



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in economia e management

Un’analisi della relazione tra corporate governance e creazione di valore aziendale

An analysis of the relationship between corporate governance and corporate value creation

Relatore:
Prof. Oscar Domenichelli

Tesi di Laurea di:
Roberto Ciffo

Anno Accademico 2023-2024

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1: LA CREAZIONE DEL VALORE PER L'IMPRESA	8
1.1 Il concetto di creazione del valore	8
1.2 Creazione di valore: tesi contrattualistica e istituzionalistica.....	9
1.3 La creazione di valore per gli shareholder: shareholder theory	11
1.4 La massimizzazione del valore per gli stakeholder.....	13
1.4.1 <i>La stakeholder theory</i>	13
1.4.2 <i>Critica al modello teorico degli stakeholder</i>	15
1.5 La responsabilità sociale delle imprese	17
1.5.1 <i>L'affermazione e evoluzione della responsabilità sociale delle imprese</i>	17
1.5.2 <i>Gli strumenti per la rappresentazione del valore sociale: bilanci e certificazioni</i>	21
1.5.3 <i>Criteri ESG e standard IFRS ISBB</i>	24
1.5.4 <i>Critica alla responsabilità sociale dell'impresa.....</i>	27
CAPITOLO 2: LA CORPORATE GOVERNANCE	28
2.1 La definizione di corporate governance	28
2.2 L'evoluzione della corporate governance	30
2.3 Sistemi di corporate governance	33
2.3.1 Premessa	33

2.3.2 Outsider system e insider system.....	33
2.3.3. Modello monistico.....	35
2.3.4. Il sistema dualistico orizzontale (italiano – latino).....	37
2.3.5. Il sistema dualistico verticale (renano)	38
2.4 I ruoli dell’amministrazione nella corporate governance	41
2.4.1 <i>Caratteristiche del CdA</i>	41
2.4.2 <i>Dualità Amministratore delegato-Presidente del CdA</i>	43
2.5 Differenze dei modelli di corporate governance legati agli assetti proprietari e giuridici	46
2.5.1 <i>Caratteristiche della struttura proprietaria</i>	46
2.5.2 <i>Caratteristiche delle imprese familiari e non familiari</i>	49
2.5.2.1 <i>La corporate governance nelle imprese familiari</i>	50
2.5.3 <i>Sistemi giuridici: common law e civil law</i>	54
CAPITOLO 3: LA RELAZIONE TRA LA CORPORATE GOVERNANCE E LA CREAZIONE DI VALORE.....	59
3.1 Gli aspetti caratterizzanti il rapporto tra la corporate governance e il valore d’impresa: i risultati delle ricerche empiriche	59
3.1.1 <i>Le caratteristiche del CdA</i>	61
3.1.2. <i>L’impatto dell’indipendenza del CdA</i>	65
3.1.3 <i>L’influenza della diversità di genere</i>	75
3.1.4 <i>L’incidenza del CEO nel ruolo di Presidente del CdA</i>	80
3.1.5 <i>La struttura proprietaria</i>	84
3.1.6 <i>Le imprese a conduzione familiare</i>	90
3.1.7 <i>Le differenze territoriali e dei sistemi giuridici</i>	97

<i>3.1.8 La sensibilità alle tematiche sociali, ambientali e di governance</i>	100
3.2 Tabella riepilogativa, i risultati delle ricerche empiriche	102
CONCLUSIONI	106
BIBLIOGRAFIA	113
SITOGRAFIA	122

INTRODUZIONE

Il concetto di creazione del valore può suscitare confusione per chi si avvicina allo studio di questo argomento per la prima volta, riassumere in una espressione il concetto per ottenerne definizione ufficiale sarebbe riduttivo, in quanto le definizioni derivano da diversi autori, applicate in diversi contesti aziendali ed economici. Per questo motivo verrà analizzato sotto vari profili teorici per fornire una interpretazione adatta per ogni contesto economico. Nel processo di creazione di valore è molto importante il ruolo della corporate governance, che ha il compito di perseguire l'interesse non solo dei proprietari dell'impresa ma anche di tutti i portatori di interesse (c.d. stakeholder) al fine di allineare gli obiettivi economici e sociali creando un equilibrio tra i diversi portatori di interesse.

Lo scopo di questo lavoro consiste nell'esaminare il legame che intercorre tra la corporate governance e la creazione del valore d'impresa, studiando, specificamente, i meccanismi e le caratteristiche di corporate governance considerati importanti nel determinare il valore di un'impresa. L'oggetto del lavoro è rappresentato dagli studi che trattano l'argomento della corporate governance dal punto di vista teorico ed empirico e che analizzano le imprese in vari contesti e mercati (imprese di grandi dimensioni, quotate e non quotate, familiari e non familiari, in mercati sviluppati e in via di sviluppo, sensibili a tematiche sociali e ambientali). In particolare, verranno prese in considerazione le variabili di corporate governance maggiormente utilizzate per misurarne la relazione con il valore aziendale, come le caratteristiche del Consiglio di amministrazione, la sua composizione e la sua indipendenza o meno; le caratteristiche della struttura societaria, il tipo di azionisti e il grado di concentrazione; il ruolo del CEO e i sistemi di remunerazione e incentivazione dei manager; l'adozione di sistemi di monitoraggio e le pratiche legate alla trasparenza delle informazioni divulgate all'esterno.

L'elaborato si suddivide in tre capitoli. Nel primo capitolo si analizzerà il tema della creazione di valore come obiettivo di ogni impresa. Tuttavia, una volta posto come obiettivo la creazione di

valore, bisogna stabilire per quali soggetti esso è destinato. Questo problema fa nascere inizialmente due differenti approcci teorici sulla creazione del valore: lo shareholder value approach e lo stakeholder value approach.¹ Da quest'ultimo modello si è giunti ad oggi agli studi di corporate social responsibility (CSR) e all'adozione dei criteri Environmental, Social, Governance (ESG) per una gestione più responsabile e sostenibile. Con questi temi si conclude il primo capitolo, strutturato in modo tale da poter ripercorrere l'evoluzione storica del sistema azienda e le vicende che coinvolgono i soggetti interessati alla creazione di valore aziendale. Nel secondo capitolo verrà trattata, in modo più approfondito, la tematica della corporate governance. In primo luogo, verranno analizzate le varie tipologie di modelli internazionali adottati dalle imprese inserite in diversi contesti economici e culturali. Si possono individuare tre assetti societari: il sistema monistico, il sistema dualistico orizzontale (modello tradizionale italiano-latino), il sistema dualistico verticale (modello renano). Esaminati questi sistemi, verranno discusse le componenti più importanti della governance, come la struttura proprietaria e la struttura del CdA. Tale studio sarà propedeutico alla trattazione della tematica della relazione tra la corporate governance e la creazione di valore di un'impresa. Infatti, nel terzo capitolo si utilizzeranno gli argomenti presentati nel secondo capitolo per elaborare un'analisi degli aspetti più studiati della corporate governance e della loro capacità di creare o distruggere valore. In particolare, verrà approfondito l'impatto sul valore aziendale delle principali variabili, analizzate in letteratura, riconducibili ad aspetti di corporate governance, come, per esempio: l'indipendenza e le dimensioni del consiglio, la diversità di genere; l'Amministratore delegato; l'assetto della proprietà composta da grandi azionisti, azionisti familiari, istituzionali o stranieri; differenze territoriali, di sistemi giuridici e di mercato; sensibilità alle tematiche sociali, ambientali e di governance. Per ogni relazione che verrà sviluppata concettualmente, si cercherà di ottenere un'interpretazione delle

¹Melis, A., 2002, Creazione di valore e meccanismi di corporate governance, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, pp.21-22.

analogie e delle differenze tra gli studi effettuati, i quali considerano diverse tipologie di imprese e diversi contesti economici e giuridici.

Questo lavoro si è basato sullo studio di specifica e pertinente letteratura di riferimento e quindi sull'utilizzo di testi accademici e di articoli pubblicati in riviste scientifiche internazionali, come: "*International Journal of Managerial Finance*", "*Journal of corporate finance*", "*Journal of Family Business Management*".

L'aspettativa di questa tesi è quella di individuare i meccanismi di governance più appropriati al fine della creazione di valore aziendale, nella consapevolezza che i risultati ottenuti dagli studi teorici ed empirici rischiano di essere fuorvianti, se non adeguatamente contestualizzati. Infine, un limite riscontrato durante la realizzazione del lavoro di tesi, riguarda l'impossibilità di ottenere una visione organica e completa sul rapporto che intercorre tra la corporate governance e la performance di impresa, dato il numero elevato di riferimenti teorici e prove empiriche, che propongono spiegazioni diverse e risultati contrastanti.

CAPITOLO 1

LA CREAZIONE DEL VALORE PER L'IMPRESA

1.1 IL CONCETTO DI CREAZIONE DEL VALORE

Il concetto di creazione del valore cambia a seconda degli approcci teorici che adottano punti di vista differenti, perché perseguono obiettivi diversi. Per l'impresa creare valore significa aumentare la dimensione del capitale economico, da intendere come un investimento.² L'impresa è un istituto economico che si pone come obiettivo la creazione e diffusione del valore, al fine di perseguire il soddisfacimento dei bisogni umani.³ Pertanto risulta essere deputata a creare e distribuire valore, tramite il processo di produzione economica dei beni, sia materiali che immateriali, atti a soddisfare i bisogni umani.⁴ Nella visione teorica neoclassica per creazione di valore corrispondeva con la massimizzazione del profitto inteso come interesse primario dell'impresa, a beneficio dei proprietari che sono erano anche gli stessi imprenditori. Con l'evolversi del contesto economico e sociale e la nascita della grande impresa moderna in forma societaria nel XX secolo, il soggetto giuridico si identifica nella società stessa distinta sotto il profilo giuridico-patrimoniale dalle persone fisiche che ne compongono la proprietà, la società assume in prima persona i diritti e gli obblighi connessi all'esercizio dell'attività aziendale. Nel corso degli anni, teorici e studiosi si sono posti la domanda basata sul tipo di interesse che l'impresa doveva perseguire, se creare valore esclusivamente per i soci o più in generale per la stessa impresa. La tesi contrattualistica e la tesi istituzionalistica pongono a confronto queste due visioni differenti di interesse. Un altro aspetto da considerare è

² Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.12, che cita Guatri L, *La teoria del valore. Una via Europea*, p. 6.

³ Zappa G., 1956, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano, p. 37 ss.

⁴ Bruni G., 1994, *L'analisi del valore. Il contributo dell'Activity Based Management*, Giappichelli, Torino, p.1.

stabilire per quali soggetti l'impresa dovrà creare valore, su questa tematica si discute se seguire un approccio del valore per gli azionisti o un approccio del valore per gli stakeholder.

1.2 LA CREAZIONE DEL VALORE: TESI CONTRATTUALISTICA E ISTITUZIONALISTICA

L'argomento di discussione della dottrina contrattualistica e istituzionalistica riguarda l'attività dell'impresa societaria, quale interesse soddisfare, quello esclusivo dei soci o gli interessi generali della società? Per la tesi contrattualistica, la funzione principale della società è perseguire l'interesse dei soci, rappresentato dal conseguimento dell'utile. Secondo tale visione, la caratteristica fondamentale dell'impresa risiede nella sua origine contrattuale,⁵ prevista anche nell'ordinamento giuridico italiano come contratto di società nel quale due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili (art. 2247 cod. civ). Rispetto all'utile, l'oggetto sociale, assume la funzione di mezzo necessario allo scopo. La tesi istituzionalistica ha una visione opposta dello scopo dell'impresa societaria, la quale afferma la priorità dell'interesse dell'impresa in sé su qualunque altro e quindi l'interesse degli stessi soci subentra al secondo posto. Fondatore della teoria istituzionalistica viene generalmente considerato Walther Rathenau.⁶ Nella visione di Rathenau, l'impresa di grandi dimensioni si stacca dai soci proprietari e dai loro interessi privati, per assumere rilevanza propria, come elemento dell'economia collettiva.⁷ Questa visione teorica si era diffusa nella cultura tedesca che vedeva l'impresa come un "bene della comunità" in una fase di sviluppo sociale ispirato all'economia sociale di mercato, è

⁵ Si veda Vinci S., 2022 *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino, p. 20, che cita Bessone M., 2013, *La disciplina generale del contratto*, XX ed., Giappichelli Torino, p. 133 e Del Prato, 2013, *Requisiti del contratto*, Giuffrè, Milano, pp.59-60.

⁶ "Uomo politico, uomo d'affari ed acuto osservatore di problemi, l'impresa di grandi dimensioni si stacca dai soci proprietari e dai loro interessi privati, per assumere rilevanza propria, come elemento dell'economia collettiva" in Facchin N., 2018, *Interesse sociale nella società per azioni: teoria istituzionalista e teoria contrattualista*, FACCHIN STUDIO LEGALE, 17 giugno: disponibile su <https://www.nicolafacchin.com/2018/06/17/interesse-sociale-nella-societa-per-azioni-teoria-istituzionalista-e-teoria-contrattualista/>

⁷ Consiglio A., 2021, *Nuovo Codice di Corporate Governance 2020: fra contrattualismo e istituzionalismo*, 2021, 22 giugno: disponibile su <https://www.dirittoconsenso.it/2021/06/22/nuovo-codice-corporate-governance-2020-contrattualismo-e-istituzionalismo/>

stata fonte di ispirazione per la dottrina giuridica tedesca nella creazione di una teoria della società per azioni, basandosi sull'idea di grande impresa societaria come un organismo con un sistema con scopi propri, diversi e sovraordinati rispetto a quelli dei soci.⁸ In sintesi, si possono elencare alcune caratteristiche peculiari descritte da *Pier Maria Ferrando*, nel suo articolo, per individuare le differenze tra le due teorie. Nella teoria contrattualistica della creazione di valore, l'approccio è di tipo: razionale, utilitaristico, finanziario e speculativo; "razionale - utilitaristico": razionale, perché i comportamenti dell'impresa sono valutati in termini di creazione di valore e risultati conseguibili, per determinare una valutazione quantitativa; utilitaristico, perché gli obiettivi da conseguire sono funzionali alla creazione del valore per i portatori di interesse (in particolare i portatori del capitale di rischio).

"Finanziario – speculativo": finanziario, riguarda il metodo di misurazione del valore generato attraverso l'attualizzazione dei flussi finanziari previsti; speculativo, perché si preferisce fare scelte speculative per ottenere risultati in singoli cicli di investimento – realizzo, piuttosto che in investimenti a lungo termine con potenziale redditività futura.

Nella teoria istituzionalistica, l'approccio è di tipo "economico – strategico – costruttivista" : economico, perché il valore dell'impresa è legato maggiormente ai flussi di reddito che essa può generare nel lungo periodo, piuttosto che ai flussi di cassa; strategico, nel concepire la creazione di valore come il risultato di un'autonoma progettualità imprenditoriale; costruttivista, nel senso che la progettualità imprenditoriale si sviluppa in un contesto dinamico ed evolutivo sia per gli attori protagonisti che per l'ambiente circostante.⁹ Riuscire a distinguere con precisione tra concezione contrattualistica ed istituzionalistica dell'impresa, per quanto chiara sul piano teorico, risulta più complicata sul piano pratico, perché all'interno di un sistema economico, sono presenti situazioni

⁸ Vinci S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino, p. 25

⁹ Ferrando P.M., 2010, *Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa*, *ImpresaProgetto*, electronic journal of management, numero 1, pp. 6-8, disponibile su: https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/1-10_saggio_ferrando.pdf

intermedie di compresenza di imprese con approcci alla creazione del valore, di tratti sia contrattualistici che istituzionalistici.¹⁰

1.3 LA CREAZIONE DI VALORE PER GLI SHAREHOLDER: SHAREHOLDER THEORY

La teoria degli azionisti afferma che l'obiettivo primario del management è massimizzare il valore per gli azionisti. Il perseguimento della creazione di valore per gli azionisti viene considerato il fine ultimo dell'impresa, elemento in comune con le teorie neo-classiche, infatti, possiamo definire la teoria degli shareholder come una evoluzione delle teorie neo-classiche. Nel 1970, il celebre economista americano Milton Friedman, ritenuto uno dei maggiori esponenti della teoria degli shareholder, pubblicò un editoriale sul New York Times dal titolo "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits". Con questo articolo, Friedman poneva le basi della celebre "Shareholders' Theory", affermando che l'unico compito del management è quello di generare profitto a favore degli azionisti nel rispetto delle leggi.¹¹Rappaport, uno dei più importanti sostenitori della teoria sulla massimizzazione del valore per gli azionisti, sostiene dei principi guida che un programma aziendale dovrà seguire per ottenere come risultato sia la soddisfazione degli interessi degli azionisti ma anche, di conseguenza, gli interessi degli altri stakeholder. Per l'autore, per massimizzare il valore per gli azionisti, le aziende devono creare valore per tutti i loro stakeholder (che altrimenti rifiuterebbero di contribuire all'impresa) e che massimizzare il valore per gli azionisti equivale quindi a massimizzare la creazione di valore per tutti gli stakeholder,¹² questo è un approccio meno rigido rispetto Friedman, il quale sosteneva che qualunque dovere sociale differente rispetto al perseguimento degli interessi specifici degli azionisti, potrebbe

¹⁰ Ferrando P.M., 2010, *Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa*, ImpresaProgetto, electronic journal of management, n1, p. 1, disponibile su https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/1-10_saggio_ferrando.pdf

¹¹ Friedman M., 1970, *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, NYT, p. 122.

¹² Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.27. che cita Rappaport, Alfred (1998). *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*. New York: The Free Press. p.7.

danneggiare l'intero sistema aziendale e persino sociale. Le teorie manageriali sulla massimizzazione del valore per gli azionisti hanno influenzato la gestione dell'impresa da parte dell'amministrazione e il comportamento dei manager. Un modo per perseguire tale obiettivo è adottare il *finance model*, che utilizza come variabile di riferimento, per valutare il valore del capitale economico, il prezzo delle azioni quotate sui mercati finanziari, ritenuto affidabile, facile ed economico da misurare¹³. Secondo questo modello la massimizzazione del valore delle azioni rappresenta un obiettivo condiviso sia dagli azionisti che dal management, verificandosi un allineamento degli interessi di entrambe le parti. Da una parte gli azionisti che otterranno guadagni in conto capitale (*capital gain*) e gli amministratori attraverso le *stock option*, incrementando il valore di entrambi i gruppi¹⁴. I sostenitori del *finance model* accettano, implicitamente o esplicitamente la forma di mercato tendenzialmente efficiente che possa permettere di effettuare una valutazione del reale capitale economico attraverso il valore delle azioni, ritenuto rappresentativo del valore dell'impresa, per gli azionisti.¹⁵ Questo modello presuppone una serie di condizioni che nella realtà sono difficilmente realizzabili, di conseguenza il prezzo delle azioni non può essere utilizzato come una variabile per valutare il reale valore del capitale economico dell'impresa. Infatti, l'assunzione dell'esistenza di un mercato altamente efficiente è contestata da parte di varie dottrine, sia dalla dottrina americana dei sostenitori del *myopic market model* (approccio basato sulla miopia del mercato) e dei sostenitori dell'*abuse of executive power model* (approccio basato sull'assunzione di abuso di potere da parte degli amministratori). Jacobs, sostenitore del modello *myopic market*, critica il mercato utilizzato come un sistema di valutazione efficiente dell'impresa e della sua gestione e spiega come il mercato, a differenza di coloro che hanno concrete responsabilità

¹³ Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, pag. 29.

¹⁴ O'Connell, M., Ward, A.M., 2020, *Shareholder Theory/Shareholder Value*. In: Idowu, S., Schmidpeter, R., Capaldi, N., Zu, L., Del Baldo, M., Abreu, R. (eds) *Encyclopedia of Sustainable Management*. Springer, Cham, disponibile su https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1

https://www.researchgate.net/publication/340620401_Shareholder_TheoryShareholder_Value

¹⁵ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.30, che cita S. Keane, 1980, *The efficient market hypothesis and the Implication for financial reporting*, ICAS, Edinburgh, p. 3.

amministrativo-gestionali, non disponga di tutte le informazioni necessarie per determinare correttamente prezzo delle azioni e il valore dell'impresa.¹⁶

1.4 LA MASSIMIZZAZIONE DEL VALORE PER GLI STAKEHOLDER

1.4.1 La stakeholder theory

La stakeholder theory che ha come obiettivo la massimizzazione del valore di tutti gli stakeholder, differisce dalla shareholder theory che, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, ha come unico scopo quello di massimizzare la ricchezza per gli azionisti. In effetti, Coda sostiene che “nei contesti competitivi di oggi non è neppure immaginabile di poter creare valore per gli azionisti senza un forte, efficace impegno a creare valore per i clienti e per i collaboratori tutti”.¹⁷ Il padre della teoria degli stakeholder è considerato Edward Freeman. Nel saggio pubblicato nel 1984 “ Strategic Management: A Stakeholder Approach ” Freeman definisce gli stakeholder come i soggetti senza il cui supporto l'impresa non è in grado di sopravvivere. Successivamente, nel 1988, Freeman pubblica un articolo in collaborazione con Willian Evan, in cui sosteneva una concezione etica dell'impresa societaria, connesso al modello teorico degli stakeholder. Sulla base di queste premesse, gli autori hanno esposto due principi che il management dovrebbe rispettare nei confronti degli stakeholder, in sintesi:

Primo principio: bisogna gestire l'impresa per il bene dei suoi stakeholders, garantendo loro i diritti e la partecipazione alle decisioni che influenzano in modo significativo il loro benessere.

Secondo principio: il management si deve porre dei confronti degli stakeholders come agent e agire

¹⁶ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della “governance” e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino , p. 69 che cita M. Jacobs, *Short-term America: the causes and cures of our business myopia*, Harvard Business, Oxford, 1995.

¹⁷ Si veda Melis A.,2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.34, che cita V. Coda, Prefazione, in G. Donna, *La creazione di valore nella gestione delle imprese*, cit., p. 17.

nei loro interessi e nell'interesse dell'impresa al fine di garantire la sopravvivenza, salvaguardando gli interessi a lungo termine di ogni gruppo.¹⁸

I soggetti che Evan e Freeman individuano come stakeholder sono stati originariamente suddivisi in cinque gruppi: dipendenti, fornitori, clienti, azionisti e membri della comunità locale. Successivamente, altri autori hanno apportato ulteriori approfondimenti per delineare una precisa analisi delle diverse tipologie di stakeholders. Secondo Clarkson gli stakeholder si suddividono in primari (azionisti, investitori, dipendenti, consumatori, fornitori, Stato e comunità) e secondari (gruppi di opinione, media, sindacati, partiti politici).¹⁹

Un'altra distinzione è stata effettuata dagli autori Mitchell, Agle e Wood distinguendo gli stakeholder secondo varie caratteristiche, latenti (passivi, discrezionali, esigenti), in attesa (dominanti, pericolosi, dipendenti) e definitivi.²⁰ Werther e Chandler hanno suddiviso gli stakeholder in interni (dipendenti, dirigenti, azionisti, sindacati), contrattuali (clienti, finanziatori, fornitori, distributori), pubblici (istituzioni pubbliche e comunità) e authorities (ambientalisti e aziende del terzo settore).²¹

Phillips ha realizzato una distinzione tra stakeholder contrattuali (dipendenti, clienti, finanziatori, fornitori) e derivati (concorrenti, media, attivisti, comunità)²². Per Sciarelli gli stakeholder si suddividono in quattro categorie, stakeholder contrattuali interni (azionisti, management, dipendenti), contrattuali esterni (clienti, fornitori, finanziatori), stakeholder regolatori (pubblica amministrazione, authorities, comunità locale, concorrenti) e di opinione (attivisti, media, gruppi di opinione).²³ Quindi, secondo la visione della teoria degli stakeholder, l'obiettivo dell'impresa è creare valore per tutti i soggetti i cui interessi convergono nell'impresa. I soggetti coinvolti

¹⁸ Si deve da Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino, p.87, testo tradotto di W.M. Evan, R.E. Freeman, 1998, *A Stakeholder Theory of the modern corporation: Katian capitalism*, p. 103.

¹⁹ Clarkson M.E., 1995 *A stakeholder Framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, in *Academy of Management Review*, pp. 92-117.

²⁰ Mitchell R., Agle R., Wood D.J., 1997, *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, *Academy of a Management Review*, pp.853-886.

²¹ Werther W.B., 2010, Chandler D, *Strategic corporate social responsibility: Stakeholders in a global environment*, Sage, New York,

²² Phillips R., 2003, *Stakeholder theory and organizational ethics*, Berret-Koehler Publishers, Broadway,

²³ Sciarelli S., 2007, *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Giuffrè, Milano.

nell'attività di impresa e nei rapporti con essa, legati da vincoli contrattuali o di altri tipo, riceveranno in cambio del loro apporto una parte di valore creato dall'impresa sotto varie forme. La tabella seguente mostra uno schema semplice della distribuzione del valore seguendo l'approccio della teoria degli stakeholder.

Tabella 1.1 La distribuzione del valore

L'impresa crea contratti con	L'impresa	Il valore si riflette in
Dipendenti	Fornisce lavoro	Salari e stipendi
Fornitori di beni e servizi	Acquisisce beni e servizi, necessari per lo svolgimento dell'attività di produzione	Costi di acquisizione
Clienti	Fornisce prodotti e servizi	Ricavi di vendita
Fornitori di capitale proprio	Riceve capitale	Remunerazione del capitale investito
Fornitori di capitale di terzi	Riceve capitale	Remunerazione del capitale investivo
Comunità locale	Capacità di operare	Imposte e tasse

Fonte: tabella di Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.38, con elaborazione personale.

1.4.2 Critica al modello teorico degli stakeholder

L'impresa nel modello degli stakeholder non è più un istituto economico organizzato con il fine di conseguire un profitto e soddisfare i bisogni solo dei proprietari, ma anche di tutti gli altri stakeholders. Secondo Freeman ed Evans bisogna coinvolgere gli stakeholders nei processi decisionali aziendali, inserendo nei Consigli di Amministrazione una rappresentanza di tutti i principali gruppi di stakeholder (dipendenti, clienti, azionisti, fornitori e membri della comunità locale),²⁴ creando un modello di impresa multistakeholder, con un sistema di corporate governance

²⁴ Si veda Vinci S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino, p. 92, che cita Evan W.M., Freeman R.E., 1988, *A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism*, p.104.

strutturato su tre centri di interesse, formato dalla proprietà, dal management e dagli stakeholder, questi ultimi coinvolti nel processo decisionale dell'impresa, come, ad esempio, nel sistema reniano tedesco del Mitbestimmung, il modello tedesco della cogestione nell'impresa²⁵. Tuttavia, il modello teorico degli stakeholder, si scontra con le difficoltà sul piano pratico, in primo luogo, il rifiuto degli azionisti di accettare che gli amministratori pongano sullo stesso livello la valorizzazione degli stakeholder con quella dei proprietari nel processo di creazione di valore dell'impresa. I proprietari richiedono ai manager e agli amministratori che vengano considerate legittimamente come prioritarie le proprie esigenze in termini di benefici economici e successivamente soddisfare le richieste degli stakeholder. La creazione di valore da parte degli stakeholder sarà ovviamente molto più difficile da sostenere con proprietari transitori e in cerca di profitto.²⁶ Un'altra problematica emerge dalla difficoltà per gli stessi amministratori di realizzare un trattamento egualitario tra tutti gli stakeholder. Alcuni studiosi come Goodpaster ritengono che sarebbe difficile sia estendere un mandato fiduciario a tutti gli stakeholders, sia creare una situazione in cui l'agent possa agire in modo imparziale per soddisfare l'interesse di tutti gli stakeholders seguendo un modello di massimizzazione congiunta²⁷. Un altro problema che emerge nel modello degli stakeholders, consiste nella difficoltà della misurazione della creazione di valore, perché, come sostengono nel loro articolo J. Cook e S. Deakin, i criteri con cui viene giudicata la performance differiscono tra i due orientamenti: “il modello degli azionisti considera solo criteri di performance finanziaria, il modello degli stakeholder considera anche aspetti relazionali più qualitativi della performance che coinvolgono fiducia e impegno”.²⁸ In questo modo, il top manager e il Consiglio di Amministrazione avranno difficoltà ad effettuare le scelte di gestione in maniera chiara e trasparente. Di conseguenza il top manager potrà approfittare di questa situazione gestendo le risorse aziendali per i propri

²⁵ Magnani G., 2014, *Mitbestimmung, OSSERVATORIO SULLA PARTECIPAZIONE DEI LAVORATORI ALL'IMPRESA, Il modello tedesco di democrazia industriale*, 16 settembre, disponibile su <https://www.mitbestimmung.it/il-modello-tedesco-di-democrazia-industriale/>

²⁶ Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, pp. 25-27.

²⁷ Goodpaster K.E., 1991, *Business ethics and stakeholder analysis*, in *Business Ethics Quarterly*, pp. 53-73.

²⁸ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, pp. 26-27, che cita J. Cook J., Deakin S., *Stakeholder and corporate governance: Theory and evidence on economic performance*, p. 9.

personali interessi, generando dei costi, che verranno sostenuti dall'impresa. Gli stakeholder potrebbero avere difficoltà a raggiungere un accordo a causa dei loro conflitti di interessi piuttosto evidenti, ad esempio tra fornitori che preferirebbero prezzi elevati e clienti che preferirebbero prezzi bassi. Secondo Tirole, si creerebbe una situazione di stallo nel processo decisionale nelle imprese stakeholder.²⁹ Rispetto agli azionisti, gli stakeholder hanno interessi molto eterogenei, il che rende più difficile per loro raggiungere un accordo, questo comporta, di fatto, la difficoltà nel delineare un obiettivo che l'intera impresa possa perseguire.

1.5 LA RESPONSABILITÀ SOCIALE DELLE IMPRESE

1.5.1 L'affermazione e l'evoluzione della responsabilità sociale delle imprese

Il tema della corporate social responsibility (CSR), tradotto in italiano come responsabilità sociale delle imprese (RSI), è stato oggetto di discussione fin dagli anni Trenta del Novecento, in cui due avvocati americani, *Adolf A. Berle, Jr.*, e *E. Merrick Dodd, Jr.*, tennero un famoso dibattito pubblico affrontando la domanda: verso chi sono responsabili le aziende? Berle sosteneva che il management di una società dovrebbe essere ritenuto responsabile solo nei confronti degli azionisti per le proprie azioni, e *Dodd* sosteneva che le società erano responsabili sia nei confronti della società in cui operavano che nei confronti dei loro azionisti (*Macintosh, 1999*).³⁰ Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, dalla distinzione tra il modello teorico degli shareholder e quello degli stakeholder, si evince che in letteratura prevalgono due punti di vista generali sulla responsabilità sociale delle imprese, che spesso riflettono le questioni sollevate nel dibattito di Berle-Dodd, infatti dalla seconda metà del novecento con la diffusione dei principi contenuti nella teoria degli

²⁹ Si veda Thomsen S., 2020, *Value Creation and Corporate Governance*, Copenhagen Business School, European Corporate Governance Institute (ECGI), p. 28, che cita Tirole, J. (2001). *Corporate Governance*. *Econometrica*, 69(1), 1–35, disponibile sul sito : <https://doi-org.esc-web.lib.cbs.dk:8443/10.1111/1468-0262.00177>

³⁰ Si veda Ferrell A., Hao L., Renneboog L., 2016, *Socially responsible firms*, *Journal of Financial Economics*, Volume 122, numero 3, Dicembre 2016, p. 585, che citano Macintosh J., 1999, *The issues, effects, and consequences of the Berle–Dodd debate, 1931–1932.*, *Accounting, Organizations and Society* 24, 139–153.

stakeholder, l'interesse della creazione di valore delle imprese si è allargato anche ad altri soggetti legati all'impresa diversi dagli azionisti. Negli anni successivi c'è stata un'evoluzione degli interessi dell'attività aziendale, che ha riguardato gli aspetti etici, sociali e ambientali, coinvolgendoli nell'attività produttiva dell'impresa. Attraverso attività di responsabilità sociale d'impresa, le aziende non possono semplicemente suscitare atteggiamenti e comportamenti favorevoli da parte degli stakeholder, ma anche rafforzare i legami tra stakeholder e azienda e costruire un'immagine aziendale (Du S., Bhattacharya C.B., Sen S., 2010).³¹ Ci sono molte definizioni della RSI secondo la versione di vari autori, tuttavia, la letteratura si basa sul modello della piramide di *Carroll* come guida concettuale che cerca di delineare la RSI attraverso quattro livelli di responsabilità che un'impresa dovrebbe perseguire.³² Il modello di CSR di Carroll, incorpora anche la redditività come una dimensione tra le quattro responsabilità³³: Al primo livello, la responsabilità economica di generare profitti. Al secondo livello, la responsabilità legale di conformarsi alle leggi locali, statali, federali e internazionali pertinenti. Al terzo livello, la responsabilità etica di soddisfare altre aspettative sociali, non scritte come legge (ad esempio evitare danni o lesioni sociali, rispettare i diritti morali degli individui, fare ciò che è giusto e corretto anche quando non esistono leggi che regolamentano una specifica azione, ritenuta moralmente ammirevole e condivisibile dalla società). Al quarto livello, la responsabilità discrezionale di soddisfare comportamenti e attività extra che la società riscontra desiderabili (ad esempio iniziative filantropiche come contributi finanziari a vari tipi di imprese sociali o culturali). *Campbell* (2007) ritiene che la RSI debba limitarsi ad agire in modo responsabile solo nei confronti

³¹ Si veda Tuan L., 2012, *Corporate social responsibility, ethics, and corporate governance*, SOCIAL RESPONSIBILITY JOURNAL, Volume 8, numero 4, p. 547, che cita Du, S., Bhattacharya, C.B. and Sen, S. (2010), "Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): the role of CSR communication", International Journal of Management Reviews, Volume 12, numero 1, pp. 8-19.

