stephanou, C. (2010). *Rethinking market discipline in banking: lessons from the financial crisis*. Policy Research Working Paper 5227, The World Bank.
- Strahan, P. (2008). *Liquidity Production in the 21st Century*. NBER Working Paper 13798.
- Strobl, G. (2013). Earnings manipulation and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 51(2), 449-473.

- Strong, J.S., & Meyer, J.R. (1987). Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *The Journal of Finance*, 42(3), 643-661.
- Sweeney, A.P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308.
- Teodori, C. (2018). *Analisi di Bilancio. Lettura e Interpretazione*, Giappichelli Editore, Torino.
- Teoh, S.H., Ivo, W., & Wong, T.J. (1998). Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- The Sharman Inquiry. (2011). *Going concern and liquidity risks: lessons for companies and auditors. Preliminary report and recommendations of the panel of inquiry*, 2-74.
- Tomy, R.E. (2019). Threat of entry and the use of discretion in banks' financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 67, 1-35.
- Trueman B., & Titman, S. (1988). An Explanation for accounting Income Smoothing, *Journal of Accounting Research*, 26, 127-139.
- Van der Zanden, P., & Nobes, C. (2002). *FEE survey on business combinations*. Federations des Experts Comptable.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 365-380.
- Von Hagen, J., & Ho, T. (2007). Money Market Pressure and the Determinants of Banking Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(5), 1037-1066.
- Vyas, D. (2011). The timeliness of accounting write-downs by U.S. financial institutions during the financial crisis of 2007-2008. *Journal of Accounting Research*, 49(3), 823-860.
- Wahlen, J. (1994). The nature of information in commercial bank loan loss disclosures. *The Accounting Review*, 69, 455-478.
- Watanabe, A., & Watanabe, M. (2008). Time-varying liquidity risk and the cross section of stock returns. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2449-2486.
- Watts, R.L. (2003). Conservatism in accounting – Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.

- Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.
- Watts, R.L., & Zimmermann, J.L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Wezel, T., Chan Lau, J.A., & Columba, F. (2012). *Dynamic loan loss provisioning: Simulations on effectiveness and guide to implementation*. IMF, Working Paper 12/110, 1-58.
- Wheeler, P.B. (2019). Loan Loss Accounting and Procyclical Bank Lending: The Role of Direct Regulatory Actions. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2-3), 463-495.
- Wild, J.J. (1996). The audit committee and earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 11(2), 247-276.
- Willekens, M., & Bauwhede, H. (2003). *Auditor reporting conservatism as a defense mechanism against increased post-Enron litigation risk*. Working paper. Belgium: Catholic University of Leuven.
- Williamson, O.E. (1964) *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall.
- Xie, H. (1998). *Are discretionary accruals mispriced? A reexamination*. Working paper, University of Iowa.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence of the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87, 675-703.
- Zhang, Y., & Wiersema, M.F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: the signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710.
- Zheng, H., & Shen, Y. (2008). Jump liquidity risk and its impact on CvaR. *The Journal of Risk Finance*, 9(5), 477-91.
- Zucca, L.J., & Campbell, D.R. (1992). A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets. *Accounting Horizons*, 6(3), 30-41.

Appendice

Tabella 1 – Descrizione delle variabili

<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
LLP_{it}	Logaritmo naturale delle <i>loan loss provision</i> diviso i <i>total asset</i> di inizio esercizio
$LOAN_{it}$	Crediti di inizio esercizio diviso i <i>total asset</i> di inizio esercizio
NCO_{it}	<i>Net charge-off</i> diviso i <i>total asset</i> di inizio esercizio
NPL_{it}	<i>Non-performing loan</i> di inizio esercizio diviso i <i>total asset</i> di inizio esercizio
EBT_{it}	Earnings dell'esercizio al lordo di <i>provision</i> e imposte diviso i <i>total asset</i> di inizio esercizio
$CET1_{it}$	<i>Common Equity Tier 1 Capital</i> diviso i <i>risk-weighted asset</i> dell'esercizio
ΔNPL_{it}	Variazione dei <i>non-performing loan</i> sul totale degli <i>asset</i> dell'esercizio precedente
HHI_{it}	<i>Herfindahl-Hirschman Index</i> calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio
$CRISIS_{it}$	<i>Money Market Pressure Index</i> calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio
ROA_{it}	Reddito operativo diviso i <i>total asset</i> dell'esercizio
$EBT_{it} * CET1_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e $CET1_{it}$
$EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e ΔNPL_{it}
$EBT_{it} * HHI_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e HHI_{it}
$EBT_{it} * CRISIS_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e $CRISIS_{it}$
$MKPT_{it}$	Logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato di una banca
LA_{it}	<i>Asset</i> liquidi sul totale degli <i>asset</i> dell'esercizio
$NLDF_{it}$	<i>Net loan</i> dell'esercizio diviso il <i>customer and short-term funding</i>
$EBT_{it} * LA_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e LA_{it}
$EBT_{it} * NLDF_{it}$	Variabile interazione tra EBT_{it} e $NLDF_{it}$
NIM_{it}	Differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento

All'interno della **Tabella 1** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Tabella 2 – Statistica descrittiva

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Primo Quartile</i>	<i>Secondo Quartile</i>	<i>Terzo Quartile</i>	<i>Max</i>
LLP_{it}	1139	0.005	0.006	4.02e-07	0.001	0.003	0.006	0.044
$LOAN_{it}$	1139	0.536	0.219	0.000	0.437	0.585	0.700	0.961
NCO_{it}	1139	0.001	0.008	-0.074	0.000	0.001	0.002	0.117
NPL_{it}	1139	0.087	0.106	0.000	0.022	0.052	0.058	0.690
EBT_{it}	1139	0.029	0.041	0.000	0.011	0.022	0.029	0.370
$CET1_{it}$	1139	0.155	0.044	0.058	0.132	0.154	0.161	0.570
ΔNPL_{it}	1139	-0.000	0.036	-0.207	-0.005	-0.001	0.003	0.376
HHI_{it}	1139	0.036	0.001	0.034	0.036	0.036	0.037	0.037
$CRISIS_{it}$	1139	0.076	1.001	-1.223	-0.726	-0.292	1.185	2.902
ROA_{it}	1139	0.010	0.025	-0.225	0.003	0.008	0.014	0.185
$MKPT_{it}$	1139	13.395	2.215	7.394	11.784	13.392	14.827	18.842
LA_{it}	1083	0.221	0.186	0.000	0.082	0.170	0.297	0.984
$NLDF_{it}$	1092	0.809	0.492	0.005	0.615	0.808	0.935	6.705
NIM_{it}	1110	0.023	0.024	-0.073	0.012	0.017	0.029	0.316

All'interno della **Tabella 2** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde alle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio, EBT_{it} corrisponde agli earnings dell'esercizio al lordo di *provision* e imposte diviso i *total asset* di inizio esercizio; $CET1_{it}$ corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset* dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; $CRISIS_{it}$ corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio; $MKPT_{it}$ corrisponde al logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato di una banca; LA_{it} corrisponde

agli *asset* liquidi sul totale degli *asset* dell'esercizio; $NLDF_{it}$ corrisponde ai *net loan* dell'esercizio diviso il *customer and short-term funding*; NIM_{it} corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento.

Tabella 3 – Regressione GLS ad effetti random con standard error robusti (Eq.1)

LLP_{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	z	P> z
EBT_{it}	5.041	2.282	2.21	0.027
$CET1_{it}$	-4.126	1.939	-2.13	0.033
ΔNPL_{it}	2.845	0.672	4.23	0.000
HHI_{it}	152.222	29.439	5.17	0.000
$CRISIS_{it}$	0.157	0.027	5.80	0.000
$LOAN_{it}$	1.337	0.413	3.23	0.001
NCO_{it}	11.085	3.780	2.93	0.003
NPL_{it}	3.876	0.585	6.62	0.000
ROA_{it}	-9.510	3.549	-2.68	0.007
_cons	-12.088	1.199	-10.08	0.000

All'interno della **Tabella 3** i rappresenta l'entità e t l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; EBT_{it} corrisponde agli earnings dell'esercizio al lordo di *provision* e imposte diviso i *total asset* di inizio esercizio; $CET1_{it}$ corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset* dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; $CRISIS_{it}$ corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio.

Tabella 4 – Regressione ad effetti fissi con standard error robusti (Eq.1)

LLP _{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	t	P> t
EBT _{it}	3.558	1.752	2.03	0.041
CET1 _{it}	-3.009	2.124	-1.42	0.158
ΔNPL _{it}	2.303	0.696	3.31	0.001
HHI _{it}	153.156	30.031	5.10	0.000
CRISIS _{it}	0.154	0.027	5.55	0.000
LOAN _{it}	1.110	0.528	2.10	0.037
NCO _{it}	8.074	3.885	2.08	0.039
NPL _{it}	1.996	0.689	2.90	0.004
ROA _{it}	-9.020	3.481	-2.59	0.010
_cons	-11.973	1.255	-9.54	0.000

All'interno della **Tabella 4** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; EBT_{it} corrisponde agli earnings dell'esercizio al lordo di *provision* e imposte diviso i *total asset* di inizio esercizio; CET1_{it} corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset* dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; CRISIS_{it} corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; LOAN_{it} corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio.

