



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale

in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

# Analisi della composizione del board per le aziende partecipanti all'IIRC Pilot Program

**Relatore**

Ch. Prof. Marco Fasan

**Correlatore**

Ch. Prof. Giovanni Vaia

**Laureando**

Michela Roilo

Matricola 830774

**Anno Accademico**

**2014 / 2015**



## **Ringraziamenti**

*Un sentito ringraziamento va in primis al mio relatore, il Prof. Marco Fasan, per la sua disponibilità e per avermi saputo indirizzare sulle tematiche di reportistica integrata.*

*Voglio ringraziare inoltre la mia famiglia che mi ha sostenuta e incoraggiata lungo tutta la durata della mia esperienza Universitaria.*

*Un particolare ringraziamento va a Jacopo, alle mie coinquiline e agli amici che mi sono stati vicini e hanno saputo capirmi e condividere con me momenti preziosi.*



# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>v</b>
<b>CAPITOLO 1: L'INTEGRATED REPORT SECONDO LE LINEE GUIDA DELL'IIRC .....</b>	<b>1</b>
1.1 IR E CORPORATE REPORTING: UN'ANALISI .....	1
1.1.1 LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA .....	3
1.1.2 ANNUAL REPORT, SUSTAINABILITY REPORT E INTEGRATED REPORT A CONFRONTO .....	9
1.2 L'INTEGRATED REPORT .....	13
1.2.1 INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL E PROGRAMMA PILOTA .....	13
1.2.3 DEFINIZIONE DI REPORT INTEGRATO .....	15
1.2.4 IL FRAMEWORK .....	17
1.3 I VANTAGGI NELL'UTILIZZO DEL REPORT INTEGRATO .....	25
<b>CAPITOLO 2. IL BOARD AZIENDALE: TEORIE ANALIZZATE E TEMI EMPIRICI.....</b>	<b>28</b>
2.1 CONCETTI DI BASE SULLA COMPOSIZIONE DEL BOARD .....	28
2.2 LE TEORIE .....	31
2.2.1 TEORIA DELL'AGENZIA .....	31
2.2.2 STEWARDSHIP THEORY E RESOURCE DEPENDENCE THEORY ....	33
2.2.3 TEORIA DELLA DIVERSITA' E DIVERSITY MANAGEMENT.....	35
2.3 I TEMI EMPIRICI .....	38
2.3.1 LA CEO DUALITY .....	38
2.3.2 GLI EFFETTI DEL BOARD SIZE SULLA PERFORMANCE AZIENDALE .....	40
2.3.3 L'INFLUENZA DELLA DIVERSITA' DI GENERE SULLE PERFORMANCE AZIENDALI .....	42
<b>CAPITOLO 3. ANALISI EMPIRICA SULLE AZIENDE PARTECIPANTI AL PROGRAMMA PILOTA .....</b>	<b>45</b>
3.1 COSTRUZIONE DELLE IPOTESI DI VERIFICA .....	45
3.2 COSTRUZIONE DEL DATABASE E METODOLOGIA .....	57
3.2.1 DETERMINANTI .....	58
3.2.2 ANALISI DESCRITTIVE SUL DATABASE .....	60
3.3 VERIFICA DELLE IPOTESI CON TEST STATISTICI.....	63
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>80</b>

<b>APPENDICE A.....</b>	<b>82</b>
<b>INDICE DELLE FIGURE.....</b>	<b>Errore. Il segnalibro non è definito.</b>
<b>INDICE DELLE TABELLE .....</b>	<b>Errore. Il segnalibro non è definito.</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>87</b>

## **INTRODUZIONE**

Il mutamento al quale è stato sottoposto il mondo della reportistica aziendale negli ultimi decenni ha condotto la categoria degli stakeholder al raggiungimento di una nuova consapevolezza legata al contesto in cui le aziende vivono. Risulta sempre più evidente la necessità di fare valutazioni di più ampio raggio per decidere di investire e supportare le diverse organizzazioni, per cui la crescente attenzione alla sfera socio-ambientale deve essere supportata da una struttura di dati e report che trattano queste tematiche. Risulta obsoleto e insufficiente per l'ormai eterogenea categoria degli stakeholder, il report economico-finanziario, volto a dare informazioni e a facilitare le previsioni solo nel breve periodo, basandosi su dati relativi al passato.