Andrea Barbieri, 2024, *PIRAMIDE DI CARROLL: DEFINIZIONE DELLA CSR, ESEMPI E CASO STUDIO*, MULTINAZIONALI TECH, disponibile su <https://multinazionali.tech/piramide-di-carroll-definizione-della-csr-esempi-e-caso-studio>

³³ Si veda Tuann L., 2012, *Corporate social responsibility, ethics, and corporate governance*, SOCIAL RESPONSIBILITY JOURNAL, Volume 8, numero 4, p. 549 che cita Carroll, A.B. (1979), "A three-dimensional conceptual model of corporate performance", Academy of Management Review, Vol. 4 No. 4, pp. 497-505.

degli stakeholder primari (gli investitori, i lavoratori, i consumatori, i fornitori e la comunità locale in cui l'azienda opera), agire responsabilmente per l'autore implica la capacità di rettificare un comportamento o risarcire prontamente un danno che abbia subito uno stakeholder.³⁴ La CSR di Campbell si ferma, dunque, alla responsabilità etica di Carroll (1991), ad un livello minimo di comportamento socialmente responsabile dell'impresa, escludendo, quindi, dalla CSR ogni eventuale responsabilità dell'impresa per un benessere sociale di ordine superiore. Invece, autori come *Aguilera e altri* (2007, p.836), che definiscono la RSI come il comportamento adeguato che l'impresa deve attuare per questioni che vanno oltre le richieste economiche, tecniche e legali ad essa rivolte dalla collettività, al fine di realizzare più ampi benefici sociali e ambientali.³⁵ Nonostante la maggiore attenzione rivolta alle tematiche sociali e ambientali, l'obiettivo dell'impresa rimane pur sempre la massimizzazione del profitto, ma da perseguire con un'ottica diversa ovvero con una totale apertura alle esigenze sociali della collettività coinvolta, non solo degli stakeholder. Il profitto perde, con questa nuova visione, quelle caratteristiche negative, da contrastare, che erano state segnalate da molti economisti, sociologi e filosofi del 19° e 20° secolo.³⁶ Con gli anni è aumentata l'attenzione alle tematiche della CSR da parte delle istituzioni e delle aziende. Le autorità di regolamentazione, le organizzazioni non governative, i consumatori e altre parti interessate possono influenzare le caratteristiche di un business responsabile attraverso la definizione di normative, standard e linee guida che promuovano pratiche etiche e sostenibili nell'ambito delle attività aziendali. Tra le istituzioni che hanno contribuito maggiormente allo sviluppo di queste pratiche, possiamo citare in campo istituzionale e pubblico, dai vari documenti presentati sin dall'inizio del secolo dalla Commissione Europea e dalla nascita, sviluppo e influsso

³⁴ Si veda Gallinaro S., , 2012, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Political Accountability*, Electronic Journal of Management, numero 2, p. 3, che cita Campbell J.L., 2007, "Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility", Academy of Management Review, p. 32.

³⁵ Si veda Gallinaro S., 2012, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Political Accountability*, Electronic Journal of Management, numero 2, p. 3, che cita Aguilera R.V., Rupp D.E., Williams C.A., Ganapathi J. 2007, "Putting the s back in corporate social responsibility: a multilevel theory of social change in organizations", Academy of Management Review.

Leoci P., 2012, *La responsabilità sociale delle aziende ed il bilancio sociale: novità e prospettive*, Cacucci, Bari, pp. 29-30.

delle proposte del *Global Compact* delle Nazioni Unite sugli Sustainable Development Goals (SDGs), oltre che dalla direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recepita nell'ordinamento italiano dal decreto legislativo sulla comunicazione non finanziaria n.254 del 2016 (entrato in vigore dal 1 gennaio 2017)³⁷, le Linee Guida dell'OCSE per le imprese multinazionali, la Dichiarazione tripartita dell'OIL, i Principi guida su imprese e diritti umani delle Nazioni Unite e la norma ISO 26000. Alla luce di quanto scritto sopra, si possono delineare una serie di principi su cui si basa la responsabilità sociale dell'impresa, riassumibili nei seguenti punti:³⁸

- **Trasparenza:** scambio di informazioni, condivisione, ascolto e dialogo con i vari stakeholder in un contesto in cui la comunicazione degli interessi strategici e dei valori di un'organizzazione deve essere coerente con i comportamenti effettivamente attuati.
- **Integrazione:** affinché gli obiettivi della RSI vengano raggiunti è necessario che ogni direzione e reparto coordini le proprie attività, sempre in conformità delle disposizioni di legge, condividendo valori su cui fondare una visione comune.
- **Volontarietà:** le azioni prescindono dagli obblighi di legge per dar spazio alla libertà d'azione dell'impresa.
- **Multidimensionalità:** evidenziata sia dal punto di vista delle fonti sia dal punto di vista della pertinenza rispetto ad una pluralità di contesti: dai diritti umani, all'ambiente, al lavoro e così via.
- **Sostenibilità:** uso consapevole delle risorse ambientali in quanto beni comuni e limitati, capacità di valorizzare le risorse umane, favorire ed incentivare lo sviluppo della comunità circoscritta dal raggio d'azione dell'azienda e capacità di creare uno sviluppo economico che si mantenga nel tempo.

³⁷ Rusconi G., 2018, *Business Ethics ed etica aziendale*, Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, numero 3, p. 5, disponibile su: <https://www.impresaprogetto.it/editorials/2018-3/rusconi>

Donofrio V.M., 2022, *Responsabilità sociale d'impresa: un concetto polivalente*, Altalex, 12 maggio, disponibile su: <https://www.altalex.com/documents/news/2022/05/12/responsabilita-sociale-di-impresa>

- Reputazione: giudizio complessivo su un'organizzazione formulato da coloro che direttamente o indirettamente concorrono ad influenzarne l'operato (stakeholder).
- Fiducia: la reputazione si fonda sulla fiducia di cui l'impresa gode presso i clienti, i fornitori, i dipendenti e più in grande le istituzioni ed è da questo sentimento di "trust" che si generano le aspettative sui comportamenti futuri dell'organizzazione.

Al giorno d'oggi, nella CSR ha assunto un ruolo sempre più centrale il comportamento delle aziende nei confronti dei propri dipendenti, campo in cui le unità di misura diventano anche il clima lavorativo all'interno dell'organizzazione, la parità di genere il rispetto delle diversità. Tutti aspetti che possono contribuire in modo decisivo alla reputazione di un'azienda e quindi al suo successo sul mercato.³⁹ Spetta al management dell'azienda, la decisione volontaria di adottare, i principi di un business responsabile per la gestione dell'impresa, che prevedono politiche e pratiche che promuovano la sostenibilità ambientale, il rispetto dei diritti umani e la responsabilità sociale. Caratteristiche che combinate all'oggetto sociale dell'attività di impresa non pregiudicano la realizzazione di profitto, anzi, l'incapacità di generare dei ricavi, annulla la valenza sociale dell'impresa, in quanto ne compromette la stessa sopravvivenza.⁴⁰

1.5.2 Gli strumenti per la rappresentazione del valore sociale: bilanci e certificazioni

Il concetto di creazione di valore dell'impresa si amplia non potendo più essere riconnesso ai soli benefici di natura economica di cui godono gli azionisti: si passa alla teoria di creazione (e diffusione) di valore per gli shareholder alla teoria di creazione in senso allargato, ossia a beneficio di tutti gli stakeholder⁴¹. Di conseguenza, per valutare l'aspetto di natura qualitativa e non

³⁹ Redazione ESG360, 2021, *Corporate social responsibility: cos'è e come rende le imprese sostenibili*, ESG 360, 31 marzo, p. 4, disponibile su: <https://www.esg360.it/social-responsibility/corporate-social-responsibility-cose-e-come-rende-le-imprese-sostenibili/>

⁴⁰ Si veda Donofrio V.M., 2022, *Responsabilità sociale d'impresa: un concetto polivalente*, Altalex, 12 maggio, che cita Malaguti M. C, Salvati G. C., *La Responsabilità Sociale d'Impresa*, Percorsi interpretativi tra casi e materiali di diritto internazionale, dell'Unione europea ed italiano, Milano, 2017, p.8.

⁴¹ Sciarelli S., 2002, *La produzione del valore allargato quale obiettivo dell'etica d'impresa*, *Finanza Marketing e Produzione*, Volume 20, Numero 4.

economica nelle relazioni tra l'impresa e i suoi stakeholder, è nata l'esigenza di redigere un bilancio alternativo definito sociale, che va aggiunto a quello tradizionale. Nel bilancio sociale compaiono grandezze non sempre quantitative e monetarie e la struttura non è dettata da norme, come quella del bilancio di esercizio.⁴² Tra i modelli di rendicontazione è possibile distinguere standard di contenuto, che forniscono indicazioni su cosa e come debba essere rappresentato nel bilancio sociale, da standard di processo, più attenti all'aspetto procedurale e incentrati sulle singole fasi del processo di rendicontazione sociale.⁴³ Tra gli standard più diffusi al mondo per la redazione di report per la sostenibilità va segnalato il Global Reporting Initiative (GRI)⁴⁴ e , a livello italiano, quello del Gruppo di studio per la statuizione dei principi di redazione del Bilancio Sociale (GBS).⁴⁵ Gli standard etico-sociali e ambientali certificabili maggiormente rilevanti a livello nazionale ed internazionale sono:

-AA 1000: Lo standard AA1000 (o AccountAbility 1000) è uno standard di processo elaborato per valutare i risultati delle imprese nel campo dell'investimento etico e sociale e dello sviluppo sostenibile. Creato nel 1999 dalla britannica ISEA (Institute of Social and Ethical Accountability) si tratta di uno standard nato per consentire, alle organizzazioni che lo vogliono adottare, la promozione della qualità dei processi di "social and ethical accounting, auditing and reporting" in modo da garantire il miglioramento della responsabilità sociale dell'impresa.⁴⁶

-SA 8000: è il primo standard certificabile relativo alla tutela dei lavoratori, accreditato e riconosciuto a livello internazionale che risponde alle esigenze delle organizzazioni che vogliono distinguersi per il loro impegno nello sviluppo sostenibile e in particolare per le tematiche sociali.⁴⁷

⁴² "Si chiama bilancio ma non è un bilancio, racconta dei fatti e non delle cifre, si rivolge a tutta la platea degli stakeholder e non solo agli addetti ai lavori, serve a gestire il consenso e quindi a comunicare, ma anche ad ascoltare" Hinna L, 2004, *Il bilancio sociale delle amministrazioni pubbliche. Processi, strumenti, strutture e valenze*, Franco Angeli, Milano

⁴³ Leoci P., 2012, *La responsabilità sociale delle aziende ed il bilancio sociale: novità e prospettive*, Cacucci, Bari,

⁴⁴ Balocco V., 2024, *Global Reporting Initiative: cos'è, come funziona e perché è così importante*, 31 gennaio, disponibile su: <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/global-reporting-initiative-cose-come-funziona-e-perche-e-cosi-importante/>

⁴⁵ Disponibile su <https://gruppobilancisostenibilita.org/chi-siamo>

⁴⁶ Definizione ricavata dal sito: <https://www.gruppomondadori.it/glossario/a>

⁴⁷ Definizione presente nel sito: <https://www.csqa.it/it-it/certificazioni/sostenibilita/sa-8000>

-OHSAS 18001: è l'acronimo di "Occupational Health and Safety Assessment Series". Si tratta dello standard inglese che identifica un preciso sistema di gestione della sicurezza e della salute dei lavoratori, che fa riferimento alla norma BS OHSAS 18001:1999, emanata dal BSI (British Standard Institution) nel 1999, rivista nel 2007 (bs ohsas 18001 2007) e sostituita con la norma UNI ISO 45001:2018. La norma definisce i requisiti di un Sistema di Gestione della Sicurezza e Salute sul luogo di lavoro allo scopo di consentire ad un'organizzazione di controllare i propri rischi e migliorare le proprie prestazioni.⁴⁸

-ISO 9000: è una serie di normative e linee guida sviluppate dall'Organizzazione internazionale per la normazione (ISO) che definiscono i requisiti per la realizzazione all'interno di un'organizzazione di un sistema di gestione della qualità, al fine di condurre i processi aziendali, migliorare l'efficacia e l'efficienza nella realizzazione del prodotto e nell'erogazione del servizio, ottenere e incrementare la soddisfazione del cliente.⁴⁹

-ISO 14001: è una norma internazionale ad adesione volontaria, applicabile a qualsiasi tipologia di Organizzazione pubblica o privata, che specifica i requisiti di un sistema di gestione ambientale.⁵⁰

-ISO 26000: è uno standard internazionale riconosciuto. La norma in questione detta linee guida sulla Responsabilità Sociale delle Imprese e delle Corporate Social Responsibility.⁵¹

-EMAS: La registrazione EMAS (acronimo di Eco-Management and Audit Scheme) è un sistema volontario di gestione ambientale a cui possono aderire le organizzazioni, sia private che pubbliche, che intendono valutare e migliorare le proprie prestazioni ambientali e fornire al pubblico informazioni in merito ad esse.⁵²

-Q-RES: Progetto creato nel 1999 dal Centre for Ethics, Law & Economics (CELE) in collaborazione con un gruppo di imprese, associazioni professionali, società di consulenza e

⁴⁸ *Ohsas 18001: cos'è e come è cambiata la normativa*, 19 Aprile 2021 disponibile sul sito: <https://www.pessviluppo.com/ohsas-18001-cose/>

⁴⁹ Fonte: https://it.wikipedia.org/wiki/Norme_della_serie_ISO_9000

⁵⁰ Disponibile su: <https://www.csqa.it/it-it/certificazioni/sostenibilita/iso-14001>

⁵¹ UNI EN ISO 26000 – Guida alla Responsabilità Sociale, disponibile su: <https://www.gcerti.it/iso-26000/>

⁵² EMAS (Eco-Management and Audit Scheme), disponibile su: <https://www.mase.gov.it/pagina/emas>

organizzazioni no profit, che ha come obiettivo “la promozione di un modello di governo dell’impresa basato sull’idea del contratto sociale con gli stakeholder, da realizzarsi attraverso la definizione di un nuovo standard di qualità – certificabile a livello internazionale – della responsabilità etico-sociale d’impresa”. Il modello Q-RES individua sei strumenti per la gestione della qualità etico-sociale, per ciascuno dei quali indica dei criteri di eccellenza, che definiscono le caratteristiche fondamentali necessarie a garantire la qualità e l’efficacia degli strumenti stessi.⁵³

1.5.3 Criteri ESG e standard IFRS e IFBB

Nel contesto dell’evoluzione del concetto di business responsabile, di cui si è parlato nel paragrafo 1.5.1, l’economista inglese John Elkington, che elaborò all’inizio degli anni ‘90, la teoria definita della “Triple Bottom Line”. Essa rappresenta un approccio alla valutazione delle prestazioni aziendali che tiene conto non solo del profitto finanziario, ma anche degli impatti ambientali e sociali, in quanto, convinto che il successo imprenditoriale fosse raggiungibile grazie all’interazione di tre fattori: People, Profit e Planet. L’obiettivo è mettere in atto delle strategie che siano in grado di valorizzare simultaneamente l’ambiente, il contesto sociale e l’aspetto economico-finanziario. Quindi, ha introdotto questo concetto per spingere le imprese a valutare il loro andamento non solo in termini di profitto, ma anche di impatto ambientale e sociale.⁵⁴ Anche sul piano istituzionale si avvertì la necessità di incentivare uno sviluppo sostenibile. Ad esempio, in ambito comunitario, la Commissione Europea (Comunicazioni n. 264 del 15 maggio 2001 e n. 347 del 2 luglio 2002), sollecitò le grandi società quotate ad effettuare investimenti socialmente responsabili, nonché a descrivere il loro triplice approccio nelle relazioni annuali destinate agli azionisti. Negli ultimi anni, il crescente interesse verso le tematiche di matrice ambientale e sociale, ha spinto le istituzioni e le organizzazioni non governative, ad individuare un criterio che potesse sia valutare non solo le tre

⁵³ Disponibile su: <https://www.osservatoriosocialis.it/wiki/progetto-q-res/>

⁵⁴ Disponibile su: <https://www.centrostudiodoria.com/2023/03/10/sostenibilita-aziendale/>

dimensioni previste della Triple Bottom Line, ma anche altri fattori come le politiche, le pratiche e gli investimenti di un'impresa in relazione all'ambiente, alla società e alla governance, questi fattori sono stati denominati criteri ESG.⁵⁵ ESG è un acronimo che sta per Environmental, Social, Governance, ovvero Ambientale, Sociale e di Governance e rappresentano tre criteri fondamentali utilizzati per valutare la sostenibilità e l'etica sociale di un'azienda o di un investimento. Rispetto alle logiche di valutazione i criteri che sottostanno alla lettera "E" di Environmental sono criteri ambientali e valutano come un'azienda si comporta nei confronti dell'ambiente nel quale è collocata e dell'ambiente in generale. I criteri collegati alla lettera "S" sono relativi all'impatto sociale ed esaminano l'impatto e la relazione con il territorio, con le persone, con i dipendenti, i fornitori, i clienti e in generale con le comunità con cui opera o con cui è in relazione. La "G" di Governance infine riguarda i temi di una gestione aziendale ispirata a buone pratiche e a principi etici, in questo ambito i temi sotto esame riguardano le logiche legate alla retribuzione dei dirigenti, il rispetto dei diritti degli azionisti, la trasparenza delle decisioni e delle scelte aziendali, il rispetto delle minoranze."⁵⁶ L'acronimo è stato sviluppato in un rapporto del 2004 da 20 istituzioni finanziarie in risposta a un appello di Kofi Annan, Segretario generale delle Nazioni Unite.⁵⁷ Attraverso la comunicazione i criteri ESG costituiscono uno strumento per gli stakeholder che, oltre al rendimento economico, considerano anche l'impatto sociale e ambientale delle loro scelte finanziarie. La metodologia di valutazione dei criteri ESG viene effettuata attraverso il calcolo dei rating. I rating ESG vengono elaborati da agenzie di rating specializzate nella raccolta e nell'analisi di dati sugli aspetti di sostenibilità dell'attività delle imprese. La valutazione e l'assegnazione dei rating ESG è un processo complesso condotto da diverse agenzie di rating specializzate⁵⁸. Le società per definirsi

⁵⁵ Bernasconi A., Pollara Tinaglia E., 2022, *DAL CONCETTO DI TRIPLE BOTTOM LINE AI FATTORI ESG: LE NUOVE POLITICHE GLOBALI*, Studio Previti Associazione Professionale, 3 febbraio, disponibile su: <https://www.previti.it/dal-concetto-di-triple-bottom-line-ai-fattori-esg-le-nuove-politiche-globali>

⁵⁶ Disponibile su: <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>

⁵⁷ Gillan S., Koch A., Starks L., 2021, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, Journal of Corporate Finance, volume 66, n. 101889, p.2.

⁵⁸ Tra le più importanti in questo campo ci sono MSCI e Sustainalytics, disponibile su: <https://aplanet.org/it/risorse/rating-esg/>

sensibili alle tematiche ESG dovranno ottenere una certificazione che attesti la bontà della loro attività, di conseguenza verranno sottoposte all'esame da parte di agenzie di livello internazionale che offrono questo servizio, ognuna con le proprie metodologie e standard⁵⁹. Attraverso forme pubblicitarie o redazione di report ESG, le imprese possono comunicare le informazioni sul raggiungimento degli obiettivi stabiliti dai criteri ESG agli stakeholder sensibili a queste tematiche. Tuttavia, ci sono delle difficoltà relative alla mancanza di standardizzazione delle metodologie di valutazione. Diverse agenzie utilizzano criteri e pesi diversi per gli aspetti ambientali, sociali e di governance, il che può portare a risultati significativamente diversi per la stessa azienda. Ad esempio, una azienda potrebbe ricevere un rating ESG da un'agenzia che differisce con la valutazione dello stesso rating di un'altra agenzia. Questa mancanza di uniformità può confondere gli investitori e le aziende, in quanto rende difficile il confronto diretto tra i diversi rating ESG. Inoltre, la qualità e la disponibilità dei dati utilizzati dalle agenzie di rating possono variare notevolmente. Spesso le aziende non sono tenute a divulgare determinate informazioni ESG, il che porta le agenzie a basarsi su dati incompleti o non verificabili. Questa situazione può portare a una valutazione distorta o incompleta dell'effettiva performance di sostenibilità di un'azienda⁶⁰. L'International Sustainability Standards Board (ISSB o Board)⁶¹ ha emesso, il 26 giugno 2023, i primi due IFRS Sustainability Disclosure Standards, inaugurando a livello internazionale una nuova era nelle attività di rendicontazione e di disclosure⁶². L'ISSB ha pubblicato l'IFRS 1 "General

⁵⁹ Sono diverse le organizzazioni internazionali che hanno individuato le linee guida e gli strumenti per aiutare le aziende a migliorare le proprie prestazioni ESG: Global Reporting Initiative (GRI) Sustainability Accounting Standards Board (SASB) L'International Integrated Reporting Council (IIRC). Disponibile su: <https://www.professioniteam.it/certificazione-esg-cose-come-ottenerla/#:~:text=La%20certificazione%20ESG%20%C3%A8%20uno,ridurre%20notevolmente%20l'impatto%20ambientale.>

⁶⁰ APLANET, 2024, *Rating ESG: come vengono valutate le aziende in base alla loro sostenibilità*, disponibile su: <https://aplanet.org/it/risorse/rating-esg/>

The IFRS Foundation is a not-for-profit, public interest organisation established to develop high-quality, understandable, enforceable and globally accepted accounting and sustainability disclosure standards. Our Standards are developed by our two standard-setting boards, the International Accounting Standards Board (IASB) and International Sustainability Standards Board (ISSB), disponibile su: <https://www.ifrs.org/>

⁶² Murgolo M., 2023, *Sostenibilità: emanazione dei primi principi IFRS*, quotidianopiù, 4 Luglio 2023, disponibile su: <https://www.quotidianopiù.it/dettaglio/10534686/sostenibilita-emanazione-dei-primi-principi-ifrs>

Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information” e l’IFRS S2 “Climate-related Disclosures”. L’IFRS S1 prevede una serie di disclosure per consentire alle imprese di comunicare agli investitori i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità che devono affrontare a breve, medio e lungo termine. L’IFRS S2 prevede invece informazioni specifiche relative al clima⁶³. Sebbene qualsiasi società privata o pubblica possa applicare gli IFRS S1 e S2, l’ISSB non può imporne l’applicazione. Le aziende possono applicare volontariamente i principi o le autorità giurisdizionali possono decidere se richiederli o meno.⁶⁴

1.5.4 Critica alla responsabilità sociale dell’impresa

Come accennato nei capitoli precedenti, Friedman sosteneva che “ L’accettazione da parte degli amministratori delle grandi imprese di un dovere sociale differente rispetto al perseguimento degli interessi specifici degli azionisti è da ritenersi, in tale ottica, in grado di minare l’intero sistema aziendale”, *Levitt* aggiunge anche la presenza di un’ulteriore problematica, ossia, il rischio che l’impresa possa interferire con il ruolo dello stato, creando un alto grado di politicizzazione della gestione d’impresa.⁶⁵ Un’altra critica deriva dalla messa in atto di comportamenti socialmente responsabili, attraverso la pubblicazione di documenti come i bilanci sociali (o di sostenibilità) che comportano un aumento dei costi, e quindi una riduzione del profitto. Secondo *Donna*, questa condotta ha determinato anche alcune altre rilevanti conseguenze: 1) per molte imprese rappresenta unicamente una copertura di facciata, dietro la quale nascondere comportamenti irresponsabili;⁶⁶ 2) la responsabilità sociale è affidata a chi si occupa di comunicazione e relazioni esterne, invece, dovrebbe essere presa in gestione da chi si occupa della strategia competitiva dell’impresa. Per

⁶³ Fondazioneoic, 2023, Disponibile su: <https://www.fondazioneoic.eu/?p=16343>

⁶⁴ Durante I., 2024, *I nuovi standard di sostenibilità dell’ISSB: IFRS S1 e IFRS S2*, Wolters Kluwer, 04 Gennaio, disponibile su: <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/issb-new-sustainability-standards>

⁶⁵ Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.133.

⁶⁶ Donna G., 2021, *Milton Friedman e la buona causa (purpose) dell’impresa Impresa*, Progetto - Electronic Journal of Management, n. 2, p.10

queste ragioni, secondo *Rusconi* (2014) è importante ricercare una convergenza tra etica e successo competitivo, non solo per ragioni morali, ma anche per evitare casi di “miopia imprenditoriale”; tuttavia, sia sul piano logico che su quello pratico, non si può parlare a priori di coincidenza sempre e dovunque, né tantomeno di facile coincidenza.⁶⁷

CAPITOLO 2

LA CORPORATE GOVERNANCE

2.1 LA DEFINIZIONE DI CORPORATE GOVERNANCE

Il termine *corporate governance* (CG) tradotta come “governo delle società” non ha una definizione precisa, ma è utilizzato per delineare concetti diversi che derivano da autori di differenti dottrine accademiche per adattarlo nei contesti economici e ambientali di riferimento, per questo motivo non è stata creata una definizione univoca che vale per tutte le complesse realtà economiche e aziendali. Se risulta difficile attribuire una definizione ufficiale al giorno d’oggi di corporate governance, ci è semplice capire da dove nasce, l’origine del termine *governance* deriva dal latino *gubernantia* e dal verbo greco *kubernan*, (che significa: governare, condurre, guidare), applicato in ambito politico-amministrativo, infatti, è un termine utilizzato da Platone per esprimere il concetto di un’azione saggia di governo sugli uomini⁶⁸. Riprendendo la discussione in ambito teorico, possiamo individuare due tipologie di pensieri legati a due filoni di studi teorici sul tema della corporate governance, che prevedono una concezione

⁶⁷ Rusconi G., 2014 *La teoria degli stakeholder come legame tra etica e business*, Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 3, p. 20.

⁶⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Étymologie du terme "gouvernance"*, disponibile su: https://ec.europa.eu/governance/docs/doc5_fr.pdf

ristretta e una concezione più ampia del tema in esame.

La corporate governance in senso stretto, fa riferimento al sistema di strumenti e meccanismi da adoperare per permettere agli azionisti di valutare l'operato degli amministratori e garantire la protezione del proprio investimento. In questo scenario, è posta maggiore attenzione sulle relazioni fra Alta dirigenza, Manager, Consiglio di amministrazione e azionisti, escludendo gli altri stakeholder. Questa concezione, in cui l'obiettivo della corporate governance è allineare gli interessi del manager con quelli degli azionisti, per ridurre i costi di agenzia, è prevalente nella tradizione economica angloamericana. In tale scenario possiamo riportare la definizione di due autori importanti in ambito accademico per descrivere il significato di CG nello scenario angloamericano sono Shleifer e Vishny : <<La governance aziendale riguarda le modalità per conciliare gli interessi degli investitori e dei gestori e garantire che le aziende siano gestite a vantaggio degli investitori>>⁶⁹.

Nella dottrina economico-aziendale italiana, la CG si riferisce all'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale⁷⁰. Per quanto riguarda la concezione più ampia di CG, vede protagonisti sia lo scenario economico europeo che quello giapponese. La definizione di corporate governance in queste realtà (soprattutto tedesca) è da intendersi come il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti della amministrazione di un'impresa, al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholder⁷¹, questa concezione quindi, non si focalizza solo sul

⁶⁹ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p.113 , che cita Shleifer A., Vishny R., *Asurvey of Cosporate Governance*, cit., p737, <<Corporate Governance is concerned whit ways of brining the interest of investor and menagers into line and ensuring that firms are run for the benefit of investor>> F.Mayer, *Corporate Governance, competition, and performance* in SDeakin, A Hughes (a cura di), *Enterprise and Community: New Directions in Corporate governance*, Blackwell, Oxford, 1997, p.154.

⁷⁰ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 115, che cita Coda V., 1997 , *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, p. 333.

⁷¹ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 115, che cita Lannoo K., *Corporate Governance in Europe*, Report of a CEPS Woking party, p.5.

rapporto con gli azionisti, ma include altri soggetti per i quali l'attività aziendale non dovrà trascurare ma creare valore.

Un'importante fonte di regolamenti e best practices in tema di CG è stato Il Rapporto Cadbury, pubblicato nel 1992 nel Regno Unito che definisce la CG⁷²: “the system by which companies are directed and controlled”; da questo codice l'Italia si è ispirata creando il Codice di autodisciplina per le società quotate del 1999, redatto dalla Commissione presieduta da Preda, noto come Codice Preda (dal nome dell'allora Presidente di Borsa Italiana S.p.A. Stefano Preda), definì la corporate governance come “il sistema delle regole secondo le quali le imprese sono gestite e controllate, risultato di norme, di tradizioni, di comportamenti elaborati dai singoli sistemi economici e giuridici, non certamente riconducibile ad un modello unico, esportabile ed imitabile in tutti gli ordinamenti”⁷³.

2.2 L'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE

La corporate governance nasce dall'esigenza di creare la migliore struttura societaria per gestire l'impresa in presenza di una separazione fra proprietà e controllo >>. Nell'impresa descritta nei modelli teorici neoclassici, definita come modello <<unipersonale>> nel quale era unificato nella figura dell'imprenditore colui che era sia proprietario dell'impresa sia il gestore, non era ancora avvenuta la separazione fra proprietà e controllo.

Lo scenario cambiò quando ci fu uno sviluppo capitalistico, che consentì la nascita delle prime forme di Companies e della grande impresa industriale in forma di società per azioni, organizzazioni

⁷² Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 122, che cita Cadbury Report, 1992, *Financial Aspects of Corporate Governance*, par. 2.5.

⁷³ Il Comitato per la Corporate Governance è costituito dalle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e degli investitori professionali (Assogestioni), nonché da Borsa Italiana S.p.A. Il Comitato ha quale scopo istituzionale la promozione del buon governo societario delle società italiane quotate da realizzarsi sia mediante un costante allineamento del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate alle best practice, sia attraverso ogni altra iniziativa che possa rafforzare la credibilità del Codice, disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/comitato.htm#:~:text=Il%20Comitato%20per%20la%20Corporate,delle%20societ%C3%A0%20italiane%20quotate%20da>

sempre più complesse che avevano la necessità di delegare la gestione dai proprietari agli amministratori specializzati.

Un prototipo di grande impresa dell'era moderna è stata la <<East indian Company>> fondata per privilegio concesso dalla regina Elisabetta. La nascita delle società per azioni e più in generale quelle di capitali, di cui le S.p.A. sono precorritrici, si fa risalire alle compagnie commerciali sorte in Inghilterra, Francia, Spagna, Portogallo e Olanda tra la fine del '500 e l'inizio del '700.⁷⁴

L'economista Adam Smith nella sua opera del 1776 the "Wealth of nations" fa presente le prime problematiche relative alla separazione fra proprietà e controllo : << gli amministratori di tali società, tuttavia, essendo amministratori più del denaro altrui che del proprio, non ci si può aspettare che lo vigilino con la stessa vigilanza con cui spesso i soci di una società privata vigilano sulle loro proprietà...La negligenza e la profusione, quindi, devono sempre prevalere più o meno nella gestione degli affari di una società per azioni>>⁷⁵.

Ma solo dopo l'indagine effettuata da Berle e Means pubblicata nel 1932⁷⁶, si è acceso il dibattito sulla separazione fra proprietà e controllo. Dallo studio che i due autori effettuato sulle più importanti imprese americane operanti nel settore ferroviario, dei servizi pubblici e industriali quotate sul mercato di Wall Street, si evince che la struttura proprietaria è frazionata e che nessun singolo azionista ne possiede una quota significativa, questa situazione determinava una separazione fra proprietà e controllo. Successivamente è stato coniato il termine di <<Capitalismo Menageriale>> da Chandler per descrivere un sistema aziendale composto da imprese sotto il controllo degli alti dirigenti⁷⁷. Secondo Williamson esiste una potenziale divergenza di interessi fra

⁷⁴ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino , p. 18, che cita Calgano F., 2007, *John Locke azionista delle compagnie coloniali. Una chiave di lettura del secondo trattato sul governo*, in *Dimensioni e problemi della ricerca storica*, 2007, pp. 78-80.

⁷⁵ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino , p. 28, che cita Smith A., 1776, *The Wealth of the Nations*, p.741.

⁷⁶ Berle A., Means C.D., 1932, *The Modern Corporation and private property*.