Tabella 5 – Regressione GLS ad effetti random con standard error robusti (Eq.2)

LLP_{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	z	P> z
$EBT_{it} * CET1_{it}$	-9.725	7.200	-1.35	0.177
$EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$	41.239	14.678	2.81	0.005
$EBT_{it} * HHI_{it}$	237.578	78.390	3.03	0.002
$EBT_{it} * CRISIS_{it}$	3.998	0.814	4.91	0.000
$LOAN_{it}$	1.438	0.429	3.35	0.001
NCO_{it}	12.846	3.636	3.53	0.000
NPL_{it}	3.532	0.559	6.31	0.000
ROA_{it}	-12.579	4.223	-2.98	0.003
$MKPT_{it}$	-0.040	0.031	-1.31	0.191
_cons	-6.645	0.527	-12.59	0.000

All'interno della **Tabella 5** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; $EBT_{it} * CET1_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e $CET1_{it}$; $EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e ΔNPL_{it} ; $EBT_{it} * HHI_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e HHI_{it} ; $EBT_{it} * CRISIS_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e $CRISIS_{it}$; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio; $MKPT_{it}$ corrisponde al logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato di una banca.

Tabella 6 – Regressione ad effetti fissi con standard error robusti (Eq.2)

LLP_{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	t	P> t
$EBT_{it} * CET1_{it}$	-7.578	6.623	-1.14	0.254
$EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$	35.548	12.771	2.78	0.006
$EBT_{it} * HHI_{it}$	195.217	82.138	2.38	0.018
$EBT_{it} * CRISIS_{it}$	3.873	0.884	4.38	0.000
$LOAN_{it}$	0.975	0.555	1.76	0.080
NCO_{it}	10.662	3.828	2.79	0.006
NPL_{it}	1.786	0.637	2.81	0.006
ROA_{it}	-12.168	4.127	-2.95	0.004
_cons	-6.760	0.309	-21.82	0.000

All'interno della **Tabella 6** i rappresenta l'entità e t l'anno.

La variabile $MKPT_{it}$ è stata omessa per problematiche di collinearità.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; $EBT_{it} * CET1_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e $CET1_{it}$; $EBT_{it} * \Delta NPL_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e ΔNPL_{it} ; $EBT_{it} * HHI_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e HHI_{it} ; $EBT_{it} * CRISIS_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e $CRISIS_{it}$; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio.

Tabella 7 – Regressione GLS ad effetti random con standard error robusti (Eq.3)

LLP _{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	z	P> z
EBT _{it} *LA _{it}	3.518	1.636	2.15	0.020
EBT _{it} *NLDF _{it}	0.496	0.275	1.80	0.039
CET1 _{it}	-6.122	1.840	-3.33	0.001
ΔNPL _{it}	2.973	0.728	4.08	0.000
HHI _{it}	147.943	29.421	5.03	0.000
CRISIS _{it}	0.132	0.028	4.67	0.000
LOAN _{it}	1.006	0.421	2.39	0.017
NCO _{it}	7.583	3.803	1.99	0.046
NPL _{it}	4.067	0.500	8.13	0.000
ROA _{it}	-12.393	5.040	-2.46	0.014
NIM _{it}	16.917	7.896	2.14	0.032
cons	-11.771	1.174	-10.02	0.000

All'interno della **Tabella 7** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; EBT_{it}*LA_{it} corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e LA_{it}; EBT_{it}*NLDF_{it} corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e NLDF_{it}; CET1_{it} corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset* dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; CRISIS_{it} corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; LOAN_{it} corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio; NIM_{it} corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento.

Tabella 8 – Regressione ad effetti fissi con standard error robusti (Eq.3)

LLP_{it}	Coeff.	Robust Std.Err.	t	P> t
$EBT_{it} * LA_{it}$	3.105	1.544	2.01	0.031
$EBT_{it} * NLDF_{it}$	0.147	0.076	1.92	0.046
$CET1_{it}$	-5.539	2.230	-2.48	0.014
ΔNPL_{it}	2.201	0.716	3.07	0.002
HHI_{it}	149.743	29.421	5.09	0.000
$CRISIS_{it}$	0.136	0.029	4.68	0.000
$LOAN_{it}$	0.561	0.576	0.97	0.332
NCO_{it}	10.925	3.964	2.76	0.006
NPL_{it}	2.247	0.675	3.33	0.001
ROA_{it}	-12.012	4.992	-2.41	0.017
NIM_{it}	15.905	8.440	1.88	0.061
cons	-11.563	1.269	-9.11	0.000

All'interno della **Tabella 8** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; $EBT_{it} * LA_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e LA_{it} ; $EBT_{it} * NLDF_{it}$ corrisponde alla variabile interazione tra EBT_{it} e $NLDF_{it}$; $CET1_{it}$ corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset* dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; $CRISIS_{it}$ corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio; NIM_{it} corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento.