Attraverso il presente elaborato si intende prendere in considerazione la trasformazione del contesto economico e la nascita di nuovi bisogni dei portatori di interessi, passando per l'analisi dei sistemi di reporting tradizionali fino alla nascita del Report Integrato. Nel primo capitolo si sono messi a confronto i sistemi di reportistica tradizionali con i nuovi sistemi di reportistica non finanziari, come ad esempio il Report di Sostenibilità, fino ad arrivare allo strumento di reporting integrato che andrà a prendere gli aspetti più importanti e positivi dei report già esistenti per fonderli ed esaltarli di modo da dare vita ad un documento che, nel complesso, fornisca informazioni inerenti ad ogni ambito aziendale, poste però in un'ottica integrata.

Partendo dal IIRC e dal Framework che questo organo ha creato si analizzeranno i principi sui quali si basa questo nuovo sistema di reportistica. Il fine ultimo dell'azienda, ovvero la creazione del valore deve essere vista come un obiettivo di lungo termine che deve essere costantemente ricercato e al contempo che deve essere supportato tramite l'espletamento della funzione aziendale. Il successo dell'organizzazione è basato sui capitali che l'azienda ha in suo possesso e sulla sua capacità di gestire questo flusso. Il Framework IIR dà delle vere e proprie indicazioni per la stesura del Report Integrato che, se seguite ed interpretate in maniera corretta, aiutano l'azienda a valutare quali sono gli aspetti materiali che incidono sulla creazione di valore. La nascita di questo nuovo sistema di reporting deve molto al Programma

Pilota istituito dal IIRC. Si tratta di un Programma, la cui prima macro fase è durata dal 2011 al 2014, al quale hanno partecipato un centinaio di aziende in tutto il mondo. Queste aziende sono state le prime a produrre dei veri e propri report integrati e a implementarne ed affinarne la metodologia di redazione. Saranno portati alla luce alcuni vantaggi riscontrati dalle aziende che hanno partecipato al Programma Pilota e che hanno sicuramente portato altre aziende ad intraprendere questa strada. Nell'elaborato si andranno ad analizzare alcuni aspetti di *corporate governance* per cercare di capire se, con l'introduzione del Report Integrato, si sono registrate delle modifiche che possono portare ad un miglioramento della performance aziendale.

Nel secondo capitolo verranno prese in considerazione le più importanti teorie sulla *corporate governance*, tuttora motivo di discussione in ambito accademico. La teoria dell'agenzia e la contrapposta *stewardship theory* hanno messo in discussione i poteri collegati alla *leadership* aziendale, sollevando il problema della *CEO duality* che verrà poi analizzata sotto differenti punti di vista. La teoria della *diversity* invece è stata utilizzata per proporre l'introduzione di un argomento tuttora attuale e di grande interesse: la presenza di donne all'interno del board aziendale.

Nonostante siano ormai stati fatti progressi smisurati per quanto riguarda l'emancipazione della donna nel mondo del lavoro, non è ancora stata sancita l'assoluta parità dei generi in ambito di *corporate governance*. Il *diversity management* è stato utile per quanto concerne la capacità di un'organizzazione di individuare le diversità presenti al suo interno e di esaltarle, utilizzandole al fine di massimizzare la performance aziendale.

Oltre alla *CEO duality* all'interno del presente elaborato sono emersi altri temi empirici, come ad esempio la composizione del *board* in termini di numerosità dei membri e la quantità di meeting che il *board* aziendale dovrebbe effettuare annualmente per performare in maniera positiva.