⁷⁷ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 73, che cita Chandler A., 1977, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Belknap Press, p10.

l'Alta direzione e gli azionisti, i primi preferiscono la retribuzione e i secondi il profitto⁷⁸. Questo contrasto può determinare una perdita residuale <<residual loss>> sulle azioni della società a danno degli azionisti, a causa della difficoltà di effettuare un controllo sull'operato e il comportamento del manager, come riportano le tesi di Jensen e Meckling nella loro opera "theory of the firm managerial behavior agency costs and ownership structure" (1976)⁷⁹. Dopo la nascita della teoria dell'agenzia, nel tempo sono stati sviluppati un insieme di studi utilizzati per spiegare i meccanismi di corporate governance, tra le più importanti teorie di riferimento ci sono la shareholder theory, la stakeholder theory e la stewardship theory⁸⁰. Con gli anni e come precedentemente analizzato, è nata l'esigenza di coinvolgere nelle dinamiche societarie tra i soci e la dirigenza anche soggetti terzi, che vanno annoverati nella categoria degli stakeholder, in questa concezione l'obiettivo per l'impresa cambia, dalla massimizzazione del profitto per gli azionisti descritta nella teoria degli shareholders, alla creazione di valore per tutti i suoi stakeholder, il compito della corporate governance si è esteso alla tutela degli interessi di tutti gli stakeholder. Nell'era moderna si è posta l'attenzione su un tema importante: la gestione responsabile e sostenibile delle società. Il tema della sostenibilità diventa prevalente rispetto a quello della crescita economica. Una serie di iniziative sono state intraprese nell'Unione europea, negli Stati Uniti e sul piano internazionale per rafforzare leggi, regole e principi in tale ambito, anche come risposta alla serie di scandali finanziari che negli ultimi anni hanno interessato imprese quali Enron (2001), WorldCom (2002) e Parmalat (2003). Benché nessun assetto di governo possa essere totalmente immune dal pericolo di frodi societarie, esistono chiare indicazioni del fatto che – nei casi citati – il complessivo sistema dei controlli non ha funzionato a sufficienza a causa dello scarso monitoraggio da parte degli organi di amministrazione e controllo,

⁷⁸ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 73, che cita Williamson O., 1983, *Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control*, *Journal of Law and Economics*, numero 2, p. 363.

⁷⁹ Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 78.

⁸⁰ Descritte nel primo capitolo.

l' inadeguatezza dei controlli sul management da parte degli azionisti, le carenze dei processi di controllo interno e di gestione dei rischi e insufficiente trasparenza e informazione al mercato.⁸¹

2.3 I SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE

2.3.1 Premessa

I sistemi di corporate governance si possono distinguere sulla base di due variabili di fondo: (a) il sistema economico all'interno del quale essi trovano proprio centro istituzionale e culturale; (b) l'organizzazione dei poteri di amministrazione e controllo in base agli assetti societari. In base alla prima variabile, è possibile operare una distinzione tra outsider system e insider systems. In considerazione della seconda variabile, è invece possibile distinguere tra sistemi monistici (one-tier systems) e sistemi dualistici (two-tier systems), a loro volta distinti in dualistici c.d. "orizzontali" e dualistici c.d. "verticali".⁸² Essi verranno trattati nei paragrafi che seguono.

2.3.2 Outsider system e insider system

Il modello outsider system è una caratteristica delle realtà anglosassoni, in cui risulta dominante un capitalismo basato sulla grande impresa manageriale quotata (public company)⁸³, caratterizzato da una elevata dispersione della proprietà azionaria, da non confondere con il termine "public" per proprietà pubblica. L'elevata polverizzazione dell'azionariato si è sviluppata nelle grandi imprese

⁸¹ Del Giudice R., Capizzano P., 2006, *I CONFLITTI DI INTERESSE E LA CORPORATE GOVERNANCE NELLA VALUTAZIONE DEL RATING DELLE BANCHE*, Liuc Papers, Serie Impresa e mercati finanziari, 4 gennaio, p.2.

⁸² Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino , p. 113.

⁸³ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino , p. 114, che cita Mintzberg H., *Power in and around organization*, Prentice Hall, Upper Saddle River, 1983.

americane soprattutto a partire dai primi anni del XX secolo, in un contesto sociale ed economico basato sul presupposto istituzionale di un'elevata protezione legale degli azionisti, adottando un modello di ordinamento giuridico di origine britannica detto common law⁸⁴. Un'altra caratteristica del contesto economico sociale anglosassone è l'ampio sviluppo del mercato finanziario, la fiducia del mercato (le famiglie tendono ad investire i propri risparmi in capitale di rischio) interventi regolatori e antitrust attuati dal governo per contrastare il potere dei grandi investitori istituzionali (banche, fondi di investimento, società assicurative, ecc ...)⁸⁵. Nel sistema outsider il valore dell'impresa si riflette sul valore di mercato delle sue azioni, in un sistema orientato alla soddisfazione degli azionisti-investitori, il giudizio del mercato può incorporare anche la qualità della gestione. Per i piccoli azionisti di una grande impresa nella quale la struttura proprietaria è frammentata, risulterebbe dispendioso sostenere i costi di agenzia per la predisposizione di azioni di monitoraggio sul management⁸⁶, rendendo il giudizio del mercato il meccanismo più efficiente per allineare gli interessi di proprietà a gestione⁸⁷. Il sistema outsider si può definire quindi, un modello economico-istituzionale market-oriented.

Il modello insider system è diffuso nei sistemi di civil law⁸⁸ presentano le seguenti caratteristiche istituzionali: organizzazioni delle attività economiche in connessione con lo Stato, le famiglie imprenditoriali e il sistema bancario, sviluppo tardivo industriale e delle leggi antitrust, scarso sviluppo del mercato finanziario in contrapposizione con l'elevato ricorso al credito bancario come fonte di finanziamento o in alternativa l'autofinanziamento. Le caratteristiche della struttura

⁸⁴ Il common law è un modello di ordinamento giuridico, di origine britannica, basato sui precedenti giurisprudenziali più che sulla codificazione e in generale su leggi e altri atti normativi di organi politici, come invece accade nei sistemi di civil law, derivanti dal diritto romano. Disponibile su: https://it.wikipedia.org/wiki/Common_law

⁸⁵ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino, p. 114 che cita Bortolotti B., Siniscalco D., 1998, *"Corporate governance", una rivoluzione nel capitalismo*, Rivista trimestrale di cultura e di politica, volume 47, numero 2, p.265.

⁸⁶ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino, p. 114 che cita Milgrom P., Roberts J., 1994, *Economia organizzazione e management*, op. cit., Hart O., 1995 *Firms, contract, and financial structure*, Clarendon Press, Oxford,

⁸⁷ Si veda Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, G.Giappichelli Editore, Torino, p. 115 che cita Bresciani S., 2003, *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali*, L'esperienza americana, Giappichelli, Torino, p.162.

⁸⁸ Appartengono a questi sistemi giuridici: Portogallo, Spagna, Francia, Italia, Austria, Germania, Olanda, Belgio, così come molte delle ex colonie di questi paesi. Tematica che verrà approfondita nel paragrafo 2.6.

proprietaria sono prevalentemente la stabilità e la concentrazione, grazie alla presenza di azionisti di riferimento che assicurano un controllo stabile, i c.d. blockholder, anche quando non dispongono della maggioranza assoluta in Assemblea, possono esercitare il controllo della società con strumenti come sindacati di voto o scambi incrociati di partecipazioni con altre società⁸⁹. Nell'insider system la struttura proprietaria è legata in modo forte all'organo di controllo che vigila sull'operato dell'organo amministrativo. Nel sistema insider, il monitoraggio sul manager viene svolto prevalentemente all'interno dell'impresa, ci si affida meno al mercato per valutare l'operato del manager, anche per finanziare le attività aziendali il mercato di capitali non viene considerato come prima scelta, perché ci si affida alle banche, per questo motivo il sistema insider viene definito come un modello banking-oriented.

2.3.3. Il modello monistico

Modello tipico della cultura angloamericana inserito in un contesto di outsider system, sotto il profilo strutturale questo sistema di corporate governance si compone di due organi: il Consiglio di Amministrazione (Board of Directors) come organo amministrativo, organo eletto direttamente dall'Assemblea dei soci; il Comitato per il controllo sulla gestione (Audit committee) come organo di controllo, inserito all'interno dello stesso Board, eletto dai membri del Board. Secondo l'ordinamento italiano, salvo diversa disposizione statutaria, il consiglio di amministrazione nomina tra i suoi membri il Comitato per il controllo sulla gestione e stabilisce il numero di componenti, tenendo conto del fatto che per le società quotate il numero dei componenti del comitato non può essere inferiore a tre⁹⁰. Il Comitato, nei sistemi giuridici angloamericani dev'essere composto da amministratori non esecutivi e indipendenti; invece, nell'ordinamento giuridico italiano è richiesta

⁸⁹ Vinci. S, 2022, Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa, Giappichelli editore, Torino, p.117.

⁹⁰Art. 2409-octiesdecies, comma 1, cod. civ. Disponibile su: https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile/2325_2_1

una composizione integrale di amministratori indipendenti⁹¹.

All'interno del Consiglio di Amministrazione possono farne parte due tipologie di amministratori: gli amministratori esecutivi (c.d. executives directors) e gli amministratori non esecutivi (c.d. non-executives directors) che possono essere anche amministratori indipendenti. Gli amministratori indipendenti, in Italia sono scelti per far parte del Comitato per il controllo sulla gestione (Audit committee), perché nel caso siano liberi da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società possono ritenersi neutri da qualsiasi forma di coinvolgimento. Questa posizione indipendente consente loro di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e degli stakeholders, attraverso il monitoraggio del top management. Tuttavia, con un sistema di monitoraggio che si sviluppa all'interno del Consiglio di Amministrazione, si può determinare un aumento di collusione tra amministratori executives e non-executives/independents appartenenti allo stesso organo societario (Consiglio di Amministrazione), poiché i controllori sono direttamente nominati dai controllati⁹².

Nel contesto delle public company, i minori controlli sull'operato dei manager, sono compensati da maggiori controlli effettuati dal mercato che monitora i prezzi delle azioni e valuta la capacità dei manager di garantire alti livelli di dividendo ai soci, tuttavia queste operazioni di valutazione derivano dalla formazione del bilancio, lo stesso bilancio redatto degli amministratori oggetto di valutazione, i quali potrebbero garantire ai soci risultati positivi, per es. sottostimando gli ammortamenti o i fondi rischi, per distribuire alti dividendi anche quando le performance dell'impresa non lo consentirebbero, trattandosi di misurazioni in gran parte manipolabili dagli stessi dirigenti⁹³.

⁹¹ Art. 2409-octiesdecies, comma 2, cod. civ. E anche nella raccomandazione n. 7 del Codice di Corporate Governance per le società quotate: << Le circostanze che compromettono, o appaiono compromettere, l'indipendenza di un amministratore>>. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

⁹² Si veda Vinci. S, 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli editore, Torino, p.157, che cita Genghini L., Simonetti P., 2015, *Le società di capitali e le cooperative*, tomo I, Cedam, Padova, p. 564.

⁹³ Domenichelli. O., 2013, *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa, profili teorici ed empirici*, G.Giappichelli editore-Torino, p. 79.

2.3.4 Il sistema dualistico orizzontale (italiano – latino)

Nel sistema dualistico orizzontale, l'Assemblea dei soci ha il potere di nominare i membri dell'organo di amministrazione (il Consiglio di Amministrazione composto da più membri ha struttura collegiale, mentre con l'amministratore unico si ha una struttura individuale) e dell'organo di controllo, che nell'ordinamento italiano viene denominato Collegio Sindacale. I due organi sono separati ed indipendenti. All'assemblea dei soci sono attribuiti poteri di controllo previsti dall'ordinamento giuridico italiano come⁹⁴: l'approvazione del bilancio di esercizio, il potere di revoca degli amministratori e di promuovere l'azione sociale di responsabilità nei loro confronti, il potere di deliberare sulla distribuzione degli utili su proposta degli amministratori, e competenze che possono essere inserite attraverso le clausole nello statuto. I poteri di controllo previsti dalla legge italiana per l'organo di controllo sono definiti poteri-doveri, in quanto rientrano i doveri di vigilanza del Collegio Sindacale attraverso la partecipazione alle riunioni del consiglio di Amministrazione, oltre che alle Assemblee e alle riunioni del Comitato Esecutivo, secondo quanto previsto dall'art. 2405 del Codice civile. In caso di omissione o di ingiustificato ritardo da parte degli amministratori, art. 2406 del codice civile sancisce che: il collegio sindacale deve convocare l'assemblea ed eseguire le pubblicazioni prescritte dalla legge. Il collegio sindacale può altresì, previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, convocare l'assemblea qualora nell'espletamento del suo incarico ravvisi fatti censurabili di rilevante gravità e vi sia urgente necessità di provvedere. In Italia il Codice di Corporate Governance per le società quotate, raccomanda la costituzione di comitati all'interno del Consiglio di Amministrazione, formando commissioni specializzate su materie specifiche e con compiti istruttori, propositivi, consuntivi, al fine di migliorare il monitoraggio e assicurare maggiore trasparenza delle decisioni aziendali. I

⁹⁴ Artt. 2392, 2393, 2393-bis, 2394, 2394-bis, 2395 cod.civ., disponibile su: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>

comitati sono composti in genere da amministratori non esecutivi e per metà da amministratori che siano anche indipendenti⁹⁵: Comitato per le nomine, Comitato per la remunerazione, Comitato controllo e rischi, Comitato operazioni con parti correlate, Comitato strategie e supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio di impresa.

2.3.5 Il sistema dualistico verticale (renano)

Il sistema dualistico verticale, definito renano perché caratteristico della cultura germanica e nordeuropea, proviene dai sistemi di governance insider system diffusi in Germania e in nord Europa, caratterizzati dalla cultura societaria con una visione istituzionalistica che considera le esigenze della collettività e degli stakeholders coinvolti nell'attività di impresa. Il sistema è strutturato in questo modo: L'Assemblea dei soci (Hauptversammlung) elegge direttamente soltanto il Consiglio di Sorveglianza (Supervisory Board o Aufsichtsrat) il quale nomina e vigila sull'operato del Consiglio di Gestione (Management Board o Vorstand). Il Consiglio di Sorveglianza, inoltre, svolge una funzione consultiva e viene coinvolto direttamente dal Consiglio di Gestione nelle decisioni che sono di fondamentale importanza per l'impresa. Il Presidente del Consiglio di Sorveglianza coordina il lavoro dei membri del Consiglio di Sorveglianza. Il Consiglio di Gestione gestisce la società in piena autonomia, i membri del Consiglio di Gestione sono solidalmente responsabili della gestione dell'impresa. Il Presidente del Consiglio di Gestione

coordina il lavoro dei membri del Consiglio.

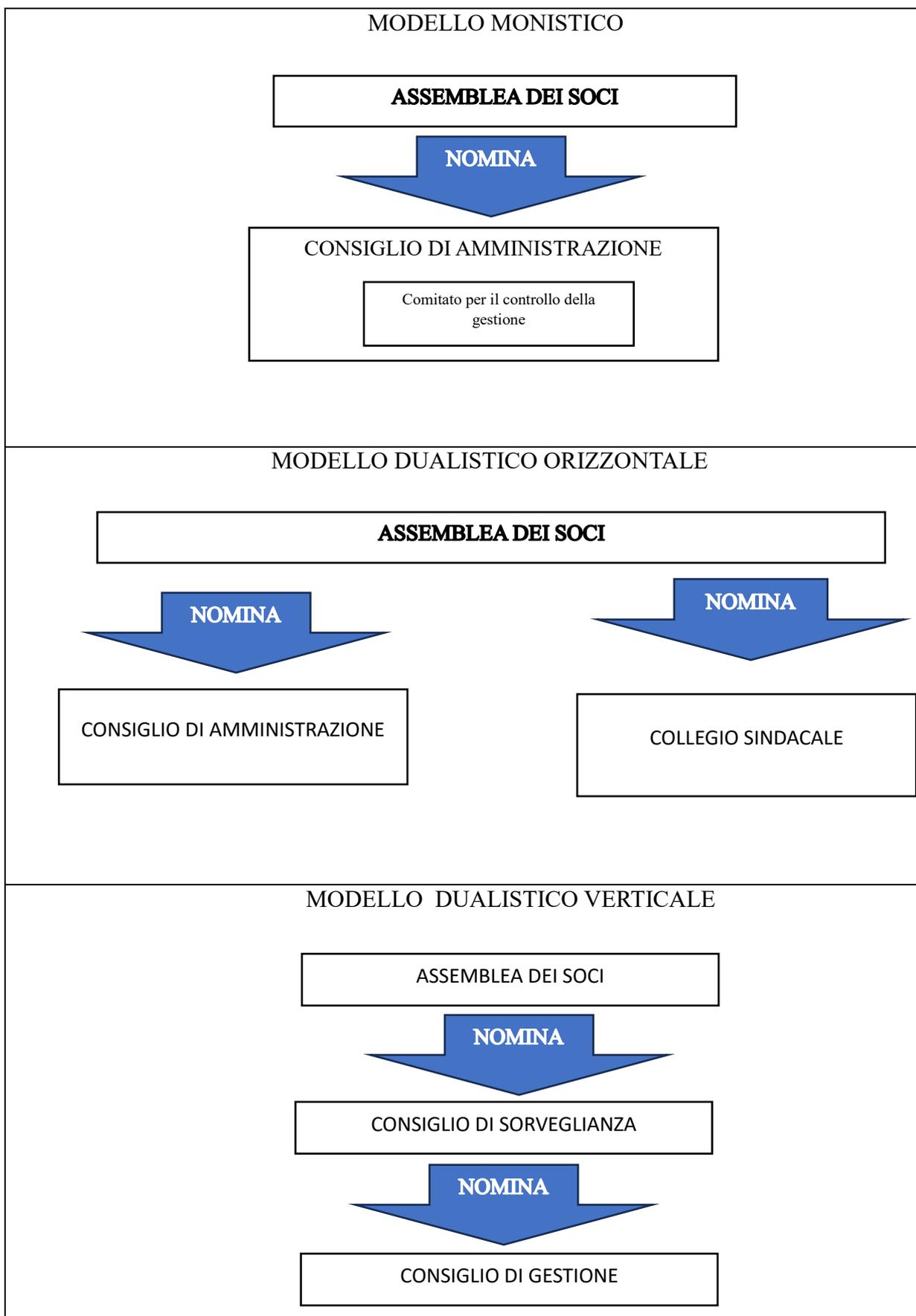
Il Consiglio di Sorveglianza non solo svolge la funzione di controllo sulla gestione ma ha poteri più ampi rispetto al collegio sindacale, nomina e revoca l'organo con funzione di gestione e approva il bilancio d'esercizio (poteri che in altri modelli spettano all'Assemblea dei soci)⁹⁶.

⁹⁵ Raccomandazione n. 16 del Codice di Corporate Governance, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

⁹⁶ Vinci, S, 2022, Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa, Giappichelli editore, Torino, p.167.

I tre modelli di corporate governance vengono rappresentati nella tabella 2 attraverso schemi esplicativi in modo da poter evidenziare gli organi interni della società e i poteri di nomina.

Tabella 2: I modelli di corporate governance



Fonte: Vinci, S., 2022, *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli editore, Torino, pp. 158-171

2.4 I RUOLI DELL'AMMINISTRAZIONE NELLA CORPORATE GOVERNANCE

2.4.1 Caratteristiche del CdA

Il Consiglio di Amministrazione (CdA), in inglese *Board of directors*, è il meccanismo interno principale e dominante di governance aziendale e svolge un ruolo chiave nel monitorare il management e allineare gli interessi degli azionisti con quelli del management (Brennan, 2006; Rose, 2005).⁹⁷ La principale responsabilità del consiglio di amministrazione è stata identificata nella funzione di monitoraggio, che prevede la protezione del valore dell'impresa dai potenziali comportamenti opportunistici, del manager, a tutela degli azionisti e di tutti gli altri stakeholder. Tale compito, che affonda le sue radici nella teoria dell'agenzia, sottolinea l'importanza del ruolo degli amministratori nel risolvere il conflitto principale-agente tra manager e azionisti (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983).⁹⁸ Più recentemente, la priorità della funzione di controllo è stata superata sia dalla ricerca sia dalle rinnovate normative e dai codici di autoregolamentazione in molti Paesi, per favorire un ruolo di consulenza e supporto delle scelte manageriali,⁹⁹ questo compito sottolinea l'importanza del ruolo dell'amministratore che prevede collegamenti con il contesto aziendale esterno e competenze professionali specialistiche (ad esempio, pianificazione strategica). Il consiglio di amministrazione è quindi coinvolto direttamente nella definizione degli obiettivi e degli indirizzi strategici, più precisamente si occuperà dell'approvazione del piano strategico formulato dai manager, successivamente si occuperà della valutazione del processo strategico e, in

⁹⁷ Si veda Rashid A., 2017, *Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh*, Future Business Journal, volume 4, numero 1, p. 34, che cita Brennan, N., & McDermott, M. 2004, *Alternative perspectives on independence of directors*, Corporate Governance: An International Review, 12, e Rose, C., 2005, *Managerial ownership and firm performance in listed Danish firms: In search of the missing link*, European Management Journal, 23(5), pp. 542–553.

⁹⁸ Si veda Volontè C., 2014, *Boards: Independent and committed directors?*, International Review of Law and Economics, volume 41 p. 26, che cita Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976 *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, J. Financ, Econ, 3 (4), 305–360, e Fama, E.F., Jensen, M.C., 1983, *Separation of ownership and control*, J. Law Econ, 26 (2), 301–325.

⁹⁹ Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.70.

fine dell'operato dei manager.¹⁰⁰

Per quanto attiene le caratteristiche del consiglio di amministrazione, in letteratura questa tematica è stata ampiamente discussa, analizzando vari aspetti: il numero dei componenti, la loro qualificazione, la presenza di amministratori esterni, la diversità di genere e come nel complesso il consiglio di amministrazione possa essere efficace nello svolgimento delle sue funzioni.¹⁰¹ Nella valutazione dei criteri di composizione, vanno considerate le scelte di struttura del consiglio, come la separazione dei ruoli tra il Presidente del consiglio e l'Amministratore Delegato o la presenza di comitati interni. Le strutture differenti possono condizionare il modo di interagire ed il comportamento dei consiglieri, influenzando di conseguenza sull'efficacia dell'operato del consiglio di amministrazione nello svolgimento delle sue funzioni.¹⁰² Per ottenere una dimensione ottimale del consiglio di amministrazione, bisogna considerare vari fattori, tra cui: le caratteristiche e la dimensione dell'attività economica, la struttura proprietaria ed organizzativa, lo stile della leadership dell'amministratore delegato.¹⁰³ Le indicazioni previste nei codici di autoregolamentazione internazionali prevedono che un numero adeguato di componenti del consiglio vada dal minimo di otto al massimo di quindici. Le indicazioni contenute nei codici e suggerite dalle prassi, devono essere contestualizzate in base alle caratteristiche specifiche dell'impresa considerata, valutando la fase strategica che sta attraversando e anche il settore di appartenenza.¹⁰⁴ In un consiglio di amministrazione ristretto viene favorita l'iterazione e il coinvolgimento attivo tra i consiglieri, mentre in un consiglio eccessivamente numeroso, si corre il

¹⁰⁰ Si veda Melis A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, p. 130, che cita Lorsch J, MacIver E., *Pawns or Potentates: the Reality of America's Corporate Boards*, p. 178 ss.

¹⁰¹ Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.73, che cita Huse M., 2006, *Boards, Governance, and Value Creation. The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge.

¹⁰² Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.73, che cita Brunninge O., Nordqvist M., Wiklund J., *Corporate governance and strategic change in SMEs: The effects of ownership, board composition and top management teams*, Small Business Economics, Volume 29, pagg. 295-308.

¹⁰³ Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.75, che cita che cita Huse M., 2006, op. cit.

¹⁰⁴ Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.75, che cita Fiegenger M.K., 2005, *Determinants of board participation in the strategic decision of small corporation*, Entrepreneurship theory & practice, Settembre, pagg. 627 – 650.

rischio di assistere ad una deresponsabilizzazione dei partecipanti penalizzando lo svolgimento dei lavori che richiedono un impegno maggiore in termini di programmazione e coordinamento.¹⁰⁵

2.4.2 Dualità Amministratore delegato – Presidente del CdA

Una caratteristica utilizzata per esaminare la struttura del consiglio di amministrazione riguarda la CEO duality, ovvero la combinazione dei ruoli di Chief Executive Officer (CEO) e presidente del consiglio di amministrazione. Questo tema è stato oggetto di uno dei dibattiti più lunghi in corporate governance (Finkelstein et al., 2009).¹⁰⁶ Si deve ritenere che la decisione sulla dualità o meno del CEO influenzi la capacità del consiglio di svolgere il proprio ruolo di monitoraggio. La letteratura si divide in due scuole di pensiero, chi è a favore e chi è contro. Da un lato, la teoria dell'agenzia suggerisce che la dualità del CEO aumenta il radicamento e il potere del CEO sul consiglio di amministrazione, il che porta in particolare a costi di agenzia più elevati per aziende più grandi e complesse che sono più difficili da monitorare e hanno più risorse da sprecare (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983; Jensen, 1993).¹⁰⁷ Inoltre ci sono standards internazionali di corporate governance, o anche le autorità preposte ai controlli delle società quotate, che guardano con diffidenza alla sovrapposizione delle due cariche, per evitare che ci sia un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un soggetto e garantire la distinzione tra i ruoli.¹⁰⁸ Negli ultimi anni, gli azionisti attivisti e i regolatori di diversi paesi hanno proposto norme che incoraggiano la

¹⁰⁵ Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, p.75, che cita Gabrielsson J., Winlund H., 2000, *Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: Examining the effects of the board's working style on board task performance*, Entrepreneurship and Regional Development, Volume 12, pagg. 311-330.

¹⁰⁶ Si veda Tenuta P., Cambrea D.R., 2016, *Consiglio di amministrazione e valore d'impresa*, Impresa Progetto Electronic journal of management, numero 1, p.7, che cita Finkelstein S., Hambrick D.C., Cannella A.A., 2009, *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, Oxford University Press, USA.

¹⁰⁷ Goergen M., Limbach P., Scholz-Daneshgari M., 2020, *Firms' rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation*, Journal of Corporate Finance, volume 65, numero 101770, p. 2

¹⁰⁸ Si veda Vinci S., 2022 *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino, p. 106, che cita Garzella S., Nardi N., *I requisiti del << buon governo >>*, in Fortuna F., 2010, *La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale*, Il Mulino, Bologna, p. 67.

separazione dei due ruoli (ad esempio, UK Cadbury Report 1992; Sarbanes–Oxley Act del 2002). Pertanto, molte aziende hanno scelto di passare da una struttura duale a una struttura non duale, principalmente per rafforzare l’indipendenza del consiglio di amministrazione.¹⁰⁹ Della tesi opposta, troviamo le teorie della dipendenza dalle risorse (Pfeffer, 1972; Pfeffer e Salancik, 1978) e *stewardship* (Donaldson, 1990; Donaldson e Davis, 1991), sostenendo che i CEO agiscono nell’interesse degli azionisti facendo uso della leadership più forte e unificata che deriva dalla dualità. La leadership unificata mitiga i costi di coordinamento e di acquisizione delle informazioni e facilita un processo decisionale efficace, veloce e adattabile (Boyd, 1995; Jensen e Meckling, 1995; Yang e Zhao, 2014; Li et al., 2019), che è fondamentale per le aziende che operano in ambienti commerciali più competitivi e dinamici.¹¹⁰ Per concludere, possiamo verificare che le principali ragioni dichiarate dalle aziende per combinare o separare i ruoli di amministratore delegato e presidente sono coerenti con le teorie citate precedentemente. Infatti, prendiamo come riferimento l’articolo pubblicato da Goergen e altri, per capire che tipo di struttura del consiglio di amministrazione utilizzano le imprese, inserite nel campione di indagine analizzato dagli autori. Gli autori hanno sviluppato la loro indagine sulla base di proxy delle dichiarazioni depositate presso la Securities and Exchange Commission (SEC)¹¹¹ nel corso di un anno, dopo l’entrata in vigore della modifica al Regolamento S–K, sfruttando un emendamento del 2009 al regolamento S–K, che impone alle aziende pubbliche di divulgare le ragioni per cui combinano o separano i ruoli di amministratore delegato e presidente. Con l’aiuto di informazioni raccolte manualmente sulle società S&P 500, gli autori identificano 24 (22) ragioni distinte per combinare (separare) i due ruoli.

Dai risultati si evince che:

¹⁰⁹ Alves S., 2023, *CEO duality, earnings quality and board independence*, Journal of Financial Reporting and Accounting, Volume 21, numero 2, p. 217

¹¹⁰ Goergen M., Limbach P., Scholz-Daneshgari M., 2020, *Firms’ rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation*, Journal of Corporate Finance, volume 65, numero 101770, p. 2

¹¹¹ “La Securities and Exchange Commission (SEC) è l’organismo incaricato della supervisione e dell’ispezione dei mercati dei titoli negli Stati Uniti, nonché delle attività e degli agenti che vi partecipano”, Valls E., 2022, *Cos’è la SEC, Securities and Exchange Commission*, Rankia, 21 settembre, disponibile su: <https://rankia.it/cos-e-sec-securities-and-exchange-commission/>

-Per quanto riguarda la decisione di combinare i due ruoli, la maggior parte delle aziende (56%) menziona la “leadership unificata” come motivo della dualità del CEO, sostenendo che avere un CEO-presidente promuove una leadership chiara e coerente, chiarezza direzionale e un processo decisionale efficace e veloce. Il 46% afferma che la combinazione dei due ruoli consente loro di sfruttare la conoscenza approfondita dell’azienda da parte del CEO e le sue operazioni (“Conoscenza come CEO”), mentre il 23% afferma che consente al CEO di fungere da ponte tra il management e il consiglio, favorendo i flussi informativi tra i due (“Ponte tra management e consiglio”).

- Per quanto riguarda le aziende non dualistiche, le ragioni principali che tali aziende dichiarano per separare i ruoli di amministratore delegato e presidente si basano sull’importanza dei costi di agenzia, in linea quindi con la teoria dell’agenzia. Nello specifico, tali aziende riferiscono di separare i due ruoli per: tenere conto delle differenze intrinseche tra i compiti e i ruoli dell’amministratore delegato e del presidente (“Differenze tra compiti/ruoli” (33%)), facilitare la supervisione manageriale (“Facilita il monitoraggio” (30%)) e consente all’amministratore delegato di concentrarsi sulla gestione quotidiana dell’azienda (“CEO focus sulla gestione” (22%)). Dai risultati emerge che le ragioni per combinare o separare i ruoli di amministratore delegato e presidente, sono associate alle caratteristiche del CEO, dell’azienda e della governance coerenti sia con la teoria dell’agenzia che con la teoria dell’organizzazione, in particolare la “leadership unificata”, è la ragione più frequente dell’utilizzo della dualità del CEO.¹¹²

¹¹² Goergen M., Limbach P., Scholz-Daneshgari M., 2020, *Firms’ rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation*, Journal of Corporate Finance, volume 65, numero 101770, p. 20.

2.5 DIFFERENZE DEI MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE LEGATI AGLI ASSETTI PROPRIETARI E GIURIDICI

2.5.1 Caratteristiche della struttura proprietaria

Un tema importante negli studi di corporate governance riguarda la struttura proprietaria delle imprese, in particolare il grado di concentrazione della proprietà, che determina la forza della proprietà, cioè la capacità di esercitare il controllo da parte degli azionisti di maggioranza, svolgendo il proprio ruolo in una posizione di comando in sede assembleare. La dottrina economico – aziendale ha individuato tre tipologie di strutture proprietaria, caratterizzata dai diversi gradi di concentrazione:¹¹³

- La struttura proprietaria diffusa: è composta da un numero elevato di azionisti, questo comporta una polverizzazione del capitale sociale. In assenza di coalizioni all'interno della proprietà o di quote significative di capitale sociale detenute da gruppi di azionisti, si può verificare il presentarsi di una condizione di debolezza, che non permette ai piccoli azionisti di controllare e monitorare l'operato del manager che potrà assumere dei comportamenti opportunistici (esempio estremo di gestione negativa delle imprese), dannosi per la società e di riflesso per gli azionisti. Tuttavia, finché gli azionisti riceveranno una remunerazione dal proprio investimento, saranno soddisfatti dall'operato del manager. Al contrario, gli azionisti non soddisfatti dell'andamento delle loro azioni, saranno incentivati a venderle e scegliere di investire il proprio capitale altrove. Tutto ciò innescherà delle conseguenze sulla società, non solo l'esposizione a scalate ostili determinate dalla riduzione del prezzo delle azioni come conseguenza dell'aumento dell'offerta delle stesse sul mercato, ma anche l'eventuale sostituzione dell'organo amministrativo e del manager come conseguenza

¹¹³ Si veda Vinci S., 2022 *Il problema della "governance" e gli assetti istituzionali d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino, p. 35, che cita Singer P., Sirianni P., 2013, *La corporate governance. Elementi di teoria e profili operativi*, Giappichelli, Torino.

dell'ingresso dei nuovi soci. (questa tipologia di struttura è tipica dei modelli anglo-americani di public company).

- La struttura proprietaria ristretta: è generalmente ritenuto un modello di proprietà forte, in quanto composto da una presenza di azionisti stabile, formata da blockholder che costituisce il gruppo di comando. La presenza di un gruppo forte di azionisti sarà in grado di monitorare l'operato del manager e incidere anche sulle decisioni di indirizzo strategico. In questo modello l'impresa non è interpretata dagli azionisti come un asset in cui investire o speculare come potrebbe essere concepita l'impresa con struttura proprietaria diffusa, ma come un bene della comunità verso la quale l'impresa si sente responsabile sia dal punto di vista etico che giuridico (questa tipologia di struttura è tipica dei modelli renani).