Tabella 9 – Matrice di Correlazione di Pearson

	LLP _{it}	CET1 _{it}	ΔNPL _{it}	HHI _{it}	CRISIS _{it}	LA _{it}	NLDF _{it}
LLP _{it}	1.0000						
CET1 _{it}	-0.2801	1.0000					
ΔNPL _{it}	0.0815	-0.0461	1.0000				
HHI _{it}	0.1651	-0.0999	0.0992	1.0000			
CRISIS _{it}	0.1617	-0.0810	0.1329	0.4205	1.0000		
LA _{it}	-0.2096	0.1981	-0.0449	-0.0477	-0.0444	1.0000	
NLDF _{it}	0.0804	-0.1148	0.0224	-0.0140	-0.0089	-0.3280	1.0000
EBT _{it}	-0.0198	0.1963	0.0382	-0.0375	-0.0535	0.1917	-0.0958
LOAN _{it}	0.2821	-0.2624	0.0058	-0.0124	0.0022	-0.4146	0.3699
NCO _{it}	0.1025	-0.0003	-0.0478	0.0026	-0.0283	0.0068	-0.0307
NPL _{it}	0.4236	-0.1245	-0.0703	-0.0183	-0.0307	-0.1333	0.0733
ROA _{it}	-0.1610	0.2113	-0.0021	-0.0821	-0.0969	0.1217	-0.0969
NIM _{it}	0.2701	-0.0686	0.0588	0.0165	0.0100	-0.1336	0.1273
MKPT _{it}	-0.1278	-0.1592	0.0168	-0.0005	-0.0015	-0.0556	0.0716
	EBT _{it}	LOAN _{it}	NCO _{it}	NPL _{it}	ROA _{it}	NIM _{it}	MKPT _{it}
EBT _{it}	1.0000						
LOAN _{it}	-0.2367	1.0000					
NCO _{it}	0.0842	0.0342	1.0000				
NPL _{it}	0.0626	0.1550	0.0373	1.0000			
ROA _{it}	0.3093	-0.1355	0.0931	-0.1765	1.0000		
NIM _{it}	0.0990	0.2452	0.3742	0.0545	0.1182	1.0000	
MKPT _{it}	-0.0604	-0.0297	0.0265	-0.1905	0.0765	-0.0537	1.0000

All'interno della **Tabella 9** *i* rappresenta l'entità e *t* l'anno.

Nota: LLP_{it} corrisponde al logaritmo naturale delle *loan loss provision* diviso i *total asset* di inizio esercizio; CET1_{it} corrisponde al *Common Equity Tier 1 Capital* diviso i *risk-weighted asset* dell'esercizio; ΔNPL_{it} corrisponde alla variazione dei *non-performing loan* sul totale degli *asset*

dell'esercizio precedente; HHI_{it} corrisponde all'*Herfindahl-Hirschman Index*, calcolato come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna società bancaria quotata europea in ciascun esercizio; $CRISIS_{it}$ corrisponde al *Money Market Pressure Index*, calcolato come la media ponderata della variazione dell'indice delle riserve complessive detenute da una singola banca sul totale dei depositi non bancari sommata alla media ponderata della variazione del tasso di interesse reale in uno specifico esercizio; LA_{it} corrisponde agli *asset* liquidi sul totale degli *asset* dell'esercizio; $NLDF_{it}$ corrisponde ai *net loan* dell'esercizio diviso il *customer and short-term funding*; EBT_{it} corrisponde agli earnings dell'esercizio al lordo di *provision* e imposte diviso i *total asset* di inizio esercizio; $LOAN_{it}$ corrisponde ai crediti di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; NCO_{it} corrisponde ai *net charge-off* diviso i *total asset* di inizio esercizio; NPL_{it} corrisponde ai *non-performing loan* di inizio esercizio diviso i *total asset* di inizio esercizio; ROA_{it} corrisponde al reddito operativo diviso i *total asset* dell'esercizio; NIM_{it} corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse attivo maturato sugli investimenti e il tasso di interesse passivo maturato sulle fonti di finanziamento; $MKPT_{it}$ corrisponde al logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato di una banca.