Nel terzo ed ultimo capitolo sono state formulate alcune ipotesi per comprendere più approfonditamente in che modo la partecipazione delle aziende al Programma Pilota possa aver influenzato la performance aziendale e la composizione del *board*. È stato considerato un campione formato da 142 aziende, metà delle quali hanno partecipato al Programma Pilota dell'IIRC, mentre l'altra metà è stata scelta in quanto non inclusa nel programma, ma formata da aziende analoghe per dimensione, sede legale, settore industriale di appartenenza.

Sono state formulate nove ipotesi, prima discusse sulla base delle teorie considerate ed in seguito dimostrate attraverso test statistici.

Le ipotesi volte a definire se la partecipazione al programma pilota abbia influenzato l'inclusione delle donne nel *board* aziendale o viceversa se la partecipazione di un maggior numero di donne abbia portato alla partecipazione dell'organizzazione al Programma Pilota non hanno dato risultati statisticamente significativi ma hanno stimolato la riflessione portando a galla diversi aspetti legati alle differenze di attitudini e di manifestazione di leadership tra i due generi, quello maschile e quello femminile. Nonostante aver riscontrato un significativo aumento di donne all'interno del *board* aziendale nell'ultimo decennio, in egual maniera per le aziende partecipanti al Programma Pilota e per le aziende del campione Match Sample sono stati analizzati degli aspetti che potrebbero portare ad una discriminazione in tal senso legata al *country effect* oppure al settore nel quale un'azienda opera.

Oltre a considerare ipotesi collegate al tema della *diversity*, si sono fatte delle analisi legate prettamente alla *corporate governance*. È risultato evidente, sia dalle teorie che dai test statistici, di come il fenomeno della *CEO duality* si manifesti in maniera nettamente inferiore nelle aziende partecipanti al programma pilota, le quali vogliono dare all'esterno un'immagine più trasparente del proprio sistema di *governance* e non sollecitare la nascita di conflitti di interessi al proprio interno.

Per quanto riguarda le ipotesi legate alla performance aziendale si è appurato come la creazione di un *board* troppo numeroso non porti benefici in quanto si creano problemi di coordinazione e di comunicazione, mentre, se si poteva pensare che una maggior

frequenza di *meetings* del *board* potesse portare ad una performance aziendale migliore, ciò non sia risultato per niente significativo a livello statistico.

# **CAPITOLO 1: L'INTEGRATED REPORT SECONDO LE LINEE GUIDA DELL'IIRC**

## **1.1 IR E CORPORATE REPORTING: UN'ANALISI**

Mai come negli ultimi cinquant'anni c'è stato un significativo cambiamento riguardante le informazioni richieste dai numerosi *stakeholder* e *shareholder* coinvolti nel ciclo di vita di un'azienda. Queste due categorie sono interessate all'organizzazione per una molteplicità di motivi differenti e ricevono informazioni attraverso diversi canali. L'aumento sostanziale delle disponibilità di informazioni dato dall'introduzione dell'Information Technology da un lato è sicuramente utile a questo scopo, ma dall'altro rischia di fornire un bagaglio di informazioni spesso ridondanti e superflue, che ricoprono la quasi totalità degli aspetti aziendali, senza avere una vera e propria segmentazione e targetizzazione.

Non esiste più la mera diffusione delle informazioni relative alla performance economica aziendale, ritenute l'unico indicatore rilevante dello stato di salute di un'organizzazione per la quasi totalità del '900, ma si sono iniziati a prendere in considerazione anche aspetti ambientali e sociali legati al suo inserimento nel territorio e nella comunità.