-La struttura proprietaria chiusa: rappresenta una variante del modello forte di proprietà, possiamo annoverare in questa tipologia di struttura le imprese familiari o le imprese controllate da un ente pubblico. In questo modello il ruolo della proprietà domina la funzione della gestione di competenza dell'organo amministrativo, che risulta svolgere un ruolo ridotto ai compiti di mera amministrazione e gestione con limitato raggio d'azione e ridotta iniziativa (questa tipologia di struttura è tipica del modello di corporate governance latino-italiano).

Queste caratteristiche sono confermate dagli studi effettuati nelle realtà dei vari paesi, gli studiosi nell'interpretare le tipologie di strutture proprietarie associano un modello teorico come riferimento concettuale, ad esempio, la teoria dell'agenzia sostiene che, a differenza di una struttura proprietaria dispersa, una proprietà più concentrata migliorerebbe la capacità degli azionisti nel monitoraggio della gestione dei manager della società, impedendogli di prendere decisioni egoistiche. Tuttavia, una proprietà più concentrata può anche portare a conflitti tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Questa natura complessa dell'associazione della struttura proprietaria a vari aspetti delle politiche aziendali la rende un elemento importante della governance aziendale e un'area di

interesse per i ricercatori.¹¹⁴ Jenkinson e Mayer (1992) distinguono tra due grandi categorie di assetti proprietari delle imprese nei vari paesi. Nella prima categoria ci sono i paesi dell'Europa continentale e del Giappone, in cui la proprietà delle singole imprese è spesso concentrata in un piccolo numero di imprese, banche e famiglie direttamente collegate. Questa concentrazione determina la formazione di consolidati gruppi industriali e in questa categoria sono frequenti le partecipazioni incrociate tra imprese.¹¹⁵ In Francia, proprietà incrociata e i cosiddetti investitori principali sono comuni, così come la proprietà statale. In altri paesi europei, come Italia, Finlandia e Svezia, le società hanno tipicamente proprietari di controllo (Shleifer e Vishny, 1997). Nella seconda categoria, che comprende Gran Bretagna e Stati Uniti, la proprietà è più dispersa tra un gran numero di investitori individuali e istituzionali indipendenti. Negli Stati Uniti, le grandi partecipazioni azionarie, e soprattutto la maggioranza, sono rare, probabilmente a causa delle barriere legali all'elevata proprietà e al ruolo delle banche, fondi comuni di investimento, fondi pensione, compagnie assicurative e altre istituzioni (Charkham, 1994). La maggior parte di questi studi sugli assetti proprietari sono stati condotti nei paesi avanzati e negli Stati Uniti, concentrandosi principalmente sul conflitto di interessi tra gestione non controllata e proprietari dispersi. Tuttavia, le imprese nelle economie emergenti sono per lo più caratterizzate da una struttura proprietaria piuttosto concentrata, che spesso danno luogo ad un conflitto di interessi tra gli azionisti di minoranza e quelli di maggioranza, incidendo negativamente sulla performance dell'impresa. Inoltre, a questo rapporto si aggiunge un'altra complessità dovuta ai vari tipi di proprietari che potrebbero avere interessi contrastanti nell'impresa. Alcuni degli aspetti della proprietà più comunemente studiati includono la proprietà manageriale e interna, la proprietà istituzionale, la proprietà familiare, la proprietà governativa e la proprietà straniera.¹¹⁶ Nel paragrafo seguente, verrà

¹¹⁴ Din S., Khan M. A., Khan M.J., Khan M.Y., 2022, *Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis*, International Journal of Emerging Markets, Volume 17, numero 8, pag 1974.

¹¹⁵ Li, J. and Harrison, J.R. 2008, *Corporate governance and national culture: a multi-country study*, Corporate Governance, Volume 8, numero 5, p. 608.

¹¹⁶ Din S., Khan M. A., Khan M.J., Khan M.Y., 2022, *Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis*, International Journal of Emerging Markets, Volume 17, numero 8, pag 1974.

introdotta una analisi più approfondita sulla proprietà familiare, perché presenta caratteristiche peculiari che meritano di essere trattate, che la contraddistinguono dalle altre tipologie di proprietà.

2.5.2 Caratteristiche delle imprese familiari e non familiari

Le imprese familiari rappresentano la fattispecie di imprese più diffusa al mondo (Krappe, Goutas e von Shlippe, 2011),¹¹⁷. Si stima che le imprese a conduzione familiare contribuiscano per oltre la metà al PIL mondiale e rappresentino oltre il 65% dell'occupazione. Inoltre, le 500 più grandi imprese familiari generano da sole oltre 8,02 trilioni di dollari di entrate annuali, sufficienti a costituire collettivamente la terza economia nazionale dopo Stati Uniti e Cina.¹¹⁸ L'importanza delle imprese familiari nel sistema socio - economico internazionale ha causato negli ultimi anni la crescita dell'interesse da parte degli accademici e non solo, generando negli anni una moltitudine di definizioni che non consentono in modo univoco di definire il concetto di impresa familiare. Spesso le imprese familiari vengono identificate sulla base della percentuale di azioni possedute dalla famiglia che detiene il controllo dell'impresa¹¹⁹ o la presenza di un membro della famiglia nel top management o nei loro Consigli di amministrazione.¹²⁰ Anche le definizioni dicotomiche che suddividono l'universo delle imprese in familiari e non, sono una semplificazione irrealistica che è emersa fin dai primi risultati degli studi empirici compiuti sulla popolazione di imprese familiari.¹²¹

¹¹⁷ Dessì C., Floris M., 2017, *Le imprese familiari. Fisionomia di un fenomeno in evoluzione*, Franco Angeli, Milano, p. 21

¹¹⁸ Tharawat Magazine, 2023, *Economic Impact of Family Businesses – A Compilation of Facts*, 12 Novembre, disponibile su: <https://www.tharawat-magazine.com/facts/economic-impact-family-businesses/>

¹¹⁹ Si veda DOMENICHELLI O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 41 che cita Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schøne, P., 2005, *Family owners hip and productivity: The role of owner management*, Journal of Corporate Finance, volume 11, numero 1, pagg. 107 – 127, e Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G., 2011, *How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms?*, Journal of Corporate Finance, volume 17, numero 4, pagg. 1016-1027.

¹²⁰ Si veda DOMENICHELLI O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 41 che cita Anderson, R. C., & Reeb, D. M., 2003, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, Journal of Finance, volume 58, numero 3, pagg. 1301-1328.

¹²¹ Si veda Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli, Milano, p. 38, che cita Chua J.H., Chrisman J.J., Chang E.P.C., 2004, *Are family firms born or made? An exploratory investigation*, Family Business Review, volume 17, numero 1, pagg 37 – 54.

Per quanto concerne l'approccio allo studio delle imprese familiari, ci si basa sui modelli teorici che analizzano le imprese familiari in diverse prospettive: la Resource Based View analizza l'impresa in termini di risorse, l'Agency Theory e la Steward Theory analizzano gli aspetti relativi la corporate governance, la Stakeholder Theory analizza l'impresa in termini di relazioni interne ed esterne.¹²² Tuttavia, la teoria che descrive la caratteristica peculiare nelle imprese familiari, in grado di distinguerle dalle altre forme di imprese è la Socioemotional Wealth theory (SEW), la teoria socioemozionale è definita da Gomez-Mejia, Takacs-Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson, and Moyano-Fuentes (2007) come un insieme di diversi aspetti non finanziari, tra cui l'identità, la capacità di esercitare l'influenza familiare e la perpetuazione di una dinastia di famiglia.¹²³ Rispetto alle altre forme di imprese, l'impresa familiare persegue anche specifici obiettivi di natura non economica per preservare il patrimonio socio-emozionale.

2.5.2.1 La corporate governance nelle imprese familiari

Nel sistema di corporate governance delle imprese familiari, la concentrazione della proprietà nelle mani di membri della famiglia consente alla famiglia stessa di avere il controllo dell'impresa. A ciò si unisce il coinvolgimento diretto dei membri della famiglia controllante, sia nel consiglio di amministrazione che nelle posizioni di vertice della gerarchia organizzativa. Queste caratteristiche possono costituire incentivi o disincentivi all'efficienza della gestione, che possono facilitare od ostacolare la creazione di valore nel medio termine e il grado di convenienza economica nell'allocazione di risorse.¹²⁴ La cultura familiare, radicata nelle funzioni strategiche e

¹²² Dessì C., Floris M., 2017, *Le imprese familiari. Fisionomia di un fenomeno in evoluzione*, Franco Angeli, Milano, p. 39

¹²³ Si veda DOMENICHELLI O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 41 che cita Gomez-Mejia, L. R., Takacs-Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J., 2007, *Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills*, Administrative Science Quarterly, vol 52, numero 1, pagg. 106-137.

¹²⁴ Carney M., 2005, *Corporate Governance and Competitive Advantage in Family – Controlled Firms*, Family business review, pagg. 249-265.

organizzative, nei rapporti con gli interlocutori interni ed esterni, si manifesta sulla selezione degli obiettivi da perseguire, non solo investimenti di natura economica come qualsiasi altra forma di impresa ma anche obiettivi non economici,¹²⁵ ad esempio, l'impresa familiare potrebbe scegliere di evitare di investire in iniziative economiche convenienti se queste si dimostrano dannose per la reputazione e l'immagine della stessa. L'impresa familiare pone come priorità la creazione e la preservazione di obiettivi con valenza socio – emotiva come la perpetuazione del nome della famiglia, il controllo dell'impresa e il mantenimento di uno stile di vita desiderabile.¹²⁶ Minore enfasi viene posta sul conseguimento dei risultati a economici immediati di breve termine.¹²⁷ Tuttavia, un aspetto importante nella scelta degli investimenti, è l'adozione di principi prudenziali che incentiva l'impiego efficiente delle risorse che riduce il rischio di allocazione delle risorse in iniziative imprenditoriali incaute ¹²⁸, Croci et al. (2011) confermano che gli azionisti familiari avranno un incentivo a evitare investimenti rischiosi, poiché la maggior parte della loro ricchezza è investita nell'impresa familiare.¹²⁹ Per quanto riguarda il problema delle relazioni d'agenzia tra manager e azionisti che causano inefficienza nella corporate governance, nell'impresa familiare gli interessi degli azionisti sono allineati a quelli dei manager, essendoci sostanziale sovrapposizione tra proprietà e controllo gestionale, rendendo quindi inutile il sostenimento dei costi d'agenzia per il monitoraggio o l'incentivazione. In effetti, alcuni ricercatori, sostengono che le imprese familiari non dovrebbero aver bisogno di meccanismi di incentivazione specifici, né dovrebbero aver bisogno di meccanismi disincentivanti per conciliare gli interessi manageriali con quelli dei proprietari, poiché, le imprese familiari non dovrebbero essere interessate da importanti conflitti di agenzia tra

¹²⁵ Chua J.H., Chrisman J.J., Sharma P., 1999, *Defining the family business by behavior*, Entrepreneurship theory and practice, Volume 23, numero 4, pagg. 19-40.

¹²⁶ Gomez-Mejia, L. R., Takacs-Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J., 2007, *Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills*, Administrative Science Quarterly, vol 52, numero 1, pagg. 106-137.

¹²⁷ Corbetta, 1995, *Le imprese familiari*, EGEA, Milano.

¹²⁸ Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli, Milano, p. 64.

¹²⁹ Si veda DOMENICHELLI O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 41 che cita Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H., 2011, *Family Control and Financing Decisions*, European Financial Management, Volume 17, numero, pagg. 860-897.

proprietari

e

dirigenti.¹³⁰

Alla luce di ciò sembra posto in secondo piano il “problema di agenzia I” tra azionisti e manager nelle imprese familiari, rispetto ad altri tipi di conflitti di agenzia, i più frequenti sono i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza, dai quali scaturisce il “problema di agenzia II” che produce l’appropriazione della ricchezza da parte dei grandi azionisti familiari nei confronti degli azionisti di minoranza non familiari attraverso compensi eccessivi per coloro che ricoprono funzioni manageriali, operazioni con parti correlate, dividendi straordinari e operazioni finanziarie lesive degli interessi delle minoranze (Johnson, La Porta, Lopez-De-Sin角度, & Shleifer, 2000; Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003; Anderson & Reeb, 2003).¹³¹ Secondo Martin e altri (2017), questo tipo di conflitto di agenzia potrebbe non essere così frequente. Nel loro studio, documentano che i conflitti di agenzia tra azionisti familiari dominanti e azionisti di minoranza si verificano solo in determinate condizioni, quando c’è un amministratore delegato di famiglia, il fondatore non è più coinvolto e la performance dell’azienda è scarsa. Tuttavia, in questo studio, gli autori esaminano le imprese familiari quotate in borsa negli Stati Uniti; quindi, potrebbe non essere valido estendere i loro risultati anche per le imprese private.¹³² L’altra tipologia di conflitto tipica delle imprese familiari avviene tra familiari proprietari e familiari che sono sia proprietari che manager, questa situazione si manifesta soprattutto nelle generazioni successive alla seconda. Infatti, dalla terza generazione in poi, la proprietà e la gestione diventano più disperse e differenziate con l’espandersi della famiglia e l’inserimento nell’impresa di nuovi membri familiari come nipoti o cugini, creando dei gruppi diversificati formati da diversi rami della famiglia. Conseguentemente, i dirigenti proprietari si concentreranno sugli interessi del proprio ramo familiare e prenderanno decisioni a beneficio del proprio nucleo familiare, piuttosto che a favore dell’impresa familiare nel suo

¹³⁰ DOMENICHELLI O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 43

¹³¹ Domenichelli O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, p. 44.

¹³² si veda Domenichelli O., 2019, *Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant?*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 11, No. 7, p. 31, che cita Martin G., Gómez-Mejía L. R., Berrone, P., & Makri M., 2017, *Conflict Between Controlling Family Owners and Minority Shareholders: Much Ado About Nothing?*, Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 41, No. 6, pp. 999-1027.

insieme.¹³³ Ad esempio, il manager proprietario, rispetto al cugino solo proprietario, curerà gli interessi del suo ramo familiare, ed è legittimato a farlo perché esercita anche il potere gestionale, in questo caso il familiare solo proprietario subirà i comportamenti opportunistici del familiare sia proprietario che gestore. Tuttavia, se l'impresa implementa i meccanismi di governance che consentano ai proprietari non manager di controllare l'operato del manager, o facendolo monitorare da un consiglio di amministrazione, i conflitti di agenzia tra le parti saranno ridotti, rendendoli trascurabili nelle generazioni successive.¹³⁴

Nel sistema di corporate governance delle imprese familiari il consiglio di amministrazione svolge un ruolo attivo nel garantire gli equilibri che sostengono lo svolgimento dell'attività economica e la leadership della famiglia,¹³⁵ si occupa delle formulazioni di piani per il futuro, che riguardano la pianificazione strategica e il patrimonio che erediterà la generazione successiva. La composizione del consiglio nelle imprese familiari quotate si attiene ai requisiti previsti dai regolamenti e dai codici di auto – disciplina, mentre nelle imprese non quotate il consiglio di amministrazione è composto di solito, almeno in prevalenza, dai membri della famiglia proprietaria. Le competenze che deve avere un membro della famiglia proprietaria per svolgere il ruolo di consigliere riguardano la professionalità e l'esperienza, requisiti importanti richiesti dal ruolo per svolgere in modo responsabile la carica di consigliere, analogamente a quanto sarebbe richiesto in altri tipi di impresa. Infatti l'ingresso delle nuove generazioni, nelle fasi iniziali delle loro esperienze professionali serve a formarli e renderli responsabili, in questo modo viene legittimato il ruolo che ricoprono all'interno e all'esterno dell'impresa.¹³⁶ Ma non basta per completare la formazione, per le imprese familiari

¹³³ Si veda Domenichelli O., 2019, *Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant?*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 11, No. 7, p. 31, che cita Blanco Mazagatos, V., de Quevedo Puente, E., & Delgado García, J. B., 2016, *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Vol. 7, N. 3, pp.167-177.

¹³⁴ Blanco Mazagatos, V., de Quevedo Puente, E., & Delgado García, J. B., 2016, *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Vol. 7, N. 3, p.167

¹³⁵ Pendergast J.M., Ward J.L., Brun De Ponet S., 2011, *Building a successful family business board*, Palgrave Macmillan.

¹³⁶ Neubauer F., Lank A.G., 1998, *The family business. Its governance for sustainability*, Macmillan.

occorrono altri requisiti, rappresentati dalla capacità di instaurare relazioni di fiducia nella compagine proprietaria e riuscire a comprendere e moderare le divergenze tra i proprietari, evitando l'insorgere di conflitti.¹³⁷

Infine, le indicazioni contenute nei codici suggeriscono che il numero dei componenti del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari è di sei o sette consiglieri, ritenuto idoneo a favorire l'efficace operatività del consiglio.¹³⁸

2.5.3 Sistemi giuridici: common law e civil law

Un filone della letteratura sulla corporate governance ha analizzato la relazione esistente tra i sistemi giuridici adottati dai vari Paesi e la governance aziendale, per determinare come la struttura proprietaria delle imprese sia influenzata dal contesto legale e normativo che si basa sui principi e civil law e common law, i maggiori contributi alla letteratura sono stati forniti dai risultati delle ricerche di *Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny* (LLSV),¹³⁹ ma, prima di entrare nel merito dello studio, occorre fare una distinzione tra civil law e common law.

Il modello di civil law, si fonda sul diritto scritto o diritto di creazione parlamentare, ritenuto perciò espressione di scelte democratiche. Il diritto parlamentare (scritto) vincola tutti, anche i giudici. I giudici non possono "creare" regole di diritto, essi si devono limitare ad applicare le norme stabilite in generale dalla legge. La legge pone delle regole "generali ed astratte", che esprimono le soluzioni ritenute "generalmente" preferibili, cioè le migliori nella maggioranza dei casi, pur tenendo conto

¹³⁷ Pendergast J.M., Ward J.L., Brun De Ponet S., 2011, *Building a successful family business board*, Palgrave Macmillan

¹³⁸ Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli, Milano, p. 75.

¹³⁹ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998, *LAW AND FINANCE*, Journal of Political Economy, Volume 106, numero 6, pp. 1113-1155.

che le stesse regole – in specifici casi concreti – potrebbero rivelarsi "ingiuste". Il common law, è caratterizzato dalla predominante importanza del c.d. case law, o diritto di creazione giudiziale. I giudici sono vincolati dalle "regole precedenti", cioè quando decidono un caso devono applicare la regola che un giudice, in un caso identico, ha applicato prima di loro. Possono applicare una regola diversa solo se il loro "caso" presenta dei fatti "diversi" da quello precedentemente deciso da altri giudici. Le regole giuridiche vengono prevalentemente "elaborate" dal giudice nell'analisi del caso concreto. Ci sono, naturalmente, anche norme di produzione "parlamentare" (c.d. statutes) ma tendenzialmente vengono considerate come semplici "raccolte, sintesi e ripetizioni" delle norme "elaborate" dai giudici. Il modello di Civil Law ha una visione delle regole giuridiche in chiave "sistematica": elaborazione di regole generali, che poi vengono applicate ai casi particolari (c.d. metodo deduttivo) mentre nel modello Common Law è assente la visione sistematica, che riconduce a "regole generali". Il ragionamento giuridico procede dal "caso specifico" alla regola generale (c.d. metodo induttivo).¹⁴⁰ Il sistema del Common law è attualmente in vigore in Regno Unito (esclusa la Scozia), Stati Uniti d'America, (escluso lo Stato della Louisiana), Australia, Canada (esclusa la regione del Quebec). Mentre il sistema del Civil Law viene adottato soprattutto nell'Europa continentale, ma anche in Quebec (Canada), Louisiana (USA), Giappone, America Latina, Cina, e nella maggior parte delle ex-colonie europee.¹⁴¹ Su queste premesse, La Porta e altri, nell'articolo LAW AND FINANCE (1998) analizzano le norme giuridiche relative alla tutela degli azionisti e la qualità della loro applicazione in 49 paesi, mostrano che la protezione legale degli investitori nei paesi di common law generalmente è più forte dei paesi di civil law Francese, con i paesi di civil law Tedeschi e Scandinavi posizionati nel mezzo. Gli autori attraverso la misurazione dei diritti denominata "antidirector rights"¹⁴² hanno determinato

¹⁴⁰ Consiglio Nazionale del Notariato, *CIVIL LAW - COMMON LAW: SISTEMI GIURIDICI A CONFRONT*, disponibile su: <https://notariato.it/wp-content/uploads/15-09-2005.pdf>

¹⁴¹ Pulitano A., *I SISTEMI DI COMMON LAW E CIVIL LAW: BREVI CONSIDERAZIONI SUL CONTRATTO.*, disponibile su <https://www.ildirittoamministrativo.it/archivio/allegati/Common%20Law%20e%20Civil%20Law,%20considerazioni%20sul%20contratto%20-%20a%20cura%20di%20ALESSANDRA%20PULITANO.pdf>

¹⁴² La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998, *LAW AND FINANCE*, Journal of Political Economy, Volume 106, numero 6, p. 1127.

il grado di protezione degli investitori dei vari paesi. Questi misurano, in particolare, quanto fortemente il sistema legale favorisce gli azionisti di minoranza contro i manager o gli azionisti dominanti nel processo decisionale aziendale, compreso il processo di voto. Viene analizzata la metodologia di voto, in cui in alcuni paesi, gli azionisti devono presentarsi di persona o inviare un rappresentante autorizzato all'assemblea degli azionisti per poter votare. In altri paesi, al contrario, possono inviare il voto per delega direttamente all'azienda, il che consente loro di vedere le informazioni rilevanti sulla delega e rende più semplice esprimere il proprio voto. Questo meccanismo aumenta il grado di protezione degli azionisti di minoranza, in quanto consente loro di intervenire sulle delibere assembleari pur non partecipando di persona. Altre analisi si concentrano sul voto cumulativo per gli amministratori in cui ciascun azionista ha diritto a un voto per azione, moltiplicato per il numero di incarichi di amministratore disponibili, con i voti distribuiti nella proporzione preferita dall'azionista (Consideriamo un azionista che detiene 100 azioni di una società che utilizza il voto cumulativo. Inoltre, la società sta attualmente cercando di eleggere due amministratori. Con il voto cumulativo, l'azionista otterrebbe 200 voti in totale: l'azionista può votare il numero di azioni che gli spetta moltiplicato per il numero di seggi in lizza. Con 200 voti, l'azionista può scegliere di votare come preferisce: può spenderli tutti per un candidato, distribuirli equamente tra i candidati, oppure dedicare, ad esempio, 150 voti a un candidato e 50 voti all'altro).¹⁴³ Sui meccanismi di rappresentanza proporzionale nel consiglio di amministrazione, in base ai quali gli azionisti di minoranza possono nominare un numero proporzionale di amministratori. L'effetto di entrambe le regole, in linea di principio, è quello di dare più potere agli azionisti di minoranza di inserire i propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione. Ulteriori sistemi di protezione degli azionisti adottati in alcuni paesi, analizzati dagli autori, riguardano i meccanismi legali contro la percezione di oppressione da parte degli amministratori (oltre ai comportamenti illegali come le frodi). Questi meccanismi possono includere il diritto di contestare la decisione degli amministratori

¹⁴³ CFI, 2015, *Cumulative Voting, One vote per share multiplied by the number of available director positions*, disponibile su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/cumulative-voting/>

in tribunale (come nella causa americana sui derivati) o il diritto di costringere la società a riacquistare azioni degli azionisti di minoranza che si oppongono a determinate decisioni fondamentali del management o dell'assemblea degli azionisti, come fusioni o vendite di asset. Un altro sistema utilizzato come misura da utilizzare nell'analisi riguarda la percentuale di capitale sociale necessaria per convocare l'assemblea straordinaria. Presumibilmente, più alta è questa percentuale, più difficile sarà per gli azionisti di minoranza organizzare un'assemblea per sfidare o cacciare il management. Questa percentuale varia nel mondo dal 3% del Giappone al 33% del capitale sociale del Messico. La Porta e altri dimostrano inoltre che i paesi di common law avrebbero una proprietà più dispersa, una migliore protezione giuridica degli investitori, mercati finanziari più sviluppati e governi meno corrotti.¹⁴⁴ In particolare, secondo LLSV (1997, 1998) i paesi di common law, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, hanno migliori sistemi di governo societario e offrono protezione degli investitori generalmente più forte. Al contrario, paesi di diritto civile come Francia e Italia hanno sistemi di governance generalmente più deboli perché la tutela giuridica degli investitori è generalmente inefficace.¹⁴⁵ Solo nei paesi di common law, sostengono LLSV, l'azionariato diffuso può prendere piede, perché nei paesi di civil law caratterizzati da un'assenza di adeguata protezione da parte della legislazione, il mercato finanziario stenterà ad attrarre investitori; per tale motivo nei paesi di civil law il mercato dei capitali è arretrato e la scarsità degli scambi non riesce ad intaccare le concentrazioni proprietarie, mentre nei paesi di derivazione anglosassone gli scambi sono cospicui e il finanziamento delle società proviene in maggioranza dal vasto pubblico di piccoli investitori piuttosto che da grandi investitori.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Ghabri Y., 2022, *Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison*, Studies in Economics and Finance, Volume 39, n. 2, pag. 256.

¹⁴⁵ Ghabri Y., 2022, *Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison*, Studies in Economics and Finance, Volume 39, n. 2, pag. 257.

¹⁴⁶ Tedeschini S., 2010, *L'ascesa dell'azionariato diffuso: il ruolo della legge e dello Stato nella separazione tra proprietà e controllo*, ApertaContrada, 15 dicembre, p. 2, disponibile su: <https://www.apertacontrada.it/2010/12/15/lascesa-dell-azionariato-diffuso-il-ruolo-della-legge-e-dello-stato-nella-separazione-tra-proprietà-e-controllo/>

CAPITOLO 3

LA RELAZIONE TRA LA CORPORATE GOVERNANCE E LA CREAZIONE DI VALORE

3.1 GLI ASPETTI CARATTERIZZANTI IL RAPPORTO TRA LA CORPORATE GOVERNANCE E IL VALORE D'IMPRESA: I RISULTATI DELLE RICERCHE EMPIRICHE

Studi precedenti suggeriscono che una buona governance aziendale è uno dei fattori essenziali per migliorare il valore dell'impresa. Secondo Sugosha e Artini (2020), una buona corporate governance è un sistema applicato nella gestione di un'azienda con l'obiettivo principale di aumentare valore per gli azionisti nel lungo periodo, pur tenendo conto degli interessi degli stakeholder. Di conseguenza, l'attuazione di una buona governance può migliorare il contesto imprenditoriale e aumentare la fiducia degli stakeholder, in particolare degli investitori, nell'azienda.¹⁴⁷ Infatti, vi sono prove che le imprese caratterizzate da una governance aziendale inefficiente hanno fornito rendimenti inferiori agli azionisti rispetto alle imprese caratterizzate da una governance aziendale efficiente (vonNandelstadh e Rosenberg, 2003).¹⁴⁸ Per misurare la relazione tra governo societario e valore aziendale si utilizzano una o più variabili dei meccanismi di governo societario. Diversi ricercatori hanno utilizzato numerose variabili per spiegare le modalità di governo societario delle imprese. Uno dei meccanismi di governance considerato un importante determinante per il valore dell'impresa è il consiglio di amministrazione. Secondo Coles et al. (2001), il consiglio di amministrazione ha il compito di garantire l'allineamento delle attività di un'impresa con i suoi obiettivi specifici. A questo proposito, il consiglio deve assicurarsi che i top manager si comportino

¹⁴⁷ Si veda Fatma H.B., 2021, Chouaibi J., *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 72 No. 5, p. 1393, che cita Sugosha, M.J., Artini, L.G.S., 2020, "The role of profitability in mediating company ownership structure and size of firm value in the pharmaceutical industry on the Indonesia stock exchange", International Research Journal of Management, IT and Social Sciences, Vol. 7, No. 1, pp. 104-115.

¹⁴⁸ Si veda Mollah S., Al Farooque O., Karim W., 2012, *Ownership structure, corporate governance and firm performance Evidence from an African emerging market*, Studies in Economics and Finance Vol. 29 No. 4, p. 302, che cita von Nandelstadh, A. and Rosenberg, M., 2003, "Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence from Finland", Working Papers 497, Hanken School of Economics, Helsinki.

in modo tale da fornire un valore ottimale per gli azionisti.¹⁴⁹ Inoltre, Adams e Ferreira (2007) mostrano che i consigli di amministrazione hanno due ruoli importanti, vale a dire consigliare e monitorare il management. Nel loro studio teorico, questi autori mostrano che le aziende si trovano ad affrontare un compromesso tra avere un consiglio di amministrazione più intensivo di monitoraggio rispetto a un consiglio di amministrazione meno intensivo di monitoraggio (cioè più favorevole al management) che fornisce consulenza strategica al management.¹⁵⁰ I fattori caratteristici del consiglio di amministrazione, più utilizzati come variabili dai ricercatori per valutare la relazione tra corporate governance e performance d'impresa, sono: l'indipendenza del consiglio, composizione del consiglio, dualità del CEO e la diversità di genere. Un altro importante meccanismo di governance è considerata la struttura proprietaria, che influenza il valore delle decisioni aziendali, di finanziamento e dei dividendi, in particolare, l'aspetto significativo della struttura proprietaria sulla governance aziendale è che può essere utilizzata per ridurre i conflitti di agenzia all'interno dell'azienda, che si verificano tra azionisti di maggioranza e di minoranza o azionisti e dirigenti, la struttura proprietaria aiuterà ad allineare gli interessi manageriali con quelli degli azionisti, così, da ridurre i conflitti di agenzia e aumentare il valore dell'impresa.¹⁵¹ Le caratteristiche maggiormente prese in considerazione per questo studio dai ricercatori sono: la concentrazione proprietaria e i tipi di proprietari, familiari o istituzionali. Un altro tipo di ricerche esamina l'effetto delle normative ed il contesto istituzionale sulla performance dell'impresa, cioè se e come l'ordinamento giuridico del Paese e il livello di tutela degli investitori

¹⁴⁹ Si veda Fatma H.B., 2021, Chouaibi J., *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 72 No. 5, p. 1393, che cita Coles, J., McWilliams, V. and Sen, N., 2001, "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance", Journal of Management, Vol. 27 No. 1, pp. 23-50.

¹⁵⁰ Si veda Ho J., Huang C.H., Karuna C., 2020, *Large shareholder ownership types and board governance*, Journal of Corporate Finance, Vol. 65, n. 101715, p. 2, che cita Adams, R., Ferreira, D., 2007. *A theory of friendly boards*, J. Financ. Vol. 62, n. 1, pp. 217-250.

¹⁵¹ Si veda Fatma H.B., 2021, Chouaibi J., *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 72 No. 5, p. 1393, che cita Abdullah, N.A.I.N., Ali, M.M. and Haron, N.H., 2017, "Ownership structure, firm value and growth opportunities: Malaysian evidence", Journal of Computational and Theoretical Nanoscience, Vol. 23 No. 8, pp. 7378-7382.

interagiscono con la governance aziendale e influenzano le prestazioni aziendali.¹⁵² Infatti, dagli studi di Chen et al. (2006) risulta che gli ambienti politici e normativi hanno un impatto significativo sui sistemi di governo societario. In particolare, i paesi con scarse leggi a tutela degli investitori e con un'applicazione debole delle leggi hanno bassi livelli di governance aziendale che si manifestano in performance finanziarie inferiori alla media.¹⁵³ Infine un aspetto che ha destato interesse negli ultimi anni riguarda la sensibilità alle tematiche ambientali e sociali, le attività di responsabilità sociale d'impresa (CSR) attirano sempre più l'attenzione di investitori, clienti, fornitori, dipendenti e governi di tutto il mondo, molti ricercatori hanno esaminato come la CSR possa influenzare, attraverso gli aspetti di governance, il valore dell'impresa e capire se esiste un legame significativo tra la CSR e la performance d'impresa. La letteratura empirica riscontra effetti sia positivi che negativi della CSR sul valore dell'impresa¹⁵⁴, gli studi e le ricerche sono in continua evoluzione. Pertanto, nel prosieguo del presente lavoro si tenterà di fare il punto attuale di questi studi e di quelli relativi agli altri aspetti della governance, precedentemente citati in questo paragrafo.

3.1.1 Le caratteristiche del CdA

Nell'ambito della corporate governance (CG), il Consiglio di Amministrazione (CdA) ricopre un ruolo centrale come importante meccanismo di CG per garantire l'allineamento delle attività di un'impresa con i suoi obiettivi specifici. A questo proposito, il consiglio deve assicurarsi che le attività del top manager siano finalizzate alla creazione di valore per gli azionisti. Per determinare in che modo il CdA possa creare o distruggere valore d'impresa, viene analizzato il legame esistente

¹⁵² Ghabri Y., 2022, *Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison*, Studies in Economics and Finance, Vol. 39, No. 2, p. 256.

¹⁵³ Si veda Siddiqui S.S., 2015, *The association between corporate governance and firm performance – a meta-analysis*, International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 23, No. 3, p.220, che cita Chen Y., Rezaee Z., 2012, "The role of corporate governance in convergence with IFRS: evidence from China", International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 20, No. 2, pp. 171-188.