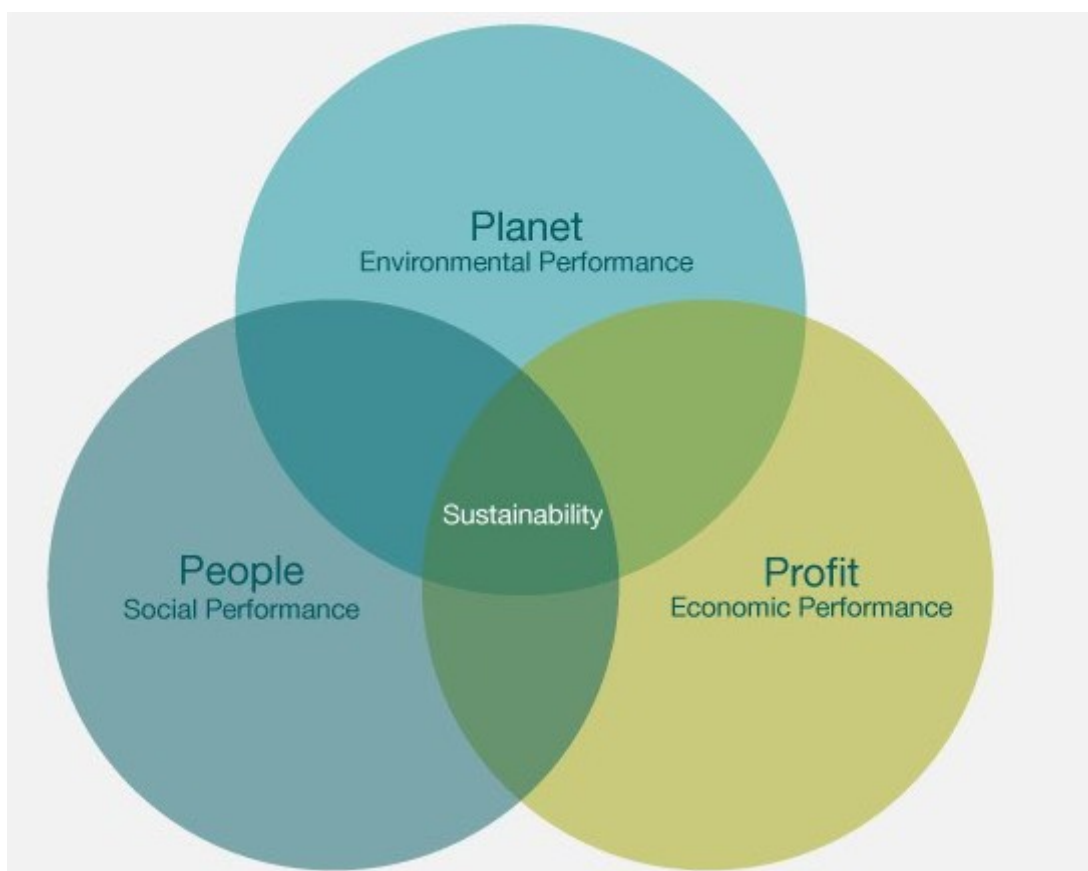
Ciò ha dimostrato come, rispetto a pochi anni fa, debbano essere soddisfatti quesiti differenti per dare un certo tipo di immagine all'esterno, in quanto la credibilità e la forza di un'azienda non si basano più su semplici aspetti economico-finanziari. Si entra nell'ottica della prospettiva di lungo termine e, prendendo esempio dal passato e quindi da valutazioni empiriche, si riscontra quali sono i fattori che possono condurre ad una condizione aziendale duratura nel tempo e quali invece sono le azioni e le caratteristiche che premoniranno una fine prematura per l'organizzazione.

Si è giunti alla conclusione che la chiave per il successo si trova nel mezzo di un connubio tra aspetti economici, sociali e ambientali e non in uno solo di questi settori.

La forte pressione effettuata sull'organizzazione da parte degli stakeholder, i quali, prima di decidere dove allocare i loro capitali hanno bisogno di venire a conoscenza non solo dei dettagli relativi alla dimensione economica ma anche delle altre due dimensioni aziendali per capire quali sono le modalità mediante le quali si crea valore per un'organizzazione, ha portato ad introdurre nuove tipologie di report. Per questo nell'ultimo decennio le grandi aziende in tutto il mondo hanno adottato in misura sempre maggiore report di sostenibilità (Lozano, 2013).