¹⁵⁴ Buchanana B., Cao C.X., Chen C., 2018, Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership, Journal of Corporate Finance, volume 52, p.73.

tra le caratteristiche del Cda e i risultati aziendali in termini di performance. Le variabili più utilizzate nelle ricerche dagli studiosi sono: la dimensione del consiglio, la composizione e l'indipendenza, la dualità del CEO, ecc.; le ricerche empiriche sulle variabili che influenzano la performance aziendale non sempre forniscono risultati simili, spesso sono contrastanti anche se si tratta dello stesso oggetto di studio perché vengono effettuate in contesti economici e ambiti differenti, si può anche verificare che i risultati delle ricerche non siano sempre coerenti con le principali teorie di riferimento. I risultati delle ricerche, indipendentemente dalla loro presenza di uniformità/affinità con altre ricerche, sono importanti strumenti per capire quali implicazioni possano essere funzionali alle imprese per sviluppare le opportune strategie utili all'incremento del valore aziendale; ai legislatori per adeguare e aggiornare il sistema normativo alle esigenze del mercato; ai ricercatori per migliorare e implementare le ricerche future sulle tematiche in esame. Lo studio di questo paragrafo si soffermerà sulla caratteristica della dimensione del consiglio, riportando i risultati di diverse ricerche effettuate in contesti diversi. La prima ricerca riguarda lo studio di Muhammad Shaukat Malik e Durayya Debaj Makhdoom (2016)¹⁵⁵ sull'impatto della CG sulla performance delle grandi società Fortune Global 500 che rappresenta un elenco annuale delle 500 più grandi aziende del mondo compilato dalla rivista Fortune¹⁵⁶. L'insieme della popolazione (aziende Fortune Global 500), selezionata per questo studio ha due caratteristiche uniche: comprende le migliori performance del mercato (con le performance aziendali più elevate) di aziende geograficamente presenti in tutto il mondo (18 paesi), ma il numero maggiore riguarda le aziende di origine statunitense. Sono stati inclusi i dati di 8 anni (2005-2012) di variabili di performance aziendale allo scopo di comprendere la relazione tra governance aziendale e performance aziendale. L'elenco è compilato sulla base dei dati più recenti relativi ai ricavi delle imprese. Come misura di creazione di valore aziendale sono state impiegate variabili di performance aziendale, cioè tre variabili (Tobin's Q, Return on Assets e Stock Return) e per migliorare la solidità

¹⁵⁵ Malik M.S., Makhdoom D.D., 2016, *Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies?*, The international journal of business in society, VOL. 16 NO. 4, pp. 747-764.

¹⁵⁶ Disponibile su: <https://fortune.com/ranking/global500/>

del modello di ricerca, sono state aggiunte due variabili di controllo (Firm Size e Leverage). Dalla ricerca si evince che esiste una relazione negativa tra la dimensione del consiglio di amministrazione e la performance delle imprese. Secondo l'interpretazione degli autori, basandosi sulle revisioni della letteratura, vengono menzionate le ragioni che includono la mancanza di accordo e coesione tra un gran numero di membri del consiglio rispetto un consiglio con meno membri. Se confrontati in base all'origine delle aziende, è emerso che le dimensioni dei consigli di amministrazione sono maggiori (>20) nelle aziende non statunitensi. Ciò è dovuto al fatto che la maggior parte delle aziende a conduzione familiare si trovano in regioni non statunitensi, dove i consigli di amministrazione sono più grandi e solitamente comprendono membri della famiglia. Una conclusione simile alla ricerca precedente viene fornita da Fatma e Chouaibi (2023),¹⁵⁷ nel loro lavoro di ricerca sugli istituti finanziari europei. Lo scopo del lavoro è stato quello di esaminare l'impatto delle caratteristiche di due meccanismi di governance societari, vale a dire consiglio di amministrazione e struttura proprietaria, sul valore aziendale delle istituzioni finanziarie europee. Utilizzando come metodologia il rapporto market-to-book calcolato dal database Thomson Reuters Eikon ASSET4, questo studio misura il valore aziendale di 111 istituti finanziari quotati in borsa appartenenti a 12 paesi europei nel periodo 2007–2019. Attraverso l'esame dei dati raccolti dalla classificazione internazionale Industry Classification Benchmark (ICB) su quattro settori: banche, compagnie assicurative, servizi finanziari e investimenti immobiliari, si evince che le istituzioni finanziarie europee hanno un valore di mercato elevato, il che indica che hanno un buon valore d'impresa e una capacità di generare maggiori profitti. Per quanto riguarda la composizione del consiglio, anche dai risultati empirici di questa ricerca è stato riscontrato che le dimensioni del consiglio hanno un impatto negativo sul valore dell'impresa e che il valore dell'impresa è maggiore quando un'impresa ha un consiglio più piccolo e diversificato.

¹⁵⁷ Fatma H.N., Chouaibi J., 2021, *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management. Vol. 72. No. 5, pp. 1392-1418.

Infine, la ricerca di Alessandro Merendino and Rob Melville (2019)¹⁵⁸ studia la relazione tra dimensione del consiglio e performance aziendale nel contesto italiano. In particolare, la ricerca studia gli effetti delle principali caratteristiche della governance aziendale (dimensione del consiglio, indipendenza del consiglio e dualità CEO/CM) sulla performance aziendale tra Società quotate italiane adottando un approccio basato sulla teoria dell'agenzia. Viene utilizzato un campione di società quotate italiane che adottano le migliori pratiche di corporate governance, quelle società quotate nel segmento STAR nel periodo dal 2003 al 2015¹⁵⁹. Dai risultati emerge una coincidenza con le ricerche precedenti. Gli autori riscontrano che la dimensione del consiglio di amministrazione ha un effetto positivo sulla performance aziendale per i livelli più bassi di dimensione del consiglio di amministrazione ed effetti negativi sulla performance per livelli più elevati di dimensione del consiglio di amministrazione. Da questa constatazione è possibile dedurre che il Consiglio di amministrazione dovrebbe essere di dimensioni adeguate, ma non troppo grandi. Gli autori trovano inoltre che maggiore è il numero di incarichi ricoperti dagli amministratori, minore è la performance aziendale. Pertanto, i risultati della ricerca evidenziano che non esiste un modello ideale della teoria dell'agenzia nella corporate governance (Yoshikawa e Rasheed, 2009)¹⁶⁰ in Italia. Per gli autori, gli azionisti (che nominano gli amministratori) prima di decidere sulla dimensione del consiglio, dovrebbero tenere in considerazione che maggiore è il numero di amministratori, maggiore è la probabilità che essi abbiano altri impegni esterni in altre società, e

¹⁵⁸ Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, The international journal of business in society, VOL 19, NO. 3, pp. 508-551.

¹⁵⁹ “Il segmento Euronext STAR Milan del mercato Euronext Milan di Borsa Italiana nasce nel 2001 per valorizzare le PMI con caratteristiche di eccellenza e per aumentare la loro visibilità verso gli investitori italiani ed esteri. Le società quotate sul segmento Euronext STAR Milan si impegnano a rispettare requisiti stringenti in termini di: liquidità, trasparenza e corporate governance. Tali società beneficiano della visibilità offerta da Borsa Italiana (es. STAR Conference di Milano e Londra) e di un maggior riconoscimento da parte degli investitori rispetto alle altre quotate di dimensioni paragonabili.” Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home/caratteristiche.htm#:~:text=Il%20segmento%20Euronext%20STAR%20Milan,gli%20investitori%20italiani%20ed%20esteri.>

¹⁶⁰ Si veda Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, The international journal of business in society, VOL 19, NO. 3, p. 539, che cita Yoshikawa T., Rasheed A.A., 2009, “*Convergence of corporate governance: critical review and future directions*”, Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, No. 3, pp. 388-404.

quindi maggiore è la possibilità che la loro presenza nel consiglio possa influenzare negativamente la performance aziendale.

3.1.2 L'impatto dell'indipendenza del CdA

Il Consiglio di amministrazione svolge un ruolo importante nel garantire il monitoraggio dell'operato del manager e ridurre i conflitti di agenzia che si generano tra manager e azionisti descritti nella teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Un altro ruolo importante del Consiglio di amministrazione riguarda la consulenza al top manager, legato allo svolgimento di attività importanti che prevedono collegamenti con il contesto aziendale esterno e competenze professionali specialistiche (ad esempio, pianificazione strategica). Quest'ultima responsabilità è associata ad attività esterne (ad esempio, incarichi di amministrazione esterni, posizioni esecutive o impegni politici) dei direttori e si basa sulla teoria della dipendenza dalle risorse (Pfeffer e Salancik, 1978).¹⁶¹ Nonostante queste teorie, i risultati consolidati della ricerca sono spesso inconcludenti su come il consiglio possa essere composto per aumentare il valore d'impresa (Dalton et al., 1998; Dalton et al., 1999).¹⁶² Una serie di codici di best practice globali sulla governance aziendale - come il Cadbury Committee Report del 1992, l'Higgs Report del 2003 e lo Smith Report dello stesso anno nel Regno Unito; il rapporto della NACD Blue Ribbon Commission del 2000 e il Sarbanes-Oxley Act del 2002 negli Stati Uniti; le Linee Guida sulla Corporate Governance della Borsa di Toronto del 1994 in Canada; il Rapporto Bosch australiano del 1995, i Principi di buona governance aziendale e raccomandazioni sulle migliori pratiche della

¹⁶¹ Volontè C., 2015, *Boards: Independent and committed directors?*, International Review of Law and Economics, Vol 41, p. 25.

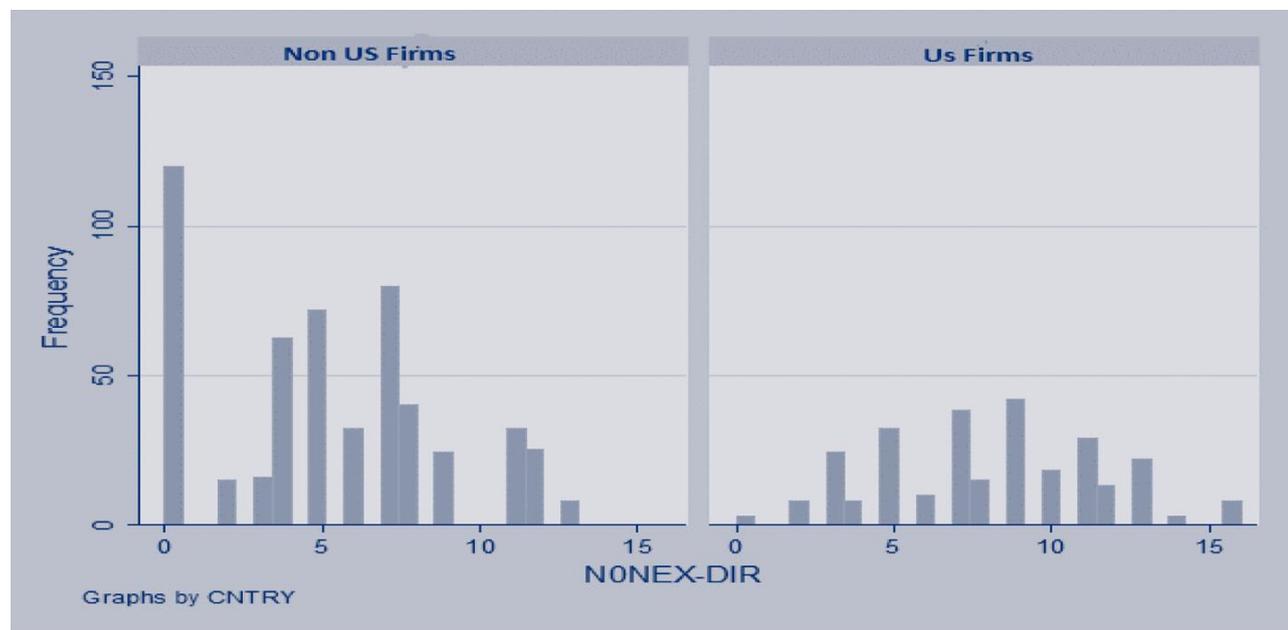
¹⁶² Si veda Jhon A., Pankaj C., 2018, *Board of director efficacy and firm performance variability*, Long Range Planning, Volume 51, Numero 6 , p. 911, che cita: Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L., Ellstrand, A.E., 1999. Number of directors and financial performance, a meta-analysis. Acad. Manag. J. 42, 674 e 686. Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L., 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. Strategic Manag. J. 19 (3), 269e290.

Borsa australiana (ASX) e CLERP 9 - sostenevano la riforma dei consigli di amministrazione a favore di membri del consiglio indipendenti.¹⁶³ Dal punto di vista empirico, il grado di indipendenza del consiglio porta a risultati positivi sulle performance delle imprese? I risultati delle ricerche sono contrastanti, ma forniscono delle interpretazioni interessanti per capire le origini e le motivazioni di tali differenze. Gli autori Muhammad Shaukat Malik e Durayya Debaj Makhdoom hanno utilizzato l'indipendenza del consiglio come meccanismo chiave per valutare la relazione tra il governo societario e il valore dell'impresa, nella loro ricerca sulle Società Fortune Global 500. Gli autori hanno analizzato la performance aziendale con tre variabili (Tobin's Q, Return on Assets e Stock Return) e per migliorare la robustezza del modello di ricerca, hanno aggiunto due variabili di controllo (Firm Size e Leverage). Lo studio esamina il rapporto tra governo societario e performance aziendale e dai risultati della ricerca si evince che, per quanto riguarda la variabile dell'indipendenza del consiglio, essa è correlata positivamente con la performance dell'impresa. Quindi, in conformità con le linee guida di quasi tutti gli organismi di regolamentazione, i risultati indicano che le società Fortune Global 500 sono state in grado di conformarsi ai requisiti degli amministratori indipendenti che vengono assunti nel consiglio di amministrazione selezionati dopo una ragionevole meritocrazia con enfasi sulle capacità, esperienza e competenza rilevanti degli amministratori, migliorando così la performance aziendale. Il numero minimo di amministratori non esecutivi nei consigli di amministrazione delle società statunitensi e non statunitensi è 0, ma il numero massimo di amministratori non esecutivi è maggiore nelle aziende statunitensi (16) rispetto alle aziende non statunitensi (13). La media dell'indipendenza del consiglio (numero di amministratori non esecutivi) per le imprese con sede negli Stati Uniti è 8,11, più elevata rispetto al valore medio di 5,18 per le aziende non statunitensi. Tuttavia, lo studio ha riscontrato un'elevata concentrazione di un numero pari a zero di amministratori indipendenti in caso di aziende non statunitensi, il che dimostra che

¹⁶³ Rashid A., 2018, Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh, Future Business Journal, vol 4, pag 35.

molte aziende non statunitensi del campione non avevano amministratori indipendenti nei loro Consigli di amministrazione, come risulta dalla figura 3.

Figura 3: Variabile dell'indipendenza del Consiglio di amministrazione rispetto al paese



Fonte: Malik M.S., Makhdoom D.D.,2016, Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies?, The international journal of business in society, VOL. 16 NO. 4, p. 763.

Secondo gli autori, l'adozione dei buoni meccanismi di governance deve necessariamente essere applicata dai leader del mercato, fondamentale per restare nella corsa dei top ranking mondiali. Tra i meccanismi di buona governance, viene adottato anche il numero di amministratori indipendenti consigliato da tutti gli organismi di autoregolazione. Tuttavia, lo studio ha rilevato che le aziende statunitensi sono più attente ai buoni meccanismi di governo societario rispetto alle loro controparti non statunitensi. Risultati simili, sono stati ottenuti dall'analisi del mercato del Ghana, meno sviluppato rispetto gli Stati Uniti, in Ghana dopo il catastrofico collasso di molte aziende operanti nel paese all'inizio degli anni 2000 la governance aziendale ha assunto un'importanza sempre maggiore negli ultimi vent'anni, testimoniando notevoli sviluppi a (Sarpong-Danquah et al.,

2018).¹⁶⁴ Gli autori Yakubu e altri¹⁶⁵, hanno analizzato l'impatto delle diverse variabili di governance sulle prestazioni aziendali in Ghana con dati di 30 aziende quotate in borsa negli anni 2008-2018, utilizzando parametri basati sul valore. Gli autori utilizzano il valore aggiunto economico (EVA), il valore aggiunto per gli azionisti (SVA) e il margine economico (EM) come misure della performance aziendale.¹⁶⁶ I risultati dello studio indicano che la presenza sia di amministratori interni che di amministratori esterni non esecutivi (NEDs) ha un impatto positivo e significativo sulla performance aziendale. Secondo gli autori questi risultati danno credito sia alla teoria della stewardship che a quella dell'agenzia. L'influenza positiva degli amministratori interni sulla performance aziendale è in linea con i principi della teoria della stewardship. Secondo questa teoria, i direttori interni, di solito fanno parte del team di gestione e hanno una profonda conoscenza delle operazioni dell'organizzazione, agiscono come amministratori delle risorse dell'azienda, dando priorità agli interessi dell'organizzazione e dei suoi azionisti, con l'obiettivo di massimizzare il valore a lungo termine. NEDs, essendo indipendenti e non direttamente coinvolti nella gestione quotidiana, dovrebbero rappresentare gli interessi degli azionisti fornendo supervisione e garantendo che i manager agiscano nel migliore interesse della società, riducendo i conflitti di interessi tra azionisti (i principali) e manager (gli agenti). Il significativo miglioramento delle prestazioni associato ai NEDs supporta l'idea che la loro presenza aiuta a mitigare i problemi dell'agenzia migliorando la trasparenza, responsabilità, impiegando le pratiche di governance

¹⁶⁴ Si veda Yakubu I.N., Kapusuzoglu A, Ceylan N.C., 2023, Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: evidence from value-based metrics, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 23, n. 3, p. 2, che cita Sarpong-Danquah, B., Gyimah, P., Afriyie, R.O. and Asiamah, A. (2018), "Corporate governance and firm performance: an empirical analysis of manufacturing listed firms in Ghana", *Accounting and Finance Research*, Vol. 7 No. 3, pp. 111-118.

¹⁶⁵ Yakubu I.N., Kapusuzoglu A, Ceylan N.C., 2023, Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: evidence from value-based metrics, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 23, N.3.

¹⁶⁶ Descrizione delle variabili tabella n.1:

EVA = reddito operativo netto dopo le tasse – costo medio ponderato del capitale * capitale investito

SVA = reddito operativo netto dopo le tasse – costo del capitale investito

EM = (flusso di cassa operativo – costo del capitale investito) / capitale investito

in Yakubu I.N., Kapusuzoglu A, Ceylan N.C., 2023, Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: evidence from value-based metrics, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 23, N. 3, p 9.

efficaci.

A conferma dei risultati precedenti sulla relazione positiva tra amministratori indipendenti e performance d'impresa, lo studio di Ben Kwame Agyei-Mensah¹⁶⁷ indaga se i consigli di amministrazione effettivi sono collegati all'efficienza degli investimenti nelle imprese quotate in borsa in Ghana, nel periodo 2014-2018. I risultati dimostrano che l'indipendenza del consiglio e gli esperti finanziari presenti nel consiglio di amministrazione sono negativamente correlati a una decisione di investimento. I risultati implicano che questi attributi del consiglio migliorano il monitoraggio manageriale e sono quindi considerati meccanismi di governance cruciali che garantiscono l'efficienza degli investimenti aziendali. I direttori indipendenti e gli esperti finanziari presenti nei consigli di amministrazione possono aiutare le aziende a ridurre investimenti eccessivi e migliorare l'efficienza degli investimenti. Questo risultato sostiene l'opinione secondo cui una maggiore competenza finanziaria nei consigli di amministrazione delle imprese migliora chiaramente la politica aziendale in materia di investimenti. Le decisioni di investimento delle imprese dei paesi emergenti come il Ghana sono importanti, non solo aiutano a migliorare la performance delle imprese, ma anche lo sviluppo economico dei vari paesi, perché secondo Allen (2005, p. 175) “assicurare che le economie emergenti dispongano di sistemi giuridici e istituzioni efficaci non è né necessario né sufficienti per garantire una buona performance economica”,¹⁶⁸ occorre una buona governance. L'implicazione dei risultati indica che le aziende con un consiglio d'amministrazione forte avranno manager che prendono decisioni di investimento in linea con le motivazioni degli azionisti, portando a una migliore performance aziendale. Secondo Jay Dahya e altri,¹⁶⁹ gli amministratori indipendenti possono fare una grande differenza, soprattutto nei paesi in cui la tutela legale degli azionisti è debole. Nel loro studio si indagano gli effetti della nomina di più

¹⁶⁷ Mensah B., 2021, *The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study*, The international journal of business in society, VOL. 21, Num. 4, pp. 569-586.

¹⁶⁸ Si veda Mensah B., 2021, *The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study*, The international journal of business in society, VOL. 21, Num. 4, p. 570, Che cita Allen, F. (2005), *Corporate governance in emerging economies*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21 No. 2, pp. 164-177.

¹⁶⁹ Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J., 2009, *Does Board Independence Matter in Companies with a Controlling Shareholder?*, Journal of Applied Corporate Finance , Volume 21, Numero 1, pp. 66-79.

amministratori indipendenti sugli sconti di valore delle società controllate da un azionista dominante, utilizzando i dati biografici di quasi 8.000 amministratori di 799 società distribuite in 22 paesi tra Europa, Asia e America. Gli autori hanno riscontrato una significativa correlazione positiva tra il valore aziendale e la frazione del Consiglio di amministrazione composta da amministratori indipendenti. I risultati mostrano che la nomina di amministratori senza legami con l'azionista di controllo possa essere un potente meccanismo per ridurre la minaccia di diversione di risorse e trasferimento di valore a danno degli azionisti di minoranza. Inoltre, hanno riscontrato che questa relazione è particolarmente pronunciata nei paesi che offrono agli investitori una protezione legale debole. Pertanto, in paesi come l'India, ad esempio, la nomina di consigli di amministrazione indipendenti può essere un efficace, anche se probabilmente non un sostituto completo, per rafforzare il sistema legale di un paese. Altri studi invece, riportano come risultati una associazione negativa tra l'indipendenza del consiglio e la performance aziendale. Lo studio effettuato da Afzalur Rashid¹⁷⁰ su 135 aziende quotate alla Borsa di Dacca utilizza misurazioni contabili e di performance di mercato, per analizzare se l'indipendenza del consiglio di amministrazione e la performance aziendale si influenzano a vicenda in un mercato emergente come il Bangladesh. Il risultato di questo studio dimostra che l'indipendenza del consiglio e la performance aziendale non si influenzano positivamente a vicenda. Ciò nonostante, sia opinione diffusa che gli amministratori esterni promuovano gli interessi degli azionisti in virtù delle loro responsabilità legalmente conferite e sebbene l'indipendenza del consiglio sia raccomandata in molti codici internazionali di best practice sul governo societario. Secondo l'autore ci sono molte ragioni dietro questi risultati. In primo luogo, si sostiene che gli insider sono gli amministratori più efficaci perché dispongono di maggiori informazioni sull'impresa rispetto agli outsider e quindi gli amministratori esterni devono fare affidamento su di loro per prendere decisioni (Finkelstein & Hambrick, 1996, p 225). Come affermato da Nicholson e Kiel (2007, p 588): "i direttori interni vivono nell'azienda che governano,

¹⁷⁰ Rashid A., 2018, *Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh*, Future Business Journal, Volume 4, Numero 1, pp. 34-49.

comprendono meglio il business rispetto ai direttori esterni e quindi possono prendere decisioni migliori”. Anche i direttori esterni sono limitati nella loro capacità di impartire comandi e istruzioni perché normalmente non hanno l’autorità formale per farlo (McNulty & Pettigrew, 1996). In secondo luogo, anche i nuovi membri esterni del consiglio proposti dai membri interni del consiglio possono avere rapporti con loro. Infine, molti amministratori esterni potrebbero non essere competenti per svolgere i compiti loro assegnati poiché molti di loro sono part-time e non dispongono di informazioni interne sull’azienda (Brennan, 2006).¹⁷¹

Uno studio su un paese occidentale come la Grecia effettuato da Zhou e altri (2018)¹⁷², considerato un mercato emergente tra i paesi europei, riporta risultati simili al paese in via di sviluppo precedentemente analizzato, esamina le caratteristiche dei consigli di amministrazione e come la formazione dei comitati di controllo sia associata alla performance aziendale. Usando un campione di aziende quotate alla Borsa di Atene nel periodo 2008-2012, gli autori scoprono che le aziende con consigli di amministrazione di grandi dimensioni hanno ottenuto risultati migliori, ma le aziende con membri del consiglio più indipendenti hanno ottenuto risultati mediocri. Secondo gli autori, il risultato che mostra l’indipendenza del consiglio di amministrazione associata negativamente alla performance aziendale, suggerisce che il ruolo consultivo dei consigli di amministrazione è più importante del ruolo di monitoraggio nelle economie emergenti. Ciò è coerente con la teoria della dipendenza delle risorse, secondo la quale avere più addetti ai lavori in un consiglio di amministrazione fornisce una leadership unificata e aiuta a prendere decisioni più prudenti (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997; Finkelstein e D’Aveni, 1994)¹⁷³. Nelle economie emergenti, i

¹⁷¹ Si veda Rashid A., 2018, *Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh*, Future Business Journal, Volume 4, Numero 1, pp. 34-49, che cita in ordine: Finkelstein, S., & Hambrick, D.C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effect on organization*. Minneapolis/St. Paul: West Publishing Company; Nicholson, G., & Kiel, G. (2007). *Can directors impact performance? A case based test of three theories of corporate governance*. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585–608; McNulty, T., & Pettigrew, A. (1996). *The contribution, power and influence of part-time board members*. *Corporate Governance: An International Review*, 3(2), 160–179; Brennan, N. (2006). *Boards of directors and firm performance: Is there an expectations gap?*. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (6), 577–593.

¹⁷² Zhou H, Owusu-Ansah S, Maggina A, 2018, *Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece*, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol 31, pp. 20–36.

¹⁷³ Si veda Zhou H, Owusu-Ansah S, Maggina A, 2018, *Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece*, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol 31, p. 36 che cita Davis, J. H.,

tradizionali problemi di agenzia sono legati al conflitto tra proprietari e manager, ma destano meno preoccupazione a causa della mancanza di separazione tra proprietà e controllo rispetto ai mercati sviluppati (Dharwadkar, George e Brandes, 2000).¹⁷⁴ Questi fattori suggeriscono che la relazione tra indipendenza del consiglio di amministrazione e performance aziendale nelle economie emergenti potrebbe essere diversa da quella del mondo sviluppato. Questi risultati sono coerenti con la letteratura sui mercati emergenti, che documenta una relazione negativa tra indipendenza del consiglio di amministrazione e performance aziendale in Cina e India (Singh e Gaur, 2009; Khosa, 2017).¹⁷⁵

Un'ulteriore prova sulla valutazione aziendale in un contesto sviluppato come l'Europa viene fornita da Fatma e Chouaibi (2023)¹⁷⁶ che indagano l'effetto dei meccanismi di corporate governance sul valore d'impresa nelle istituzioni finanziarie europee in quanto sono maggiormente regolamentate dal governo e dagli organismi internazionali a causa della loro elevata struttura di capitale e dell'immenso contributo economico a livello nazionale. Di conseguenza, dovrebbero massimizzare il valore e la performance della loro azienda poiché la salute dell'economia complessiva dipende dalla loro performance. Gli autori hanno utilizzando in questo studio un campione di 111 istituti finanziari di 12 paesi europei quotati in Borsa dal 2007 al 2019 e hanno misurato il loro valore aziendale utilizzando il rapporto valore di mercato/valore contabile (market-to-book ratio) calcolato dal database Thomson Reuters Eikon ASSET4. Dai risultati dello studio, gli autori hanno scoperto che le istituzioni finanziarie europee hanno un valore di mercato più elevato, il che indica che hanno

Schoorman, F. D., & Donaldson, L., 1997, *Toward a stewardship theory of management*, *Academy of Management Review*, 22, 20–47; Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A., 1994, *CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command*, *Academy of Management Journal*, 37, 1079–1108.

¹⁷⁴ Si veda Zhou H, Owusu-Ansah S, Maggina A, 2018, *Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece*, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol 31, p. 36, che cita Dharwadkar, R., George, G., & Brandes, P., 2000, *Privatization in emerging economies: An agency theory perspective*. *Academy of Management Review*, 25, 650–669.

¹⁷⁵ Singh, D. A., & Gaur, A. S., 2009, *Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India*. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, Num. 4, pp. 411–425; Khosa, A., 2017, *Independent directors and firm value of group-affiliated firms*. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol 25, Num 2, pp. 217–236.

¹⁷⁶ Fatma H.B., Chouaibi J., 2021, *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, *International Journal of Productivity and Performance Management* Vol. 72 No. 5, pp. 1392-1418.

un buon valore d'impresa e una capacità di generare maggiori profitti. Inoltre, i risultati suggeriscono che l'indipendenza del consiglio di amministrazione è correlata in modo insignificante al valore dell'impresa e un livello superiore percentuale di amministratori esterni non porta ad un migliore valore dell'impresa. Tale constatazione dimostra che la semplice presenza di amministratori indipendenti per soddisfare le esigenze formali dei modelli di governo societario non migliorano l'efficienza e il valore dell'impresa nei paesi europei.¹⁷⁷ Infine, nel contesto italiano delle società quotate, lo studio di Merendino e Melville (2019)¹⁷⁸ fornisce dei risultati sulla relazione negativa tra l'indipendenza del consiglio e il valore dell'impresa. Gli autori utilizzano un campione di società quotate italiane che adottano le migliori pratiche di corporate governance, società quotate nel segmento STAR nel periodo dal 2003 al 2015. Dai risultati si evince che, il consiglio di amministrazione, nonostante i presupposti della teoria dell'agenzia, non beneficia necessariamente di un numero elevato di amministratori indipendenti, piuttosto, una composizione più equilibrata del consiglio è vantaggiosa. A questo proposito, la percentuale di amministratori indipendenti ha un effetto positivo sulla performance aziendale per i livelli più bassi di indipendenti ed effetti negativi sulla performance aziendale per livelli più elevati di indipendenti. I risultati suggeriscono che i presupposti della teoria dell'agenzia nel contesto italiano necessitano di essere riconsiderati,¹⁷⁹ confermando che gli amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione svolgono un ruolo di primo piano, ma non è necessario che siano in numero maggiore rispetto ai dirigenti. Gli autori, interpretando questo risultato sollevano delle critiche circa la composizione del consiglio di

¹⁷⁷ Fatma H.B., Chouaibi J., 2021, *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management Vol. 72 No. 5, p. 1406.

¹⁷⁸ Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, The international journal of business in society, VOL. 19, Num. 3, pp. 508-551.

¹⁷⁹ Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, The international journal of business in society, VOL. 19, Num. 3, p. 509: "prior research on the performance of Italian companies (Melis, 2000; D'Onza, Greco and Ferramosca, 2014; Allegrini and Greco, 2013; Zona, 2014) has identified some conflicting results regarding the impact on firm performance of a range of board characteristics, including the board structure, the role of independent directors, the CEO leadership and ownership concentration". "Ricerche precedenti sulla performance delle imprese italiane (Melis, 2000; D'Onza, Greco e Ferramosca, 2014; Allegrini e Greco, 2013; Zona, 2014) hanno individuato alcuni risultati contrastanti riguardo all'impatto sulla performance aziendale di una serie di caratteristiche del consiglio, tra cui la struttura del consiglio, il ruolo degli amministratori indipendenti, la leadership dell'amministratore delegato e la concentrazione della proprietà."

amministrazione e il numero e la tipologia dei consiglieri che sono meno importanti della qualità e del potenziale contributo dei singoli individui, questo genera problemi sia per i regolatori che per gli investitori. Il legislatore italiano del 2005 ha esteso il voto di lista per i consigli di amministrazione delle società quotate per garantire che gli azionisti di minoranza possano nominare un proprio rappresentante nel consiglio. Gli autori trovano che gli amministratori di minoranza indipendenti, non sembrano avere alcun impatto sulla performance delle aziende. Ciò solleva la questione se siano sufficientemente potenti per proteggere gli interessi della minoranza e se questi amministratori siano inefficaci nel prevenire lo sfruttamento da parte dei maggiori azionisti. Evidenziate queste problematiche, gli autori suggeriscono che la legge italiana sulla corporate governance dovrebbe rafforzare le regole e l'efficacia degli amministratori di minoranza controllando se sono effettivamente in grado di impedire agli azionisti di maggioranza di espropriare benefici privati a scapito della minoranza. Anche gli investitori e i proprietari hanno un ruolo da svolgere nel garantire che gli amministratori indipendenti, in particolare, dovrebbero essere selezionati per la loro esperienza e forza di carattere.¹⁸⁰

¹⁸⁰ Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, *The international journal of business in society*, VOL. 19, Num. 3, p. 540.

3.1.3 L'influenza della diversità di genere

Una delle caratteristiche studiate della corporate governance, che ha attirato l'interesse dei ricercatori negli ultimi due decenni riguarda la diversità di genere dei consigli di amministrazione e dei team di top management. Nel 2018, le donne occupavano solo il 5,0% dei posti di amministratore delegato aziende Fortune 500 e il 21,3% dei posti nei consigli di amministrazione delle aziende Fortune 1000. Nonostante i recenti miglioramenti nell'uguaglianza di genere, il 50% delle aziende Russell 3000 ha ancora una o nessuna donna nei propri consigli di amministrazione.¹⁸¹ In Italia secondo le stime dell' european institute for gender equality i Membri del consiglio di amministrazione di grandi società (% , primo semestre del 2020) corrispondono al 37% per le donne e il 63% per gli uomini, rispetto alla media europea del 29% per le donne e 71% per gli uomini.¹⁸² In modo particolare gli studi collegano la leadership femminile ad una migliore reputazione e standard di responsabilità sociale più elevati (Webb, 2004; Brammer et al., 2009; Bear et al., 2010) o studi controversi sugli effetti della diversità di genere sulla redditività e sulla valutazione di mercato, con autori che trovano correlazioni positive tra diversità di genere e valore di mercato (Reinert et al., 2016), mentre altri mostrano una relazione negativa tra i due (Adams e Ferreira, 2009).¹⁸³

Recentemente, c'è stato un crescente interesse da parte della ricerca nel comprendere il ruolo svolto dalla composizione di genere del consiglio nelle imprese che gioca un ruolo importante nell'efficacia del consiglio stesso. L'argomento è diventato il focus centrale degli sforzi di

¹⁸¹ Baselga-Pascual L., Vähämaa E., 2021, *Female leadership and bank performance in Latin America*, Emerging Markets Review, Volume 48, Articolo Num. 100807, p. 1.

¹⁸² Indice sull'uguaglianza di genere nel 2020 in ITALIA, p. 4, disponibile su: https://eige.europa.eu/sites/default/files/documents/mhag20018ita_002.pdf

¹⁸³ Si veda Baselga-Pascual L., Vähämaa E., 2021, *Female leadership and bank performance in Latin America*, Emerging Markets Review, Volume 48, Articolo Num. 100807, p. 1. Che cita Webb, E., 2004. An examination of socially responsible firms' board structure. *J. Manag. Gov.* 8, 255–277; Brammer, S., Millington, A., Pavelin, S., 2009. Corporate reputation and women on the board. *Br. J. Manag.* 20, 17–29; Bear, S.E., Poost, C., Rahmam, N., 2010. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *J. Bus. Ethics* 97 (2), 207–221, come letteratura in tema di responsabilità sociale e reputazione; Reinert, R.M., Weigert, F., Winnefeld, C.H., 2016. Does female management influence firm performance? Evidence from Luxembourg banks. *Fin. Mkts. Portfolio Mgmt.* 30 (2), 113–136, articolo sulla correlazione positiva tra la diversità di genere e il valore di mercato; Adams, R.B., Ferreira, D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *J. Financ. Econ.* 94, 291–309, articolo sulla correlazione negativa tra diversità di genere e valore di mercato.

miglioramento della governance aziendale, invitando le aziende a nominare donne direttrici nei loro consigli di amministrazione (Adams e Ferreira, 2009).¹⁸⁴ Secondo uno studio di Gul A. e altri (2011),¹⁸⁵ la diversità di genere nel consiglio potrebbe migliorare la qualità delle discussioni del consiglio e aumentare la capacità del consiglio di fornire una migliore supervisione delle informative e delle relazioni dell'impresa. La diversità di genere potrebbe influenzare le informazioni sui prezzi delle azioni attraverso due miglioramenti nella governance del consiglio: aumentando il controllo sui manager che li rende più trasparenti e cambiando la natura e la dinamica delle deliberazioni del consiglio che spingono i membri del consiglio a prestare maggiore attenzione alle conseguenze delle loro decisioni. I risultati implicano che la diversità di genere migliora la trasparenza nelle grandi aziende principalmente incoraggiando maggiori informazioni specifiche per ciascuna azienda pubblica, ma nelle piccole imprese principalmente facilitando una maggiore raccolta di informazioni private. La letteratura supporta l'effetto della diversità di genere sulla divulgazione di informazioni specifiche sull'impresa e nel migliorare gli incentivi per la raccolta di informazioni private. Si scopre che i consigli di amministrazione con diversità di genere sono associati a delibere di qualità superiore e alla discussione di questioni difficili che sono spesso considerate sgradevoli dai consigli di amministrazione composti solo da uomini.¹⁸⁶ Da un lato, questa apertura a livello del consiglio di amministrazione incoraggia una maggiore divulgazione pubblica da parte dei manager, limitando lo sfruttamento delle informazioni private a proprio vantaggio. Ad un altro livello, un ambiente informativo più ricco incoraggia gli investitori a raccogliere informazioni private più specifiche sull'impresa riducendo i costi necessari. Entrambi questi effetti migliorano le informazioni del prezzo delle azioni. Le informazioni pubbliche rilevanti

¹⁸⁴ Benjamin S.J., Biswas P., 2019, Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality, *Accounting Research Journal* Vol. 32 No. 3, p. 454.

¹⁸⁵ Gul F.A., Srinidhi B., Anthony C., 2011, *Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?*, *Journal of Accounting and Economics* Volume 51, Numero 3 , p. 315.

¹⁸⁶ Gul F.A., Srinidhi B., Anthony C., 2011, *Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?*, *Journal of Accounting and Economics* Volume 51, Numero 3 , p. 315: "It finds that gender diverse boards are associated with higher quality board deliberations and discussion of tough issues that are often considered unpalatable by all-male boards (Stephenson, 2004; Clarke, 2005; Huse and Solberg, 2006; McNerney-Lacombe et al., 2008) as well as more effective board communication (Joy, 2008), which facilitates a greater diffusion of information from the board to investors."

sono incorporate nei prezzi delle azioni più velocemente, mentre le informazioni private raccolte da investitori informati vengono incorporate attraverso la negoziazione più lentamente. In uno studio su un campione che comprende 105 imprese spagnole non finanziarie dal 2013 al 2018, Paolo Saona e altri (2023)¹⁸⁷, analizzano la correlazione esistente tra una maggiore diversità di genere e la qualità degli utili di un'impresa, in un contesto di civil law in cui la contabilità aggressiva e il successivo deterioramento della qualità degli utili è più probabile che si verifichi in paesi con minore protezione per gli azionisti di minoranza. I risultati mostrano un impatto positivo e statisticamente significativo della diversità di genere nel consiglio di amministrazione sulla qualità degli utili, indicando che una composizione equilibrata dei consigli di amministrazione tra uomini e donne migliora la qualità degli utili delle aziende quotate ed è associata a resoconti finanziari più trasparenti e maggiori informazioni sugli utili. Informazioni finanziarie trasparenti e di alta qualità sono legate a buone pratiche di governance aziendale (Segui-Mas et al., 2018).¹⁸⁸ Lo studio supporta i risultati secondo cui la diversità di genere nei consigli di amministrazione può agire come meccanismo di governance aziendale, poiché dai risultati della ricerca si evince che i consigli di amministrazione equilibrati di genere sono direttamente associati alla qualità degli utili e alla trasparenza finanziaria. In un contesto diverso da quello europeo, uno studio sulle imprese pubbliche quotate nella Borsa indonesiana (IDX) realizzato da Salim Darmadi (2013),¹⁸⁹ al 31 dicembre 2007, includendo nel campione sia le imprese finanziarie che quelle non finanziarie, esamina la relazione tra la diversità di genere sul consiglio di amministrazione e la performance finanziaria delle società quotate indonesiane. Dall'analisi emerge che la presenza delle donne è negativa e influenza significativamente la performance aziendale, rappresentata dal ROA. Quando la q di Tobin viene utilizzata come

¹⁸⁷ Saona P., Muro L., San Martin P., McWay R., 2024, *Do board gender diversity and remuneration impact earnings quality? Evidence from Spanish firms*, Gender in Management: An International Journal Vol. 39 No. 1, pp. 18-51.

¹⁸⁸ Si veda Saona P., Muro L., San Martin P., McWay R., 2024, *Do board gender diversity and remuneration impact earnings quality? Evidence from Spanish firms*, Gender in Management: An International Journal Vol. 39 No. 1, p. 19, che cita Segui-Mas, E., Bolas-Araya, H.-M. and Polo-Garrido, F. (2018), "Assurance on corporate governance reports in Spain: towards an enhanced accountability or a new form of public relations?", Administrative Sciences, Vol. 8 No. 3, pp. 1-12.

¹⁸⁹ Salim Darmadi ,2013, *Do women in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia*, The international journal of business in society, Vol. 13, Num. 3, pp. 288-304.

indicatore della performance basata sul mercato, anche la percentuale di dirigenti donne mostra un'associazione negativa. Ciò implica che una percentuale più elevata di donne dirigenti tende ad appartenere ad aziende a basso rendimento. Le analisi dello studio rilevano che una percentuale più elevata di donne nel consiglio di amministrazione ha maggiori probabilità di essere assunte in imprese più piccole, che probabilmente sono aziende a controllo familiare. Le donne che occupano posti nei consigli di amministrazione di questo tipo di aziende, sono assunte in parte grazie ai legami di parentela con il fondatore o con l'azionista di controllo piuttosto che su competenze ed esperienze professionali. Inoltre, le aziende con un'elevata percentuale di donne nei consigli di amministrazione hanno asset significativamente più piccoli rispetto alle aziende con una bassa rappresentanza. Pertanto, le aziende più grandi sono considerate "più difficili" per le donne in termini di opportunità di lavoro nei consigli di amministrazione. Di tutt'altre conclusioni sono giunti gli autori Ramadan e Hassad, sullo studio dei meccanismi di governo societario sulla performance delle Aziende egiziane quotate alla Borsa egiziana (EGX)¹⁹⁰. Lo studio si basa sia sulla teoria dell'agenzia che sulla teoria della dipendenza dalle risorse per generare ipotesi verificabili e catturare i risultati empirici. Utilizza misure basate sulla contabilità [Return on Assets (ROA), Assets Utilization Ratio (AUR)], l'AUR (ricavi totali divisi per le attività totali) misura l'efficacia del management di un'impresa nell'impiegare le risorse dell'impresa in modo efficiente (Florackis, 2008)¹⁹¹ e la misura basata sul mercato sulla potenziale performance dell'impresa (Q di Tobin) su un campione di 211 aziende egiziane quotate nella Borsa egiziana (EGX) durante il periodo 2014-2016. I risultati mostrano che la diversità di genere nei consigli di amministrazione influisce positivamente sull'AUR in Egitto, contrariamente all'affermazione secondo cui le donne nei consigli di amministrazione influiscono negativamente sulle prestazioni

¹⁹⁰ Ramadan M.M., Hassan M.K., 2022, *Board gender diversity, governance and Egyptian listed firms' performance*, Journal of Accounting in Emerging Economies Vol. 12, Num. 2, pp. 279-299.

¹⁹¹ Ramadan M.M., Hassan M.K., 2022, *Board gender diversity, governance and Egyptian listed firms' performance*, Journal of Accounting in Emerging Economies Vol. 12, Num. 2, p. 287: "Questo proxy è stato ampiamente utilizzato in diversi studi per misurare la performance come indicazione della presenza di problemi/costi di agenzia (Ang et al., 2000; Singh e Davidson, 2003; McKnight e Weir, 2009). Tuttavia, AUR e ROA (misure basate sulla contabilità) possono essere soggetti a manipolazioni gestionale e quindi può essere distorto."

nei paesi in via di sviluppo (Nguyen et al., 2020).¹⁹²

Infine, un'analisi molto interessante sul rapporto che ha l'India con la diversità di genere nei consigli di amministrazione, dove il governo ha imposto alle società quotate di nominare almeno una donna direttrice nei loro consigli di amministrazione, è stata svolta da Edward R. Lawrence e altri (2023).¹⁹³ Lo studio mira a esaminare se l'intervento normativo volto a migliorare la diversità di genere nei consigli di amministrazione aiuta a mitigare i pregiudizi di genere nell'azienda e ad aumentarne il valore. Gli autori spiegano che a causa delle differenze sociali, economiche e culturali tra gli stati dell'India, gli attriti dovuti ai pregiudizi di genere sono più acuti in alcuni stati rispetto ad altri. Ciò, a sua volta, può essere associato a una maggiore inerzia nelle aziende con sede in stati con maggiori attriti nel cambiare la composizione ottimale del consiglio in assenza di interventi regolamentari. Gli autori notano una reazione del mercato significativamente più alta del 7,71% sull'annuncio dell'aggiunta di donne direttrici qualificate e non affiliate in aziende con sede in stati con maggiori pregiudizi di genere, rispetto alla reazione del mercato per le loro controparti maschili. Al contrario, per gli stati con minori distorsioni di genere, la differenza nella reazione del mercato tra l'aggiunta di annunci di direttori uomini e donne qualificati e non affiliati è statisticamente insignificante. Inoltre, gli autori trovano una reazione del mercato significativamente positiva all'annuncio dell'aggiunta di donne direttrici nei consigli di amministrazione delle società. Tuttavia, questa reazione positiva è limitata alle aziende che rispondono con lo spirito giusto nel nominare amministratori donne non affiliate e qualificate, non semplicemente una vetrina nominando amministratori donne che non hanno il background rilevante e che sono affiliati alla famiglia fondatrice. Nel test empirico viene considerato l'allestimento di "vetrine" sulla base della qualifica degli amministratori, laddove gli amministratori senza un background rilevante sono considerati

¹⁹² Si veda Ramadan M.M., Hassan M.K., 2022, *Board gender diversity, governance and Egyptian listed firms' performance*, Journal of Accounting in Emerging Economies Vol. 12, Num. 2, p. 245.

che cita Nguyen, T., Ntim, C. and Malagila, J. (2020), "*Women on corporate boards and corporate financial and non-financial performance: a systematic literature review and future research agenda*", International Review of Financial Analysis, Vol. 71, Num. 101554.

¹⁹³ Lawrence E.R., Mehul Raithatha M., 2023, *Gender bias, board diversity, and firm value: Evidence from a natural experiment*, Journal of Corporate Finance, Vol 78, Num. 102349.

incarichi di facciata. A differenza dei risultati relativi al campione complessivo, i risultati mostrano una reazione del mercato negativa, anche se insignificante, per le donne dirigenti non qualificate. Al contrario, le aziende che rispondono in modo appropriato alla legge del governo (imponendo alle società quotate di nominare almeno una donna nei loro consigli di amministrazione) con l'aggiunta di direttori donne qualificate, sono fortemente ricompensate dal mercato attraverso un CAR (cumulative abnormal return) significativamente positivo 2,7% su una finestra di tre giorni (da -1 a +1) sugli annunci di aggiunte. Questa reazione del mercato è molto più ampia rispetto ad una reazione insignificante del mercato pari allo 0,20% per l'aggiunta di amministratori uomini qualificati. Dai risultati dello studio si osserva che le nomine di direttrici non affiliate e qualificate sono anche associate a un miglioramento della Q di Tobin e la loro presenza nel consiglio di amministrazione suggerisce potenziali modi in cui tali direttrici potrebbero contribuire al valore dell'azienda. L'aumento del valore aziendale è in gran parte limitato alle aziende che hanno sede centrale negli stati con gravi pregiudizi di genere, inoltre le aziende situate in stati ad alto pregiudizio hanno una maggiore probabilità di includere le loro donne direttrici non di facciata nei comitati di audit, remunerazione e di nomina. Ciò suggerisce che la legge del governo che prevede di aggiungere donne direttrici ai consigli di amministrazione delle società quotate può aiutare ad alleviare i pregiudizi di genere.

3.1.4 L'incidenza del Ceo nel ruolo di Presidente del CdA

Come descritto nel paragrafo dedicato alla tematica della dualità del CEO nel capitolo precedente, nelle ricerche empiriche l'approccio teorico su cui basare le ipotesi da valutare è caratterizzato da due scuole di pensiero, la teoria dell'agenzia in contrapposizione con le teorie della dipendenza delle risorse e della stewardship. La teoria dell'agenzia sostiene che gli interessi degli azionisti richiedono protezione attraverso la separazione dei ruoli di presidente del consiglio di amministrazione e

amministratore delegato. Secondo la teoria dell'agenzia, il consiglio di amministrazione deve supervisionare la gestione per garantire che la direzione agisca nel miglior interesse degli azionisti. Quando il Presidente del CdA è anche l'amministratore delegato, sorge il conflitto di interessi. Quindi, i costi di agenzia aumentano a causa della dualità. Secondo la teoria della stewardship, tuttavia, le aziende con la dualità del CEO presenta alcuni importanti vantaggi rispetto alle loro controparti. Il CEO che ricopre il ruolo di Presidente del CdA stabilisce una forte leadership e fornisce migliori orientamenti strategici per l'impresa. Di conseguenza, gli azionisti beneficiano della dualità del CEO. Le prove sulla relazione tra dualità del CEO e performance aziendale sono contrastanti. Mentre alcuni studi hanno scoperto che esiste una relazione positiva tra le due variabili, altri hanno trovato una relazione inversa.¹⁹⁴

Lo studio di Sandra Alves (2021),¹⁹⁵ si basa sulla teoria dell'agenzia per esaminare la relazione tra la dualità del CEO e qualità degli utili nelle società Portoghesi non finanziarie quotate in borsa, che, a differenza di altri paesi europei, dove la maggior parte delle aziende separa le posizioni di amministratore delegato e presidente (ad esempio Regno Unito, Austria, Germania, Danimarca e Finlandia), le società quotate portoghesi presentano una percentuale maggiore di consigli di amministrazione a struttura duale (Heidrick e Struggles, 2011).¹⁹⁶ Infatti, la dualità del CEO è osservata nella maggioranza (59,1%) delle società quotate portoghesi analizzate, nonostante sia considerato un ostacolo al buon governo societario. L'autrice esamina se l'associazione tra la qualità degli utili e la presenza del dualismo CEO è influenzato dalla proporzione di amministratori indipendenti nel consiglio. Dai risultati si evince che la struttura dualistica del CEO intensifica il problema dell'agenzia (minore qualità degli utili). Nello specifico, i risultati suggeriscono che la dualità del CEO influisce negativamente sulla qualità degli utili, inoltre i risultati mostrano che il

¹⁹⁴ Joe Ueng C.J., Vinita Ramaswamy V., 2019, *Do firms with dual chief executive officers perform better than their counterparts?*, The Journal of Corporate Accounting & Finance, vol 30, n. 2, p. 13

¹⁹⁵ Alves S., 2023, *CEO duality, earnings quality and board independence*, Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 21, No. 2, pp. 217-231.

¹⁹⁶ Si veda Alves S., 2023, *CEO duality, earnings quality and board independence*, Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 21, No. 2, pp. 218, che cita: Heidrick and Struggles, 2011, "Challenging board performance", European corporate governance report.

livello del consiglio l'indipendenza ha un effetto positivo moderato sulla qualità degli utili in presenza della dualità del CEO. Pertanto, l'autrice suggerisce che la presenza di amministratori indipendenti è efficace nell'aumentare la qualità degli utili in presenza della dualità del CEO, condizione importante da inserire che i legislatori dovrebbero considerare nel contesto Portoghese per migliorare la governance aziendale e aumentare le performance delle imprese. Il linea generale le norme e le regole dei codici di autoregolamentazione suggeriscono la separazione dei ruoli tra CEO e Presidente del CdA, ma, secondo autori Bahaaeldin Samir Allam (2018),¹⁹⁷ le norme sulla governance dovrebbero essere più flessibili da comprendere esigenze specifiche dell'impresa e i cambiamenti quotidiani del contesto imprenditoriale. L'adozione di norme più severe non significa che i regolatori debbano stabilire un'unica struttura di governance e obbligare le imprese a seguire tale struttura. Difatti, ci sono realtà come le imprese con alta concentrazione proprietaria che possono trarre beneficio dalla dualità del CEO come dimostrano gli studi di Ho e altri (2020)¹⁹⁸, che esaminano la relazione tra azionariato di grandi dimensioni e governance del consiglio di amministrazione nelle imprese, utilizzando un set di dati dal 2006 al 2011 attraverso il database sulle società del Giornale economico di Taiwan (TEJ), comprendente società pubbliche taiwanesi. Un vantaggio del contesto taiwanese è che esiste una percentuale considerevole di proprietà familiare, istituzionale e nazionale. Nello specifico, viene esaminato come le proprietà familiari e istituzionali (nazionali rispetto a quelle straniere; attive rispetto a quelle passive) influiscono sul consiglio di amministrazione. Le prove indicano che una maggiore proprietà familiare è associata una maggiore probabilità di dualità del CEO. Coerentemente con l'ipotesi dell'Advisory Board, nel consiglio di amministrazione risalta un predominio dell'attività consultoria rispetto al monitoraggio, in cui i proprietari beneficiano maggiormente dalla consulenza strategica fornita dal consiglio piuttosto che dal suo monitoraggio, dal momento che una maggiore proprietà familiare è associata

¹⁹⁷ Allam B.S., 2018, *The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence*, The International Journal of Business and Society, VOL. 18, NO. 6, p. 1170.

¹⁹⁸ Hoa J., Huang C.J., Karuna C., 2020, Large shareholder ownership types and board governance, Journal of Corporate Finance, Vol. 65, N. 101715, pp. 2-17.

a una minore asimmetria informativa e quindi a un minore monitoraggio del consiglio di amministrazione. Un ruolo combinato di CEO e presidente favorisce anche la creazione di un comitato consultivo poiché è probabile che il CEO sia più disposto a condividere informazioni che il consiglio può utilizzare per consigliare il management.¹⁹⁹ Gli autori per sostenere che le aziende con una maggiore proprietà familiare beneficiano di un comitato consultivo, provano che la produzione di innovazione, misurata come numero di brevetti e citazioni, è più elevata per un dato livello di input di innovazione, misurato come livello di spesa in ricerca e sviluppo. Grazie allo stretto coinvolgimento dei proprietari familiari nelle operazioni aziendali e quindi alla capacità di monitorare la gestione in modo efficace, i proprietari beneficiano maggiormente dalla consulenza strategica fornita dal consiglio piuttosto che dal suo monitoraggio.

Gli autori, nel caso di proprietà istituzionale, si basano sulla teoria delle istituzioni miopi, per spiegare come, i proprietari istituzionali tendano ad essere miopi perché i gestori di fondi istituzionali vengono valutati e remunerati in base alla performance annuale o anche trimestrale. Di conseguenza, si presume che i loro investimenti saranno basati su orizzonti di breve termine (Woolridge, 1988)²⁰⁰. A causa dell'adozione di un orizzonte a breve termine, i proprietari istituzionali in genere non hanno familiarità con il concetto di operazioni aziendali quotidiane, e quindi vi è un'elevata asimmetria informativa che porta i proprietari istituzionali a richiedere un maggiore monitoraggio del consiglio attraverso una maggiore rappresentanza esterna del consiglio di amministrazione e ruoli separati di amministratore delegato e presidente per proteggere le loro partecipazioni. Per questo motivo gli autori assumono che in questa situazione il monitoraggio domini il ruolo consultivo del consiglio perché i proprietari istituzionali sono più interessati a proteggere le loro partecipazioni in prima istanza. Inoltre, è concepibile che i proprietari istituzionali

¹⁹⁹ Hoa J., Huang C.J., Karuna C., 2020, Large shareholder ownership types and board governance, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 65, N. 101715, p 2.

²⁰⁰ Si veda Hoa J., Huang C.J., Karuna C., 2020, *Large shareholder ownership types and board governance*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 65, N. 101715, pp. 2 che cita, Drucker, P., 1986. A crisis of capitalism. *Wall Street J*, vol 32.; Woolridge, J.R., 1988. Competitive decline: is a myopic stock market to blame? *J. Appl. Corp. Finance*, Vol. 1, Num.1, 26–36.

abbiano la capacità di prendere decisioni strategiche senza chiedere il parere dei consigli di amministrazione. Infine, gli autori Ueng e Ramaswamy (2019)²⁰¹ nel loro studio sul rapporto tra dualità del CEO e la performance finanziaria dell'impresa, utilizzando i rendimenti azionari di un campione totale di 3.068 aziende, rispetto all'indice S&P 500 e al settore come proxy della performance finanziaria dell'impresa, indicano che non vi è alcuna significatività relazione tra la dualità del CEO e la performance finanziaria nel breve periodo. Tuttavia, anche in questo studio, le prove sostengono che le aziende con dualità del CEO, in media, ottengono risultati migliori delle loro controparti nel lungo periodo.

3.1.5 La struttura proprietaria

Analizzando la struttura proprietaria delle imprese ci si domanda quale struttura sia ottimale per garantire un incremento del valore dell'impresa. La letteratura in materia suggerisce che l'assetto proprietario è uno dei principali meccanismi di governo societario che influenzano la portata dei costi di agenzia di un'impresa. In questo paragrafo verranno analizzati vari tipi di strutture proprietarie e le loro relazioni con la performance aziendale, attraverso lo studio di Ichiro Iwasaki e altri (2022)²⁰². Sulla base del citato studio, ai fini del presente lavoro, le seguenti quattro categorie di proprietà sono meritevoli di approfondimento: lo Stato, gli investitori istituzionali nazionali, gli investitori nazionali esteri e i manager. Lo Stato, in quanto proprietario di un'impresa, tende ad avere un impatto negativo sulla performance delle imprese in cui investe principalmente per i seguenti quattro motivi (Lin et al.,

²⁰¹ Joe Ueng C.J., Vinita Ramaswamy V., 2019, *Do firms with dual chief executive officers perform better than their counterparts?*, The Journal of Corporate Accounting & Finance, vol 30, n. 2, p. 13

²⁰² Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, *Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China*, Economic Systems, Vol. 46, Num.100945.

2020): in primo luogo, le imprese statali sono spesso eccessivamente afflitte da vari gruppi di interesse, inclusi il governo, i manager e i dipendenti, che trattano le aziende come una sorta di proprietà di dominio pubblico, gestendole in modo negligente, comportamento che ne danneggia il valore (Jefferson, 1998), questo fenomeno viene definito “tragedy of the commons.” In secondo luogo, lo Stato tende a dare priorità agli obiettivi politici (inclusa la fornitura di servizi pubblici, il mantenimento di tassi di occupazione elevati e la protezione di industrie e comunità specifiche) rispetto agli obiettivi dell’impresa (Estrin e Perotin, 1991; Shleifer e Vishny, 1994), che fa sì che le imprese statali si allontanino dal percorso e dall’obiettivo della massimizzazione del profitto. In questa circostanza, lo Stato persegue la massimizzazione del benessere sociale (Shirley e Walsh, 2000) oppure sottovaluta il perseguimento di vantaggi personali da parte dei politici (Shleifer e Vishny, 1998). In entrambi i casi, lo Stato non sostiene solo i costi di agenzia ma anche i costi politici legati alla copertura dei sussidi e delle tangenti pagati ai manager delle aziende per convincerli ad accettare gli obiettivi politici (Shleifer e Vishny, 1994; Qian, 1996). In terzo luogo, il problema dell’agenzia, che comunemente si presenta in presenza di grandi azionisti, può essere ancora più grave per le imprese statali a causa del conflitto di interessi che si crea tra lo Stato e gli investitori privati e della limitata capacità dello Stato di monitorare gestione. In quarto luogo, le imprese statali sono spesso afflitte dalla burocrazia e da elevata asimmetria informativa tra il top management e lo Stato, che rende le imprese statali più vulnerabili a vari problemi, tra cui la mancanza di trasparenza nel processo decisionale processo relativo alla gestione aziendale e all’aumento dei costi di monitoraggio, che possono cospirare per compromettere le prestazioni aziendali (Groves et al., 1994; Huang et al., 2017).²⁰³ Per questi motivi, la proprietà statale ha un effetto negativo sulla performance delle imprese, non solo nei mercati emergenti in generale, ma anche in altri paesi. Infatti, i risultati delle analisi eseguite dagli autori, individualmente per gli Stati membri dell’Europa orientale, Russia e Cina, confermano le evidenze scientifiche degli studi precedenti.

²⁰³ Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, Ownership structure and firm performance in emerging markets: *A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China*, Economic Systems, Vol. 46, Num.100945, p.3.

La proprietà istituzionale composta da investitori nazionali, è la seconda tipologia analizzata dallo studio di Ichiro Iwasaki e altri (2022), questa categoria di proprietari esercita un impatto positivo sulla performance dell'impresa, spinta da un forte interesse a recuperare i propri investimenti e a ottenere rendimenti equi, è motivata a lavorare di più per disciplinare i manager nelle aziende in cui investono. In particolare, lo sono i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i fondi di investimento e altri investitori istituzionali nazionali responsabili della tutela del patrimonio loro affidato e tendono a porre particolare enfasi sul potenziale di crescita delle imprese in cui investono. Sono noti per svolgere un ruolo importante nelle attività di governo e gestione delle imprese partecipate attività di monitoraggio aggressive e sistematiche (Ferreira e Matos, 2008)²⁰⁴. Tuttavia, non si può escludere la possibilità che anche gli investitori nazionali potrebbero dare priorità ai propri interessi nel perseguimento di profitti da altre operazioni commerciali, avendo l'interesse rivolto verso altre operazioni commerciali. Questo è il motivo per cui la presenza di investitori nazionali non implica necessariamente un impatto positivo sulla performance delle imprese di loro proprietà (Ferreira e Matos, 2008; Iwasaki e Mizobata, 2018). Gli investitori istituzionali stranieri che si assumono il rischio di trasferire i propri fondi oltre confine per investire sono più fortemente motivati di altri a massimizzare i rendimenti sui propri investimenti. Naturalmente questo tipo di imprenditori tende ad essere particolarmente sensibile alla performance delle imprese in cui investono. Inoltre, poiché gli investitori istituzionali esteri hanno maggiori probabilità di subire una maggiore asimmetria informativa rispetto agli investitori istituzionali nazionali, cercano di evitarla attraverso un attento monitoraggio del top management ed esprimendo apertamente le proprie opinioni sullo stato dei sistemi di governo societario (Aggarwal et al., 2011).²⁰⁵ In uno studio svolto nel contesto istituzionale in Siria, caratterizzato dalla

²⁰⁴ Si veda ²⁰⁴ Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, *A comparative meta-analysis of East European EU member states*, Russia and China, *Economic Systems*, Vol. 46, Num.100945, p. 3, che cita Ferreira, M.A., Matos, P., 2008. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *J. financ. econ.* 88 (3), 499–533.

²⁰⁵ Si veda Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, *A comparative meta-analysis of East European EU member states*, Russia and China, *Economic Systems*, Vol. 46, Num.100945, p. 3, che cita Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., Matos, P., 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *J. Financ. Econ.* 100 (1), pp. 154–181.

mancanza di responsabilità, da un quadro giuridico debole e da una scarsa protezione, gli autori Zukaa Mardnly e altri (2018)²⁰⁶ analizzano l'impatto delle disposizioni aggregate e individuali di governo societario sulla performance aziendale di tutte le società quotate alla Borsa di Damasco (DSE) per il periodo tra il 2011 e il 2015. I risultati mostrano che l'impatto significativo della struttura proprietaria sulla performance aziendale è causato dalla proprietà straniera e non della concentrazione della proprietà. Ciò indica che la proprietà straniera contribuisce positivamente alla performance aziendale. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che gli investitori istituzionali stranieri vadano ad investire in Siria con le loro pratiche consolidate di governance aziendale che riducono significativamente il problema di agenzia e risolvono le restanti preoccupazioni delle parti interessate. Si è riscontrato che la proprietà straniera ha un effetto positivo sugli aspetti correlati alla performance dei dividendi nei paesi in via di sviluppo (Bokpin, 2011).²⁰⁷ Ciò suggerisce che l'impatto degli investitori stranieri sulla performance delle imprese è positivo, soprattutto nei paesi in via di sviluppo dove le strutture legate al mercato sono ancora relativamente nuove. Per quanto riguarda infine la proprietà manageriale, Boubaker et al. (2012)²⁰⁸, sostiene che la proprietà manageriale è utile per allineare gli incentivi dei manager con quelli degli azionisti. Secondo l'ipotesi di allineamento, i manager che detengono azioni della propria azienda tendono a condividere un interesse comune con gli azionisti ordinari, in modo da gestire la propria azienda in modo da massimizzare il valore della stessa, contribuendo così positivamente alla performance dell'azienda. Tuttavia, secondo l'ipotesi di radicamento, quando i manager detengono azioni della propria azienda, le cose potrebbero diventare più difficili per gli azionisti o il consiglio di

²⁰⁶ Zúkaa Mardnly, Sulaiman Mouselli, Riad Abdulraouf, 2018, *Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria*, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 11 No. 4, pp. 591-607.

²⁰⁷ Si veda Zúkaa Mardnly, Sulaiman Mouselli, Riad Abdulraouf, 2018, *Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria*, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 11 No. 4, p. 604, che cita Bokpin, G.A. (2011), "Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana stock exchange", Journal of Applied Accounting Research, Vol. 12 No. 1, pp. 61-73.