John Elkington fu uno dei primi a teorizzare questa triplice visione aziendale, formulando il modello della *Triple Bottom Line* verso la metà degli anni '90. Questo modello supera la tradizionale misurazione dei risultati finanziari dell'azienda preoccupandosi di includere nel quadro generale da presentare agli stakeholder anche una prospettiva ambientale e sociale.

Figura 1.



Fonte: Triple Bottom Line, John Elkington, 1994

### **1.1.1 LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA**

La rendicontazione socio-ambientale ha avuto una notevole evoluzione a partire da metà degli anni novanta, a seguito del Vertice di Rio de Janeiro del 1992 e al 5° programma di Azione Comunitario in materia di Ambiente. E' emerso che la necessità di orientare il modello aziendale verso il "paradigma della sostenibilità" oramai non era più trascurabile. I primi interventi compiuti erano caratterizzati dall'uso delle leggi quali strumenti per garantire certi parametri e plasmare le aziende nascenti secondo determinati modelli di policy aziendale.

In seguito verranno poi introdotte delle politiche volontarie, volte all'adozione spontanea, che sfoceranno nelle prime raccolte di comunicazione ambientale d'impresa.

KPMG in uno studio del 2011, spiega che quasi il 95% delle aziende del Global Fortune 250 hanno rilasciato informazioni sulla Corporate Responsibility nello stesso anno.

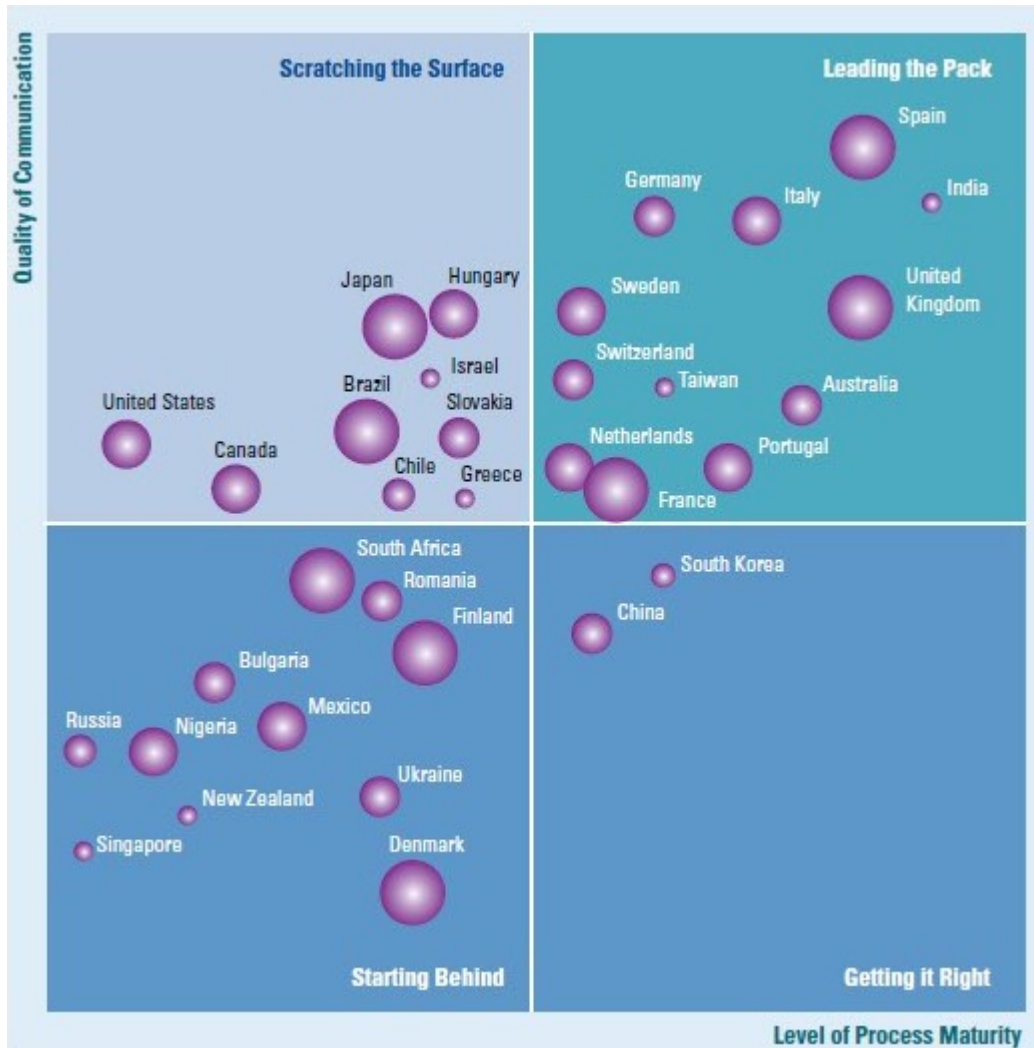
Infatti sono proprio i report sulla sostenibilità gli strumenti maggiormente usati dalle aziende in questi tempi per influenzare l'opinione pubblica e quella degli stakeholder più sensibili a determinate tematiche.