²⁰⁸ Si veda Tayachi T, Hunjra A. I., Jones K, Mehmood R., Al-Faryan M., 2023, *How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm?*, Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 21, No. 3, p. 732, che cita Boubaker, S., Nguyen, B.D. and Nguyen, D.K. (2012), *Corporate Governance: Recent Developments and New Trends*, Springer Science and Business Media.

amministrazione di esercitare un'influenza significativa sullo status e sui guadagni dei manager, che a loro volta potrebbero motivare i dirigenti aziendali a comportarsi in modo opportunistico, minando gravemente il valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976; Stulz, 1988; Lins, 2003; Iwasaki e Mizobata, 2020). Pertanto, la proprietà manageriale può incidere in entrambe le direzioni, e i ricercatori concordano sull'effetto misto che può avere sulla performance aziendale.²⁰⁹ In ultima analisi, gli studi sulla concentrazione della proprietà sono contrastanti, Jensen e Meckling (1976) hanno suggerito che la concentrazione della proprietà ha un effetto positivo sulla performance perché allevia il conflitto di interessi tra proprietari e gestori. La visione opposta della struttura proprietaria dirige l'attenzione sugli effetti del problema dell'agenzia risultante dalla combinazione di concentrazione proprietà e controllo proprietario, Questa combinazione consente agli azionisti di controllo di estrarre privati benefici dall'impresa a scapito degli azionisti di minoranza (Fama & Jensen, 1983).²¹⁰ Secondo lo studio di Thomsen e altri (2006),²¹¹ esaminando la relazione tra la proprietà dei blockholder e i valori delle più grandi aziende dell'Unione Europea e degli Stati Uniti, hanno scoperto che la proprietà dei blockholder non ha alcun effetto sistematico sulla performance, ma, questi risultati potrebbero non essere applicabili in particolare all'Europa continentale, dove la concentrazione della proprietà è tipicamente più elevata, il livello di protezione degli investitori è inferiore e i blockholder influenti possono avere degli obiettivi diversi rispetto la creazione di valore per gli azionisti. Nell'Europa continentale trovano un'associazione negativa tra la proprietà dei blockholder e il valore dell'impresa o i rendimenti contabili nel periodo successivo. Un'ulteriore analisi rivela che questa associazione è significativa solo per le società con alti livelli iniziali di proprietà di blockholder (>10%). Questo risultato può essere interpretato come prova di conflitti di

²⁰⁹ Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, *A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China*, Economic Systems, Vol. 46, Num.100945, p. 3.

²¹⁰ Arosa B., Iturralde T., Maseda A., 2010, *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*, Journal of Family Business Strategy, Vol. 1, N. 2, p. 88.

²¹¹ Thomsen S., Pedersen T., Kvist H.K., 2006, *Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems*, Journal of Corporate Finance, vol.12, pp. 246– 269.

interesse tra i possessori di blocchi e investitori di minoranza. La percentuale di proprietà dei blockholder nell'Europa continentale potrebbe essere troppo alta dal punto di vista del valore per gli azionisti di minoranza. Ciò non indica che i grandi proprietari non svolgano un ruolo prezioso nelle imprese europee ma, a quanto pare, la proprietà dei blockholder nell'Europa continentale tende a superare il livello che massimizza il valore dell'impresa dal punto di vista di investitori di minoranza. I maggiori benefici privati del controllo potrebbero essere uno dei motivi per cui gli azionisti blockholder storici come famiglie, governi, banche o gruppi imprenditoriali mantengono le loro azioni (Bebchuck e Roe, 1999).²¹² In uno scenario probabile per il futuro della corporate governance europea, come previsto nel piano d'azione dell'UE sul governo societario (Commissione europea, 2003), si potrebbe assistere ad un rafforzamento dei diritti degli azionisti di minoranza. Ciò implicherebbe una riduzione dei benefici privati del controllo dei Blockholder europei e una maggiore tendenza a diversificare la proprietà. Tali cambiamenti possono portare nel breve termine alla riduzione della proprietà dei blockholder accompagnata da aumenti del valore delle azioni delle imprese.

Infine, l'autore Christian Andres (2008),²¹³ analizza un set dettagliato di 275 società tedesche quotate dal 1998 al 2004, con riferimento alle imprese familiari. I risultati indicano che le aziende familiari con una grande concentrazione proprietaria sono effettivamente più redditizie rispetto le società con una struttura azionaria dispersa e altre società con azionista di controllo. Ciò porta alla conclusione che le famiglie riescono a bilanciare i due problemi di agenzia a cui sono esposti gli azionisti di minoranza (conflitti proprietario-manager da un lato ed espropriazione degli azionisti di minoranza da parte di un azionista di controllo dall'altro lato).

²¹² Si veda Thomsen S., Pedersen T., Kvist H.K., 2006, *Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems*, Journal of Corporate Finance, vol.12, pp. 266, che cita Bebchuck, L., Roe, M., 1999. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. Stanford Law Review 52 (1), 127– 170.

²¹³ Andres C., 2008, *Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership*, Journal of Corporate Finance, Volume 14, Numero 4 , pp. 431-445.

Tuttavia, va notato che la proprietà familiare non è necessariamente la struttura organizzativa ottimale per tutte le aziende. Ad esempio, le imprese familiari sono difficilmente presenti nei settori ad alta intensità di capitale. In questi casi, la proprietà della famiglia potrebbe anche essere dannosa per la performance aziendale poiché il desiderio della famiglia di mantenere il controllo potrebbe ostacolare l'accesso a fondi esterni. Tuttavia, delle tematiche di corporate governance delle imprese familiari si parlerà più diffusamente nel prossimo paragrafo.

3.1.6 Le imprese a conduzione familiare

Lo scopo di questo paragrafo è capire se le aziende a conduzione familiare ottengono dei risultati migliori in termini di incremento di valore d'impresa rispetto le aziende non a conduzione familiare e se le potenziali differenze di performance tra i due gruppi possono essere attribuite all'assetto proprietario delle imprese. Sebbene siano state condotte ricerche approfondite sulle aziende a controllo familiare, la questione se le strutture proprietarie concentrate della famiglia aumentino o diminuiscano il valore dell'impresa rispetto a una struttura proprietaria diversificata rimane in gran parte senza risposta.

Nell'articolo di Pukthuanthong e altri (2013)²¹⁴, gli autori analizzano un campione di aziende quotate nella borsa di Toronto, Toronto Stock Exchange (TSX), tra il 1999 e il 2007, ed esaminano se le aziende a conduzione familiare hanno prestazioni migliori rispetto le aziende non a conduzione familiare e se le potenziali differenze di performance tra i due gruppi possono essere attribuite all'assetto proprietario delle imprese. Per distinguere e definire imprese familiari, gli autori si

²¹⁴ Pukthuanthong I., Walker T.J., Thiengtham D.N., Du H., 2013, *Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada*, International Journal of Managerial Finance, Vol. 9 No. 1, pp. 13-48.

basano sulle caratteristiche utilizzate da Villalonga e Amit (2006)²¹⁵, in cui il maggiore azionista è la famiglia fondatrice e detiene più del 20% delle azioni in circolazione, o l'amministratore delegato e/o il presidente del consiglio di amministrazione provengono dalla famiglia fondatrice. Dalle analisi del valore dell'impresa misurato come Q di Tobin e ROA sulla base dell'utile netto o dell'EBITDA, gli autori hanno riscontrato, ingenerale che le aziende familiari superano le loro controparti non familiari sulla base della Q di Tobin, tuttavia, se la quota di proprietà familiare aumenta, il valore dell'impresa diminuisce, quindi all'aumentare della percentuale della proprietà familiare la Q di Tobin diminuisce. Inoltre, il rendimento medio del patrimonio nelle aziende familiari è notevolmente elevato rispetto a quello delle imprese non familiari, basato sull'utile netto o sull'EBITDA. In secondo luogo, vengono esaminati se i meccanismi di rafforzamento del controllo contribuiscono al valore dell'impresa, come le azioni dual-class. I risultati mostrano che i meccanismi di rafforzamento del controllo aggiungono valore alle aziende canadesi. Nello specifico, dall'analisi empirica si riscontra una relazione significativa e positiva tra la presenza dei meccanismi di miglioramento del controllo e sia della Q di Tobin che del ROA. Tuttavia, se la famiglia controllante detiene diritti di voto eccessivi, sia la Q di Tobin che il ROA diminuiscono drasticamente. Prima di analizzare l'ultimo aspetto occorre fare una precisazione sulle misure utilizzate per determinare il valore delle imprese, gli autori scoprono che i coefficienti di molte variabili esplicative, come l'età dell'impresa, hanno segni opposti nelle regressioni della Q di Tobin e del ROA. Alcune di queste differenze possono probabilmente essere attribuite alle diverse caratteristiche di Q di Tobin e del ROA. Ad esempio, si sostiene spesso che la Q di Tobin sia una misura lungimirante del valore dell'azienda e che il ROA sia una misura retrospettiva della redditività e della produttività di un'azienda. In quanto tale, la Q di Tobin rappresenta anche un indicatore delle opportunità di crescita futura di un'azienda. Pertanto, quando un'impresa è più matura, le sue opportunità di crescita futura tendono a essere minori, portando a una relazione

²¹⁵ Villalonga, B. and Amit, R., 2006, *How do family ownership control and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics, Vol. 80 No. 2, pp. 385-417.

negativa tra l'età dell'impresa e la Q di Tobin. Gli autori analizzano le ripercussioni dei conflitti di agenzia sul valore dell'impresa e trovano che il problema di agenzia I tra manager e azionisti è più costoso del problema di agenzia II tra azionisti di maggioranza e minoranza, in quanto dai risultati degli studi si evince che le aziende che sperimentano il Problema di Agenzia II tra azionisti di maggioranza e minoranza hanno in media la Q di Tobin e il ROA più alti, i risultati infatti, suggeriscono che i meccanismi di miglioramento del controllo aggiungono valore all'azienda. Inoltre, gli autori sottolineano che i conflitti tra proprietari e manager sono moderati dai benefici della proprietà familiare. Se un'azienda è controllata e gestita dalla famiglia fondatrice, il problema dell'agenzia tra azionisti e manager può essere mitigato mentre il problema dell'agenzia tra azionisti di maggioranza e minoranza inizia a svolgere un ruolo importante. Gli autori trovano che le imprese con amministratori delegati fondatori ottengono risultati migliori delle aziende con amministratori delegati discendenti in linea con la spiegazione di Smith and Amoako-Adu (1999): quando l'azienda familiare nomina dei successori familiari, i prezzi delle azioni diminuiscono. Secondo gli autori, la reazione negativa del mercato azionario non è dovuta alla diffidenza degli investitori riguardo alle capacità manageriali dei successori della famiglia, ma alla loro età relativamente giovane e alla mancanza di esperienza.²¹⁶

Anche la performance aziendale superiore delle imprese familiari può essere attribuita alla rappresentanza attiva dei membri della famiglia in posizioni manageriali, in particolare quando il fondatore ricopre il ruolo di un amministratore delegato dell'azienda, la prestazione superiore risulta essere la più forte, coerente con Villalonga e Amit (2006), sia le società gestite dal fondatore CEO che quelle gestite dal CEO discendente con meccanismi di rafforzamento del controllo superano le società non familiari, tali meccanismi producono più valore nelle aziende familiari del fondatore CEO.

²¹⁶ Pukthuanthong I., Walker T.J., Thiengtham D.N., Du H., 2013, *Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada*, International Journal of Managerial Finance, Vol. 9 No. 1, p. 30.

Anche gli autori Hamberg e altri (2013)²¹⁷, sono giunti alle stesse conclusioni della ricerca precedente, dai dati empirici convalidano i risultati ottenuti in altri contesti istituzionali:

- la proprietà della famiglia fondatrice ha un effetto positivo sulla performance;
- la creazione di valore per gli azionisti aumenta con la proprietà della famiglia fondatrice.

Lo scopo dell'articolo è quello di indagare la misura in cui le imprese familiari fondatrici creano valore. In particolare, il documento indaga come i costi di agenzia e le capacità di monitoraggio influenzano il processo di creazione di valore. Gli autori raccolgono i dati sulla proprietà per costruire un set di dati che include 2.671 osservazioni. Il database comprende le aziende più grandi e quelle più piccole quotate sulla borsa svedese negli anni dal 2001 al 2010. La Svezia fornisce un contesto interessante dato che in nessun altro paese le aziende utilizzano diritti di voto differenziati e strutture piramidali così ampiamente

Il documento conferma studi precedenti secondo cui le aziende con proprietà familiare fondatrice hanno un valore più elevato (Q di Tobin) e prestazioni più elevate (RNOA)²¹⁸. Contrariamente a studi precedenti, il documento rileva che il valore e la performance dell'impresa sono significativamente più elevati quando la proprietà è maggiormente concentrata. Secondo gli autori, i fondatori possiedono anche capacità di monitoraggio superiori grazie alla loro visione unica del business. Tuttavia, la presenza di una famiglia fondatrice di solito significa che la proprietà è concentrata e quindi c'è il rischio che il fondatore tragga vantaggi privati o prenda decisioni antieconomiche. L'evidenza empirica proveniente dagli Stati Uniti suggerisce che i vantaggi della presenza di famiglie fondatrici compensano gli svantaggi (Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006). Pertanto, la proprietà della famiglia fondatrice nelle imprese quotate riduce i problemi di agenzia (l'effetto di allineamento degli incentivi) in misura maggiore di quanto disturbi l'efficienza del processo decisionale (effetto di radicamento). Dai risultati risulta che le aziende con

²¹⁷ Hamberg M., Fagerland E.A., Nilsen K., 2013, *Founding-family firms and the creation of value: Swedish evidence*, *Managerial Finance* Vol. 39 No. 10, pp. 963-978

²¹⁸ Definizione: Return on Net Asset, RONA = Utile d'esercizio / (attività non correnti – CCN)

una quota significativa di proprietà della famiglia fondatrice (>60%) mostrano le performance migliori. Ciò suggerisce che l'effetto di radicamento non è grave, anche quando l'uso di meccanismi di miglioramento del controllo è significativo. Il fatto che una sostanziale proprietà della famiglia fondatrice non abbia un effetto negativo sulla performance è in linea con gli studi che suggeriscono che gli azionisti di maggioranza in Svezia non espropriano i benefici degli azionisti di minoranza attraverso acquisizioni societarie (Holme'n e Knopf, 2004).²¹⁹

Oltre a questi risultati, le ricerche mostrano che le famiglie fondatrici creano un valore significativamente maggiore rispetto ai proprietari di famiglie non fondatrici a lungo termine.

Lo studio di Arosa e altri (2010)²²⁰ invece, ha esaminato la relazione tra performance aziendale e concentrazione della proprietà nelle imprese familiari e non familiari. I risultati indicano che non esiste alcuna relazione tra concentrazione della proprietà e performance indipendentemente dal fatto che le imprese sono a conduzione familiare o non familiare. Lo scopo dell'articolo è stato analizzare l'utilità della concentrazione proprietaria come meccanismo di controllo interno che previene o riduce il potenziale conflitto di interessi che potrebbe sorgere tra diversi agenti coinvolti in PMI non quotate e, nel caso di imprese familiari, considerano anche l'effetto generazionale. Gli autori hanno esaminato la relazione tra performance aziendale e concentrazione della proprietà nelle imprese familiari e non familiari, utilizzando un campione di 586 società non quotate imprese spagnole, di cui 217 non familiari e 369 familiari. I risultati indicano che non esiste alcuna relazione tra concentrazione della proprietà e performance indipendentemente dal fatto che le imprese sono a conduzione familiare o non familiare. Questo documento non è stato in grado per confermare il rapporto di concentrazione proprietaria e la redditività delle imprese non quotate. Tuttavia, per le imprese familiari, i risultati suggeriscono che la relazione tra concentrazione della proprietà e la

²¹⁹ Si veda Hamberg M., Fagerland E.A., Nilsen K., 2013, *Founding-family firms and the creation of value: Swedish evidence*, Managerial Finance Vol. 39 No. 10, p. 976, che cita Holme'n, M. and Knopf, J. (2004), "Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, pp. 167-191.

²²⁰ Arosa B., Iturralde T., Maseda A., 2010, *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*, Volume 1, Numero 2, pp. 88-96.

performance aziendale varia a seconda di quale generazione della famiglia gestisce le aziende. Nella prima generazione delle imprese familiari i risultati mostrano una relazione positiva tra concentrazione della proprietà e performance aziendale con un basso livello di diritti di controllo come risultato dell'ipotesi di monitoraggio e una relazione negativa con un alto livello di concentrazione della proprietà come conseguenza dell'ipotesi espropriativa. Gli autori suggeriscono che per ridurre l'effetto dell'esproprio, si potrebbe prendere in considerazione l'apertura del capitale delle imprese familiari ad altri azionisti, mantenendo però il capitale con diritti di controllo nella famiglia, che garantirebbe i vantaggi di proprietà concentrata.

Infine, l'analisi di Christian Andres (2008)²²¹ su 275 società quotate in borsa tedesche, attraverso l'esame della relazione tra proprietà della famiglia fondatrice e la performance dell'impresa, ha ottenuto risultati che indicano come le aziende familiari sono effettivamente più redditizie rispetto le società con una struttura azionaria dispersa e le società con un azionista di controllo (nello studio le imprese familiari rappresentano il 37,5% del campione). Separando l'effetto famiglia dall'effetto blockholder generale, il documento mostra che le imprese familiari non sono solo più redditizie rispetto alle aziende di ampia partecipazione ma superano anche le società con altri tipi di blockholder. Pertanto, i risultati indicano che le aziende familiari sono effettivamente più redditizie sia delle società con una struttura azionaria dispersa sia delle società con azionista di controllo. Tuttavia, la performance delle imprese familiari è migliore solo nelle imprese in cui la famiglia fondatrice è ancora attiva sia nel consiglio di amministrazione che nel consiglio di sorveglianza. Questi risultati suggeriscono che la proprietà familiare è correlata a prestazioni aziendali superiori solo a determinate condizioni e se le famiglie hanno grande partecipazione azionaria ma senza rappresentanza nel consiglio di amministrazione, la performance delle loro aziende non è distinguibile da altre aziende. Secondo l'autore, una possibile interpretazione di questi risultati è che le famiglie hanno un rapporto più profondo con le loro aziende e potrebbero anche sentirsi

²²¹ Andres C., *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*, Journal of Family Business Strategy Volume 1, Numero 2, June 2010, pp. 88-96.

responsabili per gli altri azionisti fintanto che prestano servizio come membri del consiglio. Se la famiglia è partecipe solo con la presenza un grande azionista senza rappresentanza nel consiglio di amministrazione, l'azienda familiare sembra dover affrontare problemi di agenzia simili ad altre società con grandi azionisti. Questo vale in particolare per le imprese familiari in cui sono impiegati meccanismi di potenziamento del controllo. Inoltre, dai risultati, l'autore fa notare che la proprietà familiare non è necessariamente la struttura organizzativa ottimale per tutte le aziende. Ad esempio, come evidenziato dalla distribuzione del settore, le imprese familiari sono difficilmente presenti nei settori ad alta intensità di capitale. In questi casi, la proprietà della famiglia potrebbe anche essere dannosa per la performance aziendale poiché il desiderio della famiglia di mantenere il controllo potrebbe ostacolare l'accesso a fondi esterni.

3.1.7 Le differenze territoriali e dei sistemi giuridici

Nella letteratura dedicata allo studio del rapporto tra corporate governance e performance societaria, è presente una prospettiva di analisi che si concentra sul sistema giuridico. La prospettiva degli ordinamenti giuridici nasce dall'argomentazione di La Porta e altri (2002), i quali affermano che la governance aziendale varia in modo significativo da un paese all'altro a causa delle differenze di origine giuridica. I paesi di common law sembrano esibire una migliore governance aziendale rispetto ai paesi di diritto civile, con conseguente aumento del valore di mercato delle imprese (Anderson e Gupta, 2009).²²² Nonostante il crescente interesse degli investitori e dei politici per le implicazioni della “teoria del diritto e della finanza”, teoria che cerca di stabilire una relazione tra i sistemi giuridici dei paesi, il livello di protezione degli azionisti di minoranza e lo sviluppo dei mercati finanziari, la letteratura esistente sugli effetti delle pratiche di governo societario sulla performance aziendale tra i diversi sistemi di protezione legale è ancora limitata. I pochissimi studi sull'argomento non forniscono risultati conclusivi.²²³

L'autore Yosra Ghabri attraverso il suo articolo “Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison”, tenta di riempire questo vuoto nella letteratura ed esamina se e come il sistema legale del paese interagisce con la struttura di governo societario e influenza la performance aziendale, utilizzando un campione di 1.726 aziende provenienti da 23 paesi nel periodo 2009-2016, fornendo nuove intuizioni nel contesto delle imprese non statunitensi. I risultati suggeriscono che il contesto istituzionale e giuridico è cruciale e importante nel determinare il livello di massimizzazione del valore delle buone pratiche di governance. Nello specifico, i risultati indicano che le imprese che operano nei paesi di common law presentano livelli più elevati di governance aziendale rispetto alle imprese operanti in paesi di civil law. I risultati mostrano anche che il sistema legale del paese ha un effetto moderatore sul rapporto

²²² Siddiqui S., 2015, *The association between corporate governance and firm performance – a meta-analysis*, International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 23, No. 3, p. 219.

²²³ Ghabri H., 2022, *Legal protection systems, corporate governance, and firm performance: a cross-country comparison*, Studies in Economics and Finance, Vol. 39, No. 2, p. 257.

governance-performance. Le società domiciliate in paesi di diritto comune dove la protezione degli investitori è generalmente migliore hanno livelli più elevati di governance aziendale e probabilmente otterranno risultati migliori. Al contrario, le aziende con sede in paesi di diritto civile dove la protezione legale degli investitori è meno efficace mostrano un rapporto negativo tra governance e performance. Questi risultati indicano che il sistema legale e la forza della tutela degli investitori influenzano positivamente l'effetto della governance aziendale a livello aziendale sulla performance aziendale.

Al contrario, lo studio svolto da Siddiqui (2015) conduce ad altri risultati. Lo studio si basa sul rapporto tra corporate governance e la performance aziendale conducendo una metanalisi di 25 studi precedenti, su tre aspetti specifici, tra i quali i meccanismi di governance, le misure di performance e gli effetti di moderazione dei sistemi giuridici (diritto comune o diritto civile). Nello specifico, la metanalisi condotta sul sottogruppo di common law (USA e Canada) mostra una correlazione statisticamente non significativa tra l'indice di governance e la performance aziendale. Entrambi i test sulle variabili moderatrici dell'ordinamento giuridico vengono respinti nel test di omogeneità. Si può concludere che l'ordinamento giuridico prevalente nel Paese non costituisce un effetto moderatore sull'associazione tra corporate governance e performance aziendale. Pertanto, questa conclusione confuta la tesi di La Porta et al. (2000) sull'influenza significativa dell'origine giuridica sull'associazione tra governance e performance.

In conclusione, è interessante riportare uno studio svolto in un contesto che si può definire un ibrido tra sistema giuridico civil law e common law in Messico. Lo studio di Mendoza-Velázquez e altri (2022),²²⁴ indaga l'effetto dinamico delle pratiche di corporate governance (CG) sulla performance aziendale nei paesi modello ibrido utilizzando un campione di 93 aziende messicane per il periodo 2010-2016, attraverso l'analisi di tre indicatori compositi di adesione alla CG proposti dall'OCSE (2015) come Principi di riferimento Internazionale: funzionamento e responsabilità del consiglio;

²²⁴ Mendoza-Velazquez A., Ostuno-Barba L.C, Conde-Cortes L.D., 2022, *Corporate governance and firm performance in hybrid model countries*, Review of Accounting and Finance, Vol. 21, No. 1, 2022 pp. 32-58.

gestione strategica aziendale del consiglio di amministrazione; divulgazione e trasparenza. Il mercato messicano presenta un modello CG ibrido con un ambiente fortemente dominato dal diritto civile caratterizzato da un'elevata concentrazione della proprietà e forti legami familiari, che incorpora sia vincoli (diritti sui titoli) che componenti non vincolanti (Codice di Autodisciplina). Questo studio contribuisce alla letteratura sui quadri giuridici istituzionali alla base della CG fornendo prove di come i conflitti di agenzia nei modelli ibridi indeboliscano l'associazione tra CG e performance aziendale. In questo contesto si evidenzia una propensione a preferire il settore bancario e il debito obbligazionario rispetto l'emissione di titoli azionari, inoltre sono stati riscontrati tra gli altri problemi, disposizioni favorevoli per gli azionisti di maggioranza, contesti normativi avversi per gli azionisti di minoranza e un basso livello di conformità con le misure di CG. Secondo gli autori, nei sistemi ibridi, l'adozione della CG richiede un'applicazione più rigorosa per evitare l'utilizzo di pratiche aziendali lontane dalla buona governance che indeboliscono l'associazione tra CG e la performance. Anche quando le aziende aderiscono a un Codice del CG, non sono legalmente obbligati all'adozione di tali misure e le autorità non hanno gli strumenti per applicare cambiamenti fondamentali per migliorare i conflitti di agenzia. L'esperienza del Messico indica che c'è spazio per cambiamenti più decisivi per implementare la CG e far rispettare l'adesione, andando oltre la sottoscrizione di un Codice delle migliori pratiche di CG. I deboli effetti della governance sulla performance aziendale riscontrati in questo studio suggeriscono l'esistenza di conflitti di agenzia pervasivi.

3.1.8 La sensibilità alle tematiche sociali, ambientali e di governance

Il tema di questo paragrafo riguarda l'esistenza o meno di un legame significativo tra la CSR e la performance finanziaria e come può influire sul valore dell'impresa. La misura in cui le imprese avvantaggiano o danneggiano il benessere sociale ha ricevuto crescente attenzione da più parti. Le azioni aziendali in questo ambito vengono spesso definite ESG (Environmental, Social and Governance) o Responsabilità sociale d'impresa (CSR). L'interesse verso ESG/CSR dal punto di vista aziendale è segnalato dal Governance & Accountability Institute che, nel 2018, ha segnalato che l'86% delle aziende S&P 500 ha pubblicato report sulla sostenibilità o sulla responsabilità aziendale rispetto a poco meno del 20% nel 2011.²²⁵ La ricerca teorica esistente rimane inconcludente sull'effetto della CSR sul valore aziendale o sulla performance finanziaria. La teoria della risoluzione dei conflitti spiega che attività ad alto contenuto di CSR possono portare ad un elevato valore aziendale mitigando i conflitti di interesse tra i manager e stakeholder non investitori, migliorando la reputazione dell'impresa e aumentando la redditività dell'impresa. Al contrario, la teoria degli investimenti eccessivi suggerisce che tali pratiche sono costose e generano preoccupazioni per i sovrainvestimenti. Pertanto, secondo il primo punto di vista, un maggiore investimento nella CSR aumenta il valore degli azionisti perché, se un maggiore investimento nella CSR è associato a una maggiore attenzione specifica dell'impresa agli interessi degli altri stakeholder (come clienti, fornitori, dipendenti e la società in generale), è più probabile che questi stakeholder sostengano il funzionamento dell'impresa, il che aumenta il valore degli azionisti. Quindi, le attività di CSR hanno un effetto positivo sul valore degli azionisti dato che concentrarsi sugli interessi degli altri stakeholder aumenta la loro disponibilità a sostenere l'attività di un'impresa, che a sua volta aumenta il valore degli azionisti. Gli autori chiamano questa visione

²²⁵ Gillan S.L., Koch A., Starks L.T., 2022, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, Journal of Corporate Finance, Vol 66, Num. 101889, p. 1.

l'ipotesi della creazione di valore, che deriva da studi che attingono ampiamente alla teoria della massimizzazione del valore degli stakeholder.

Invece, nel secondo punto di vista, la CSR è associata agli investimenti in progetti con valore attuale netto negativo che distruggono il valore degli azionisti. La chiave di questa visione è che i manager potrebbero investire eccessivamente nella CSR, operazione che trasferisce ricchezza dagli azionisti ad altri stakeholder (come comunità, autorità di regolamentazione e dipendenti), poiché i manager hanno incentivi a utilizzare gli investimenti nella CSR per costruire la propria reputazione personale, ma questi investimenti possono ridurre valore per gli azionisti. In primo luogo, le preoccupazioni relative alla carriera dei manager potrebbero indurli a concentrarsi eccessivamente sul profitto a breve termine e a distorcere le loro decisioni di investimento manipolando le informazioni sugli investimenti nella CSR, infine, la costruzione della reputazione manageriale può incoraggiare la raccolta di investimenti nella CSR e portare a investimenti eccessivi. Gli autori si riferiscono a questa visione come all'ipotesi della distruzione del valore.

Passando ai risultati delle ricerche empiriche, gli studi in finanza utilizzano una varietà di tecniche per stimare la relazione tra performance o valore dell'impresa ed ESG/CSR dell'impresa. La performance e il valore vengono misurati in diversi modi, tra cui la performance operativa, i rendimenti azionari a breve o lungo termine e la q di Tobin. Tuttavia, la letteratura empirica riscontra effetti sia positivi che negativi della CSR sul valore dell'impresa. Lo evidenzia il lavoro di revisione della letteratura svolto da Gillan e altri (2021)²²⁶ nel quale mostrano come le ricerche precedenti sul legame tra impresa e criteri ESG forniscano risultati contrastanti. Anche tra gli studi che giungono a conclusioni generali simili, alcuni lo fanno partendo da premesse opposte. Ad esempio, i ricercatori hanno concluso che esiste un effetto causale positivo di ESG/CSR in base a risultati che indicano che ESG/CSR producono valori elevati oggi e rendimenti bassi in futuro. Altri concludono

²²⁶ Gillan S.L., Koch A., Starks L.T., 2021, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, Journal of Corporate Finance, Vol 66, Num. 101889,

un effetto positivo dai risultati che indicano valori bassi oggi e rendimenti elevati in futuro. Secondo gli autori, queste conclusioni contrastanti evidenziano un esempio di problemi di ipotesi congiunte presenti in questo argomento di ricerca; le conclusioni spesso richiedono ipotesi sull'efficienza con cui le informazioni relative a ESG/CSR vengono inserite nei prezzi. Inoltre, è spesso necessario formulare ipotesi riguardanti la correlazione tra rischio e attributi ESG/CSR, o tra errori nei modelli di rischio e attributi ESG/CSR. Questi problemi si aggiungono a quelli affrontati dalla letteratura ESG/CSR in generale, come la causalità inversa, altre fonti endogene e la misurazione delle performance ESG/CSR di un'impresa.

3.2 TABELLA RIEPILOGATIVA, I RISULTATI DELLE RICERCHE EMPIRICHE

Tabella 3.1: Effetto delle variabili di corporate governance sul valore dell'impresa

Variabile di corporate governance	Misura del valore adottata	Effetto	Autori
dimensione CdA	Q di Tobin	negativo	Shaukat Malik e Durayya Debaj Makhdoom (2016)
	Market to book ratio	negativo	Fatma e Chouaibi (2023)
	ROA	negativo	Alessandro Merendino and Rob Melville (2019)

indipendenza del Cda	Q di Tobin	positivo	Shaukat Malik e Durayya Debaj Makhdoom (2016)
	EVA e SVA	positivo	Yakubu e altri (2023)
	Q di Tobin	positivo	Jay Dahya e altri (2009)
	ROA	negativo	Zhou e altri (2018)
	ROA e Q di Tobin	negativo	Afzalur Rashid (2018)
	Market to book ratio	relazione non significativa	Fatma e Chouaibi (2023)
	ROA	Positivo a livelli bassi di amministratori indipendenti Negativo a livelli alti di amministratori indipendenti	Alessandro Merendino and Rob Melville (2019)
diversità di genere	ROA e AUR	positivo	Ramadan e Hassad (2022)
	earnings quality	positivo	Paolo Saona e altri (2023)
	CAR e Q di Tobin	positivo per le imprese che assumono donne qualificate nei Cda	Edward R. Lawrence e altri (2023)
	ROA e Q di Tobin	negativo	Salim Darmadi (2013)

dualità del CEO	earnings quality	negativo	Sandra Alves (2021)
	ROA e rendimenti azionari	positiva nelle imprese familiari negativa nelle imprese non familiari	Ho e altri (2020)
	rendimenti azionari	relazione non significativa	Ueng e Ramaswamy (2019)
proprietà statale	meta – analisi sui risultati di 204 studi precedenti	negativo	Ichiro Iwasaki e altri (2022)
proprietari istituzionali nazionali	meta – analisi sui risultati di 204 studi precedenti	positivo	Ichiro Iwasaki e altri (2022)
proprietari istituzionali esteri	meta – analisi sui risultati di 204 studi precedenti	positivo	Ichiro Iwasaki e altri (2022)
	EPS e ROA	positivo	Zukaa Mardnly e altri (2018)
proprietà manageriale	meta – analisi sui risultati di 204 studi precedenti	positivo	Ichiro Iwasaki e altri (2022)
concentrazione proprietaria	ROA	negativo per le società con elevata concentrazione proprietaria (>10% blockholder)	Thomsen e altri (2006)
imprese familiari	ROA	positivo	Christian Andres (2008)

	ROA e Q di Tobin	positivo ma la Q di Tobin diminuisce all'aumentare della percentuale proprietà familiare	Pukthuanthong e altri (2013)
	RNOA e Q di Tobin	positivo	Hamberg e altri (2013)
	ROA	nessuna correlazione	Arosa e altri (2010)
sistema giuridico	Indice corporate governance (G-INDEXT) e Q di tobin	correlazione positiva (negativa) tra indice corporate governance (G-INDEXT) e Q di Tobin nei paesi common law (civil law)	Yosra Ghabri (2021)
	Indice corporate governance (G-INDEXT) e Q di tobin	relazione non significativa tra i due indici	Siddiqui (2015)
	ROE e ROA	Effetto negativo del sistema giuridico ibrido (Messico) sulla CG e la performance aziendale	Mendoza-Velázquez e altri (2022)
CSR e pratiche ESG	Comparazione risultati ROA, Q di Tobin, rendimenti a breve/lungo termine su 34 studi precedenti	risultati contrastanti (+,-,0) tra criteri ESG e performance aziendale	Gillan e altri (2021)

CONCLUSIONI

Lo scopo di questo lavoro di tesi è stato quello di analizzare se e in che modo l'adozione di meccanismi di corporate governance possano influire sul valore dell'impresa. Negli anni sono stati intrapresi da studiosi e ricercatori vari approcci di studio per analizzare questo fenomeno, che hanno portato spesso ad ottenere risultati sia convergenti, sia divergenti. La ricerca è in continuo sviluppo perché i contesti sociali, giuridici ed economici cambiano nel tempo e influenzano le imprese e la società, per cui bisogna inevitabilmente adattare anche i modelli teorici di riferimento.

Nel primo capitolo è stato trattato il tema della creazione del valore e la distribuzione di esso come fine che l'impresa deve perseguire. Nel corso degli anni, teorici e studiosi si sono posti la domanda basata sul tipo di interesse che l'impresa doveva perseguire, se creare valore esclusivamente per i soci o più in generale per la stessa impresa fino ad arrivare all'insieme degli stakeholder. Un primo dibattito che nasce dalla diversa concezione delle finalità che deve perseguire l'impresa, questo scontro teorico vede coinvolte la dottrina contrattualistica e istituzionalistica. Per la tesi contrattualistica, la funzione principale della società è perseguire l'interesse dei soci, rappresentato dal conseguimento dell'utile mentre la tesi istituzionalistica ha una visione opposta dello scopo dell'impresa societaria, la quale afferma la priorità dell'interesse dell'impresa in sé su qualunque altro e quindi l'interesse degli stessi soci subentra al secondo posto. Sul solco di questa distinzione, negli anni si è assistito ad uno sviluppo del dibattito sul concetto di creazione di valore. Grande protagonista è stato Milton Friedman il quale sosteneva che l'obiettivo primario del management fosse massimizzare il valore per gli azionisti e generare profitto in loro favore. Il suo contributo pone le basi per la nascita della teoria degli azionisti, la shareholder value che considera il perseguimento della creazione di valore per gli azionisti il fine ultimo delle imprese. Successivamente il concetto di creazione di valore si è allargato, altri autori come Freeman ed Evan hanno introdotto la stakeholder theory, una nuova visione di creazione di valore che differisce dalla

shareholder theory. La stakeholder theory ha come obiettivo la massimizzazione del valore di tutti gli stakeholder, in questo modello l'impresa non è più un istituto economico organizzato con il fine di conseguire un profitto e soddisfare i bisogni solo dei proprietari, ma anche di tutti gli altri stakeholders. Secondo gli autori il principio da seguire è la gestione dell'impresa per il bene dei suoi stakeholder (non solo gli azionisti, ma anche gli altri stakeholder come i creditori, i dipendenti, ecc. e la società nel suo complesso), assumendo decisioni che influenzano in modo significativo il loro benessere. Tuttavia, resta una strada complicata da seguire, non è stata esente da critiche per quanto riguarda la difficoltà pratica dell'applicazione dei concetti del modello teorico, in quanto rispetto agli azionisti, gli stakeholder hanno interessi molto eterogenei. Questo comporta, di fatto, la difficoltà nel delineare un obiettivo che l'intera impresa possa perseguire coinvolgendo tutti i gruppi di stakeholder. Tuttavia, questa teoria si è rivelata importante nel porre l'attenzione su temi di responsabilità sociale, ambientale e della governance e sulla sostenibilità dello sviluppo. In effetti, in modo sempre più crescente negli anni successivi è aumentata l'attenzione alle tematiche della CSR da parte delle istituzioni e delle aziende. Spetta alla corporate governance il compito di creare l'ambiente adatto per creare valore per l'impresa, e quindi nel secondo capitolo sono stati analizzati i sistemi ed i meccanismi che consentono la riduzione dei conflitti tra i portatori di interesse per ottenere come fine l'incremento del valore dell'impresa. I sistemi di corporate governance si possono distinguere sulla base di due variabili di fondo: (a) il sistema economico all'interno del quale essi trovano proprio centro istituzionale e culturale; (b) l'organizzazione dei poteri di amministrazione e controllo in base agli assetti societari. In base alla prima variabile, è possibile operare una distinzione tra outsider system e insider systems. In considerazione della seconda variabile, è invece possibile distinguere tra sistemi monistici (one-tier systems) e sistemi dualistici (two-tier systems), a loro volta distinti in dualistici c.d. "orizzontali" e dualistici c.d. "verticali". Il Consiglio di Amministrazione (CdA), in inglese *Board of directors*, è il meccanismo interno principale e dominante di governance aziendale e svolge un ruolo chiave nel monitorare il management e allineare gli interessi degli azionisti con quelli del management. Per misurare la

relazione tra governo societario e performance aziendale i ricercatori utilizzano una o più variabili dei meccanismi di governo societario. In particolare, nel terzo capitolo sono stati approfonditi i risultati delle principali variabili utilizzati nelle ricerche analizzate in letteratura, come: l'indipendenza e le dimensioni del consiglio, la diversità di genere; l'Amministratore delegato; l'assetto della proprietà composta da grandi azionisti, azionisti familiari, istituzionali nazionali o stranieri; differenze territoriali, di sistemi giuridici e di mercato; sensibilità alle tematiche sociali, ambientali e di governance. Per quanto concerne la caratteristica della dimensione del consiglio, dalle ricerche si evince che esiste una relazione negativa tra la dimensione del consiglio di amministrazione e la performance delle imprese, il consiglio con un numero elevato dei membri potrebbe influire sull'ambiente societario, riducendo la coesione e l'accordo rispetto ad un consiglio composto da meno membri. L'introduzione di consiglieri indipendenti aiuta a monitorare l'operato del manager e garantire che agiscano nell'interesse della società, tuttavia in altri contesti questa variabile è correlata in modo negativo, come nei mercati emergenti o in via di sviluppo in cui i direttori esterni sono limitati nella loro capacità di impartire comandi e istruzioni perché normalmente non hanno l'autorità formale per farlo e inoltre, potrebbero non essere competenti per svolgere i compiti loro assegnati poiché molti di loro sono part-time e non dispongono di informazioni interne sull'azienda. In altri contesti, come quello europeo la relazione risulta non significativa. Analizzando la struttura proprietaria delle imprese ci si domanda quale struttura sia ottimale per garantire un incremento del valore dell'impresa. Non esiste una struttura ottimale specifica, dagli studi emergono risultati diversi se si analizzano i diversi livelli di concentrazione della proprietà. Una maggiore concentrazione della proprietà nelle mani di un blockholder potrebbe ridurre i conflitti di agenzia tra manager e azionisti, ma potrebbe aumentare i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza. In questo contesto le aziende familiari con una grande concentrazione proprietaria risultano più redditizie rispetto alle società con una struttura azionaria dispersa e altre società con azionista di controllo. Ciò porta alla conclusione che le famiglie riescono a bilanciare i due problemi di agenzia relativi ai conflitti proprietario-manager e tra azionisti di

minoranza e di controllo. Tuttavia, va notato che la proprietà familiare non è necessariamente la struttura organizzativa ottimale per tutte le aziende. Ad esempio, le imprese familiari sono difficilmente presenti nei settori ad alta intensità di capitale, in quanto la proprietà della famiglia potrebbe anche essere dannosa per la performance aziendale poiché il desiderio della famiglia di mantenere il controllo potrebbe ostacolare l'accesso a fondi esterni. Nell'esame della dualità del CEO sulla performance i risultati sono contrastanti. Se in generale le norme e le regole dei codici di autoregolamentazione suggeriscono la separazione dei ruoli tra CEO e Presidente del CdA per assicurare un più efficiente svolgimento delle attività del consiglio e un miglior monitoraggio dei manager, l'adozione di norme più severe non significa che i regolatori debbano stabilire un'unica struttura di governance e obbligare le imprese a seguire tale struttura, giacché, ci sono realtà come le imprese con alta concentrazione proprietaria che possono trarre beneficio dalla dualità del CEO. Infatti, studi sulle imprese familiari indicano che una maggiore proprietà familiare è associata a una maggiore probabilità di dualità del CEO, sviluppando un comitato consultivo, cioè nel consiglio di amministrazione risalta un predominio nell'attività consultoria rispetto al monitoraggio, in cui i proprietari beneficiano maggiormente dalla consulenza strategica fornita dal consiglio piuttosto che dal suo monitoraggio. Un'altra caratteristica studiata della corporate governance, che ha attirato l'interesse dei ricercatori negli ultimi due decenni riguarda la diversità di genere dei consigli di amministrazione e dei team di top management. I risultati nei paesi occidentali europei mostrano un impatto positivo e statisticamente significativo della diversità di genere nel consiglio di amministrazione sulla qualità degli utili, indicando che una composizione equilibrata dei consigli di amministrazione tra uomini e donne migliora la qualità degli utili delle aziende quotate ed è associata a resoconti finanziari più trasparenti e maggiori informazioni sugli utili. Ma in un contesto diverso come l'Indonesia questa associazione è negativa, in generale come in altri paesi in via di sviluppo in cui donne nel consiglio di amministrazione hanno maggiori probabilità di essere assunte in imprese più piccole, che probabilmente sono aziende a controllo familiare, in parte grazie ai legami di parentela con il fondatore o con l'azionista di controllo piuttosto che su competenze ed

esperienze professionali. Inoltre, le aziende con un'elevata percentuale di donne nei consigli di amministrazione hanno asset significativamente più piccoli rispetto alle aziende con una bassa rappresentanza. Pertanto, le aziende più grandi sono considerate "più difficili" per le donne in termini di opportunità di lavoro nei consigli di amministrazione. Tuttavia, anche in questo caso i risultati non sono univoci ma cambiano in base al contesto di riferimento e dai sistemi giuridici adottati nel paese in cui le imprese sono oggetto di studio. Lo studio sui diversi tipi di struttura, riporta dei risultati simili se si confrontano i risultati delle ricerche. Attraverso una revisione della letteratura sulle diverse tipologie di struttura proprietaria si è riscontrato che la proprietà statale ha un impatto negativo sul valore dell'impresa, mentre la proprietà istituzionale nazionale, istituzionale estera e manageriale sono positivamente legate al valore dell'impresa. La proprietà statale è meno efficiente in termini di performance rispetto altri tipi di strutture proprietarie. Le cause sono differenti, includono differenze di obiettivi, la proprietà statale potrebbe perseguire obiettivi politici come prioritari rispetto ad obiettivi economici di una proprietà di investitori privati. Un altro motivo potrebbe essere la bassa propensione alla buona gestione dell'impresa da parte degli amministratori di una società statale in aggiunta ai problemi che derivano dalla burocrazia e da elevata asimmetria informativa tra il top management e lo Stato, che possono compromettere le prestazioni aziendali. La struttura proprietaria composta da investitori istituzionali nazionali ed esteri, esercita un impatto positivo sulla performance, mostrando un forte interesse a recuperare i propri investimenti e ottenere dei rendimenti equi. La disciplina dei manager nelle aziende in cui investono è ritenuta importante per tutelare il patrimonio loro affidato delle imprese in cui investono. Tuttavia, non si può escludere la possibilità che anche gli investitori istituzionali nazionali potrebbero dare priorità ai propri interessi nel perseguimento di profitti da altre operazioni commerciali, motivo per cui la presenza di investitori istituzionali nazionali non implica necessariamente un impatto positivo sulla performance delle imprese di loro proprietà. Mentre, gli investitori istituzionali esteri che hanno maggiori probabilità di subire asimmetria informativa rispetto agli investitori istituzionali nazionali, cercano di prevenire questa problematicità sottoponendo il top management ad un

monitoraggio più intenso. Ciò suggerisce che la proprietà straniera contribuisce positivamente alla performance aziendale, soprattutto nei paesi in via di sviluppo dove le strutture legate al mercato sono ancora relativamente nuove. I risultati sulla proprietà manageriale mostrano una relazione positiva con la performance d'impresa se gli interessi del manager sono allineati a quelli degli azionisti e la gestione dell'azienda con l'obiettivo di massimizzare il valore della stessa, contribuisce positivamente alla performance dell'azienda. Tuttavia, se il manager mette in atto comportamenti opportunistici, può compromettere gravemente il valore dell'impresa.

Per quanto riguarda l'analisi sugli aspetti giuridici, le società domiciliate in paesi di common law dove la protezione degli investitori è generalmente migliore mostrano livelli più elevati di governance aziendale e probabilmente otterranno risultati finanziari maggiori. Al contrario, le aziende con sede in paesi di diritto civile dove la protezione legale degli investitori è meno efficace mostrano un rapporto negativo tra governance e performance. Ma, uno studio svolto nei paesi common law mostra una correlazione statisticamente non significativa tra l'indice di governance e la performance aziendale, per cui non esistono risultati conclusivi sull'argomento.

Infine, le ricerche teoriche esistenti sullo studio delle tematiche ESG e CSR rimangono inconcludenti circa l'effetto della CSR sul valore aziendale o sulla performance finanziaria. La teoria della risoluzione dei conflitti spiega che attività ad alto contenuto di CSR possono portare ad un elevato valore aziendale mitigando i conflitti di interesse tra i manager e stakeholder non investitori, migliorando la reputazione dell'impresa e aumentando la redditività dell'impresa. Al contrario, la teoria degli investimenti eccessivi suggerisce che tali pratiche sono costose e generano preoccupazioni per i sovrainvestimenti. Pertanto, secondo il primo punto di vista, un maggiore investimento nella CSR aumenta il valore degli azionisti, invece, nel secondo punto di vista, la CSR è associata agli investimenti in progetti con valore attuale netto negativo che distruggono il valore degli azionisti. Specificatamente, la letteratura empirica sulla CSR e l'adozione delle pratiche ESG nel modello di corporate governance mostrano effetti sia positivi che negativi sul valore dell'impresa, in quanto, dal un lato molte ricerche dimostrano che l'adozione dei criteri ESG è

correlata positivamente alla performance aziendale, mostrando una relazione positiva tra gli indici di performance (ROA, Q di Tobin, rendimenti a medio/lungo termine), mentre dall'altro ci sono ricerche che riscontrano relazioni negative tra l'adozione di pratiche ESG e i medesimi indici di performance.

Purtroppo, le analisi sull'efficacia dei meccanismi di governance suggeriscono che non tutti i meccanismi introdotti da accademici e professionisti migliorano le prestazioni dell'impresa. Ci sono numerosi studi che trattano il tema della governance aziendale, inoltre, la letteratura che si occupa di analizzare il rapporto tra la governance aziendale e la performance dell'impresa è vasta e si basa su numerose teorie, ma non sono sufficienti per comprendere in modo esaustivo il fenomeno, perché sia i modelli teorici che le evidenze empiriche giungono a conclusioni contrastanti tra loro. Le divergenze dei risultati delle ricerche e dei modelli teorici giungono a conclusioni diverse perché le ricerche sono condotte in diversi luoghi del mondo con differenti caratteristiche culturali, sociali ed economiche. Queste sono le limitazioni presenti in questo studio, di cui è necessario tenere conto nel valutare le conclusioni da trarre sulla relazione tra la corporate governance e il valore dell'impresa. I risultati delle evidenze empiriche sull'implementazione dei meccanismi di corporate governance forniscono le prove che la loro efficacia è limitata dalla situazione economica del paese e dal modo in cui il mercato percepisce tali meccanismi.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Allam B.S., 2018, *The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and*

firm performance: UK evidence, The International Journal of Business and Society, Vol. 18, n. 6, pp. 1147- 1176.

Alves S., 2023, *CEO duality, earnings quality and board independence*, Journal of Financial Reporting and Accounting, Volume 21, numero 2, pp. 217-231

Andres C., 2008, *Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership*, Journal of Corporate Finance, Volume 14, Numero 4, pp. 431-445.

Arosa B., Iturralde T., Maseda A., 2010, *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*, Volume 20, Numero 1, pp. 92-117.

Baselga-Pascual L., Vähämaa E., 2021, *Female leadership and bank performance in Latin America*, Emerging Markets Review, Volume 48, Num. 100807, pp. 1-20.

Benjamin S.J., Biswas P., 2019, Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality, Accounting Research Journal Vol. 32 No. 3, pp. 454-476.

Blanco Mazagatos, V., de Quevedo Puente, E., & Delgado García, J. B., 2016, *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Vol. 7, N. 3, pp.167-177.

Buchanana B., Caoa C.X., Chenb C., 2018, Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership, Journal of Corporate Finance, volume 52, pp.73-45.

Carney M., 2005, *Corporate Governance and Competitive Advantage in Family – Controlled Firms*, Family business review, pp. 249-265.

Chua J.H., Chrisman J.J., Sharma P., 1999, *Defining the family business by behavior*, Entrepreneurship theory and practice, Volume 23, numero 4, pp. 19-40.

Clarkson M.E., 1995 *A stakeholder Framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, in Academy of Management Review, vol 20, n 1, pp. 92-117.

Corbetta, 1995, *Le imprese familiari*, EGEA, Milano.

Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J., 2009, *Does Board Independence Matter in Companies with a Controlling Shareholder?*, Journal of Applied Corporate Finance , Volume 21, Numero 1, pp. 66-79.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L., 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. Strategic Manag. J., Vol. 19, Num 3, pp.269 -290

Del Giudice R., Capizzano P., 2006, *I CONFLITTI DI INTERESSE E LA CORPORATE GOVERNANCE NELLA VALUTAZIONE DEL RATING DELLE BANCHE*, Liuc Papers, Serie Impresa e mercati finanziari, LIUC Papers n. 184, 4 gennaio, pp. 1-28.

Dessi C., Floris M., 2017, *Le imprese familiari. Fisionomia di un fenomeno in evoluzione*, Franco Angeli, Milano.

Din S., Khan M. A., Khan M.J., Khan M.Y., 2022, *Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis*, International Journal of Emerging Markets, Volume 17, numero 8, pp. 1973 -1997

Di Toma P., Montanari S., 2013, *Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari*, Franco Angeli s.r.l., Milano.

Donna G., 2021, *Milton Friedman e la buona causa (purpose) dell'impresa Impresa*, Progetto - Electronic Journal of Management, n. 2, pp. 1-14.

Domenichelli. O., 2013, *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa, profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino.

Domenichelli O., 2017, *Agency Conflicts, Socioemotional Wealth, and the Debt Maturity Structure of Family Firms: A Critical Analysis*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 9, pp.40-51.

Fatma H.B., 2021, Chouaibi J., *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions*, International Journal of Productivity and Performance Management ,Vol. 72 No. 5, pp.1392-1418.

Ferrell A., Hao L., Renneboog L., 2016, *Socially responsible firms*, Journal of Financial Economics, Volume 122, n 3, p. 585 – 606.

Gallinaro S., 2012, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Political Accountability*, Electronic Journal of Management, n 2, pp. 1 – 23.

Ghabri Y., 2022, *Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison*, Studies in Economics and Finance, Volume 39, numero 2, pp. 256-278.

Gillan S., Koch A., Starks L., 2021, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, Journal of Corporate Finance, volume 66, numero 101889, pp. 2-16.

Goodpaster K.E., 1991, *Business ethics and stakeholder analysis*, Business Ethics Quarterly, pp. 53-73.

Gomez-Mejia, L. R., Takacs-Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J., 2007, *Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills*, Administrative Science Quarterly, vol 52, numero 1, pagg. 106-137.

Goergen M., Limbach P., Scholz-Daneshgari M., 2020, *Firms' rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation*, Journal of Corporate Finance, volume 65, numero 101770, pp. 1-59.

Gul F.A., Srinidhi B., Anthony C., 2011, *Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?*, Journal of Accounting and Economics Volume 51, Numero 3 , p. 314-338.

Hamberg M., Fagerland E.A., Nilsen K., 2013, *Founding-family firms and the creation of value: Swedish evidence*, Managerial Finance Vol. 39 No. 10, pp. 963-978

Hinna L, 2004, *Il bilancio sociale delle amministrazioni pubbliche. Processi, strumenti, strutture e valenze*, Franco Angeli, Milano

Ho J., Huang C.H., Karuna C., 2020, *Large shareholder ownership types and board governance*, Journal of Corporate Finance, Vol. 65, n. 101715, pp. 1-17.

Iwasaki I., Ma X., Mizobata M., 2022, *Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China*, Economic Systems, Vol. 46, Num.100945, pp.1-26.

Jhon A., Pankaj C., 2018, *Board of director efficacy and firm performance variability*, Long Range Planning, Volume 51, Numero 6 , pp. 911-926.

Joe Ueng C.J., Vinita Ramaswamy V., 2019, *Do firms with dual chief executive officers perform better than their counterparts?*, The Journal of Corporate Accounting & Finance, vol 30, n. 2, pp. 13-22

Lawrence E.R., Mehul Raithatha M., 2023, *Gender bias, board diversity, and firm value: Evidence from a natural experiment*, Journal of Corporate Finance, Vol 78, Num. 102349, pp. 1-24.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998, *LAW AND FINANCE*, Journal of Political Economy, Volume 106, numero 6, pp. 1113-1155.

Leoci P., 2012, *La responsabilità sociale delle aziende ed il bilancio sociale: novità e prospettive*, Cacucci, Bari.

Li, J. and Harrison, J.R. 2008, *Corporate governance and national culture: a multi-country study*, Corporate Governance, Volume 8, numero 5, p. 607-621.

Malaguti M. C., Salvati G. C., *La Responsabilità Sociale d'Impresa*, Percorsi interpretativi tra casi e materiali di diritto internazionale, dell'Unione europea ed italiano, Milano, 2017

Malik M.S., Makhdoom D.D., 2016, *Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies?*, The international journal of business in society, VOL. 16 NO. 4, pp. 747-764.

Mitchell R., Agle R., Wood D.J., 1997, *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, Academy of Management Review, pp.853-886.

Melis, A., 2002, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè Editore, Milano.

Mendoza-Velazquez A., Ostuno-Barba L.C, Conde-Cortes L.D., 2022, *Corporate governance and firm performance in hybrid model countries*, Review of Accounting and Finance, Vol. 21, No. 1, 2022 pp. 32-58.

Mensah B., 2021, *The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study*, The international journal of business in society, VOL. 21, Num. 4, pp. 569-586.

Merendino A., Melville R., 2019, *The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies*, The international journal of business in society, VOL 19, NO. 3, pp. 508-551.

Mollah S., Al Farooque O., Karim W., 2012, *Ownership structure, corporate governance and firm*

performance Evidence from an African emerging market, Studies in Economics and Finance Vol. 29 No. 4, pp. 301-319.

Neubauer F., Lank A.G., 1998, *The family business. Its governance for sustainability*, Macmillan.

Pendergast J.M., Ward J.L., Brun De Ponet S., 2011, *Building a successful family business board*, Palgrave Macmillan.

Phillips R., 2003, *Stakeholder theory and organizational ethics*, Berret-Koehler Publishers, San Francisco, CA.

Pukthuanthong I., Walker T.J., Thiengtham D.N., Du H., 2013, *Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada*, International Journal of Managerial Finance, Vol. 9 No. 1, pp. 13-48.

Ramadan M.M., Hassan M.K., 2022, *Board gender diversity, governance and Egyptian listed firms' performance*, Journal of Accounting in Emerging Economies Vol. 12, Num. 2, pp. 279-299.

Rashid A., 2017, *Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh*, Future Business Journal, volume 4, numero 1, pp. 34-49.

Rusconi G., 2014 *La teoria degli stakeholder come legame tra etica e business*, Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 3, pp. 1-28.

Salim Darmadi ,2013, *Do women in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia*, The international journal of business in society, Vol. 13, Num. 3, pp. 288-304.

Saona P., Muro L., San Martin P., McWay R., 2024, *Do board gender diversity and remuneration impact earnings quality? Evidence from Spanish firms*, *Gender in Management: An International Journal* Vol. 39 No. 1, pp. 18-51.

Sciarelli S., 2007, *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Giuffrè, Milano.

Sciarelli S., 2002, *La produzione del valore allargato quale obiettivo dell'etica d'impresa*, *Finanza Marketing e Produzione*, Volume 20, Numero 4, pp. 5–17.

Siddiqui S.S., 2015, *The association between corporate governance and firm performance – a meta-analysis*, *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 23, No. 3, pp. 218-137.

Singh, D. A., & Gaur, A. S., 2009, *Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India*. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, Num. 4, pp. 411–425.

Tenuta P., Cambrea D.R., 2016, *Consiglio di amministrazione e valore d'impresa*, *Impresa Progetto Electronic journal of management*, numero 1, pp. 1-36.

Thomsen S., Pedersen T., Kvist H.K., 2006, *Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems*, *Journal of Corporate Finance*, vol.12, pp. 246– 269.

Tuan L., 2012, *Corporate social responsibility, ethics, and corporate governance*, *SOCIAL RESPONSIBILITY JOURNAL*, Volume 8, numero 4, pp. 547 – 560.

Vinci S., 2022 *Il problema della “governance” e gli assetti istituzionali d’impresa*, Giappichelli Editore, Torino.

Villalonga, B. and Amit, R., 2006, *How do family ownership control and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics, Vol. 80 No. 2, pp. 385-417.

Volontè C., 2014, *Boards: Independent and committed directors?*, International Review of Law and Economics, volume 41, pp. 25-37.

Werther W.B., 2010, Chandler D, *Strategic corporate social responsibility: Stakeholders in a global environment*, Sage, New York.

Yakubu I.N., Kapusuzoglu A, Ceylan N.C., 2023, *Revisiting the corporate governance and corporate performance nexus: evidence from value-based metrics*, Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol. 23, n.3, pp 1-12.

Zappa G., 1956, *Le produzioni nell’economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano.

Zhou H, Owusu-Ansah S, Maggina A, 2018, *Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece*, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol 31, pp. 20–36.

Zukaa Mardnly, Sulaiman Mouselli, Riad Abdulraouf, 2018, *Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria*, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 11 No. 4, pp. 591-607

SITOGRAFIA

Andrea Barbieri, 2024, *PIRAMIDE DI CARROLL: DEFINIZIONE DELLA CSR, ESEMPI E CASO STUDIO*, MULTINAZIONALI TECH, disponibile su: <https://multinazionali.tech/piramide-di-carroll-definizione-della-csr-esempi-e-caso-studio>

Balocco V., 2024, *Global Reporting Initiative: cos'è, come funziona e perché è così importante*, 31 gennaio, disponibile su: <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/global-reporting-initiative-cose-come-funziona-e-perche-e-cosi-importante/>

Bernasconi A., Pollara Tinaglia E., 2022, *DAL CONCETTO DI TRIPLE BOTTOM LINE AI FATTORI ESG: LE NUOVE POLITICHE GLOBALI*, Studio Previti Associazione Professionale, 3 febbraio, disponibile su: <https://www.previti.it/dal-concetto-di-triple-bottom-line-ai-fattori-esg-le-nuove-politiche-globali>

CFI, 2015, *Cumulative Voting, One vote per share multiplied by the number of available director positions*, disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/cumulative-voting/>

Consiglio A., 2021, *Nuovo Codice di Corporate Governance 2020: fra contrattualismo e istituzionalismo*, 2021, 22 giugno, disponibile su <https://www.dirittoconsenso.it/2021/06/22/nuovo-codice-corporate-governance-2020-contrattualismo-e-istituzionalismo/>

Consiglio Nazionale del Notariato, *CIVIL LAW - COMMON LAW: SISTEMI GIURIDICI A CONFRONT*, disponibile su: <https://notariato.it/wp-content/uploads/15-09-2005.pdf>

Donofrio V.M., 2022, *Responsabilità sociale d'impresa: un concetto polivalente*, Altalex, 12 maggio, disponibile su: <https://www.altalex.com/documents/news/2022/05/12/responsabilita-sociale-di-impresa>

Durante I., 2024, *I nuovi standard di sostenibilità dell'ISSB: IFRS S1 e IFRS S2*, Wolters Kluwer, 04 Gennaio, disponibile su: <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/issb-new-sustainability-standards>

EMAS (Eco-Management and Audit Scheme), disponibile su: <https://www.mase.gov.it/pagina/emas>

EUROPEAN COMMISSION, *Étymologie du terme "gouvernance"*, disponibile su: https://ec.europa.eu/governance/docs/doc5_fr.pdf

Facchin N., 2018, *Interesse sociale nella società per azioni: teoria istituzionalista e teoria contrattualista*, FACCHIN STUDIO LEGALE, 17 giugno, disponibile su <https://www.nicolafacchin.com/2018/06/17/interesse-sociale-nella-societa-per-azioni-teoria-istituzionalista-e-teoria-contrattualista/>

Ferrando P.M., 2010, *Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa*, ImpresaProgetto, electronic journal of management, numero 1, disponibile su: https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/1-10_saggio_ferrando.pdf

<https://aplanet.org/it/risorse/rating-esg/>

<https://fortune.com/ranking/global500/>

<https://gruppobilancisostenibilita.org/chi-siamo>

https://it.wikipedia.org/wiki/Common_law

https://it.wikipedia.org/wiki/Norme_della_serie_ISO_9000

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home/caratteristiche.htm#:~:text=Il%20segmento%20Euronext%20STAR%20Milan,gli%20investitori%20italiani%20ed%20esteri>

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/comitato.htm#:~:text=Il%20Comitato%20per%20la%20Corporate,delle%20societ%C3%A0%20italiane%20quotate%20da>

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

<https://www.centrostudidoria.com/2023/03/10/sostenibilita-aziendale/>

<https://www.csqa.it/it-it/certificazioni/sostenibilita/iso-14001>

<https://www.csqa.it/it-it/certificazioni/sostenibilita/sa-8000>

<https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>

<https://www.fondazioneoic.eu/?p=16343>

https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile/2325_2_1

<https://www.ifrs.org/>

<https://www.osservatoriosocialis.it/wiki/progetto-q-res/>

<https://www.professioniteam.it/certificazione-esg-cose-come-ottenerla/#:~:text=La%20certificazione%20ESG%20%C3%A8%20uno,ridurre%20notevolmente%20l'impatto%20ambientale>

Indice sull'uguaglianza di genere nel 2020 in ITALIA, disponibile su:

https://eige.europa.eu/sites/default/files/documents/mhag20018ita_002.pdf

Magnani G, 2014, *Mitbestimmung, OSSERVATORIO SULLA PARTECIPAZIONE DEI LAVORATORI ALL'IMPRESA, Il modello tedesco di democrazia industriale*, 16 settembre, disponibile su <https://www.mitbestimmung.it/il-modello-tedesco-di-democrazia-industriale/>

Management. Springer, Cham, disponibile su https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006_4_49-1 e https://www.researchgate.net/publication/340620401_Shareholder_TheoryShareholder_Value

Murgolo M., 2023, *Sostenibilità: emanazione dei primi principi IFRS*, quotidianopiù, 4 Luglio 2023, disponibile su: <https://www.quotidianopiu.it/dettaglio/10534686/sostenibilita-emanazione-dei-primi-principi-ifrs>

Ohsas 18001: cos'è e come è cambiata la normativa, 19 Aprile 2021 disponibile sul sito:
<https://www.pcssviluppo.com/ohsas-18001-cose/>

O'Connell, M., Ward, A.M., 2020, *Shareholder Theory/Shareholder Value*. In: Idowu, S., Schmidpeter, R., Capaldi, N., Zu, L., Del Baldo, M., Abreu, R. (eds) *Encyclopedia of Sustainable*

Pulitano A., I SISTEMI DI COMMON LAW E CIVIL LAW: BREVI CONSIDERAZIONI SUL
CONTRATTO., disponibile su
[https://www.ildirittoamministrativo.it/archivio/allegati/Common%20Law%20e%20Civil%20Law,
%20considerazioni%20sul%20contratto%20-
%20a%20cura%20di%20ALESSANDRA%20PULITANO.pdf](https://www.ildirittoamministrativo.it/archivio/allegati/Common%20Law%20e%20Civil%20Law,%20considerazioni%20sul%20contratto%20-%20a%20cura%20di%20ALESSANDRA%20PULITANO.pdf)

Redazione ESG360, 2021, *Corporate social responsibility: cos'è e come rende le imprese sostenibili*, ESG 360, 31 marzo, p. 4, disponibile su: <https://www.esg360.it/social-responsibility/corporate-social-responsibility-cose-e-come-rende-le-imprese-sostenibili/>

Rusconi G., 2018, *Business Ethics ed etica aziendale*, Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, numero 3, p. 5, disponibile su: <https://www.impresaprogetto.it/editorials/2018-3/rusconi>

Tedeschini S., 2010, *L'ascesa dell'azionariato diffuso: il ruolo della legge e dello Stato nella separazione tra proprietà e controllo*, ApertaContrada, 15 dicembre, p. 2, disponibile su: <https://www.apertacontrada.it/2010/12/15/lascesa-dell-azionariato-diffuso-il-ruolo-della-legge-e-dello-stato-nella-separazione-tra-proprietà-e-controllo/>

Tharawat Magazine, 2023, *Economic Impact of Family Businesses – A Compilation of Facts*, 12 Novembre, disponibile su: <https://www.tharawat-magazine.com/facts/economic-impact-family-businesses/>

UNI EN ISO 26000 – Guida alla Responsabilità Sociale, disponibile su: <https://www.gcerti.it/iso-26000/>

Valls E., 2022, *Cos'è la SEC, Securities and Exchange Commission*, Rankia, 21 settembre, disponibile su: <https://rankia.it/cos-e-sec-securities-and-exchange-commission/>