Sempre in questo studio vengono suddivisi i paesi in quattro macrocategorie utilizzando come criterio principale lo stato di applicazione ed evoluzione del sistema di reportistica aziendale.

I fattori analizzati da KPMG per poter mappare lo stato di avanzamento dei sistemi di reportistica sono:

- Processi e sistemi informativi
- Assurance
- Codificazione
- Canali multipli comunicazione
- Utilizzo degli standard GRI
- Integrated report

Figura 4.



Fonte: KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011, KPMG International

I paesi vengono invece suddivisi in:

- Leading the pack:** le organizzazioni che sono risultate tra le più meritevoli grazie alla professionalità con la quale sono stati gestiti i propri sistemi interni. Per ciò che concerne la sfera della comunicazione e dell'*accountability* i risultati raggiunti sono altrettanto positivi. Fanno parte di questo livello le aziende che per prime hanno intrapreso la strada del reporting integrato e che seguono le linee guida dettate dal GRI.

- ***Starting behind:*** le organizzazioni che hanno avuto dei limiti nello sviluppo dei sistemi di comunicazione e dei sistemi di reporting integrato. I documenti informativi creati dall'azienda sono ancora trasmessi all'esterno attraverso un canale unico. Gli strumenti di *Assurance* non sono molto utilizzati da questa tipologia di aziende
- ***Getting it right:*** nonostante queste organizzazioni cerchino di passare nell'area riservata alle aziende "*Leading the pack*" non sono abbastanza innovative e continuano ad utilizzare un approccio di comunicazione e reporting già consolidato. Vedono nell'*assurance* un componente fondamentale per i processi di reporting, i quali vengono divulgati in maniera limitata.
- ***Scratching the surface:*** aziende che si sono focalizzate sulla comunicazione dei risultati, ma che allo stesso tempo hanno un'alta probabilità di non rispettare le promesse e gli obiettivi inseriti nel report. Si tratta di organizzazioni che hanno ottenuto visibilità maggiore rispetto ad altre aziende, nel processo di divulgazione di tali documenti di analisi, ma che allo stesso tempo non sono in grado di soddisfare le aspettative degli *stakeholder*.

Nella figura è possibile notare come le aziende Europee abbiano ottenuto un risultato positivo mentre le aziende americane sono tra quelle con il livello di rischio più alto, rientrando nell'ultima categoria.

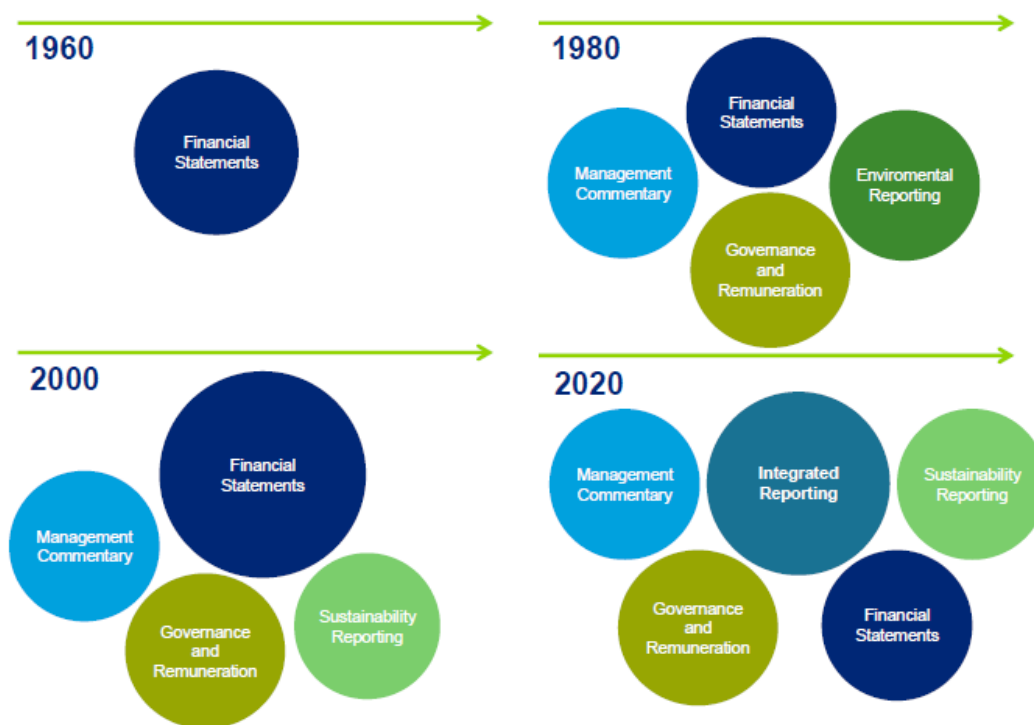
Questo studio ci fa capire che la parte *non-financial* della reportistica aziendale sta guadagnando sempre più visibilità ed importanza e che quindi il nuovo strumento, unico nel suo genere, atto a sintetizzare in una sola cosa elementi economico-finanziari, ambientali e sociali è senza dubbio il Report Integrato.

Anche in Italia, come nel resto mondo, si sta giungendo gradualmente al concetto di Report Integrato (al momento per alcune grandi aziende, ma non tutte) in un percorso

che vede il passaggio attraverso il Bilancio di Sostenibilità, dopo esser partiti dal bilancio civilistico.

Figura 5.

### Introduzione al Reporting Integrato



Fonte: Reporting Integrato. Un percorso di Sostenibilità a partire dalla rendicontazione, Workshop - Deloitte Touch

Il fatto che la procedura di reporting integrato sia un concetto adottato dalle aziende prima che venisse prodotta una vera e propria letteratura sull'argomento, dimostra come a volte sia la pratica a precedere la teoria. Infatti, molto spesso, proprio nei report integrati creati da queste società abbiamo delle indicazioni e delle definizioni su questo sistema di rendicontazione nuovo e ancora in implementazione.

Molti studiosi, tra i quali si annoverano Henri, Chenhall, Malmi, Norris, hanno svolto il lavoro preventivo di studio e analisi del CRM e MRC, azzardando le prime analisi sull'importanza della sostenibilità per le aziende e dell'integrazione con il management per raggiungere uno standard di *value creation* molto più alto e duraturo rispetto a quello avuto fino a quel momento.



Gli unici riferimenti bibliografici relativi proprio al Report Integrato rimandano al concetto della *triple bottom line* di John Elkington del 1994 e al lavoro di Robert C. Eccles e della società di consulenza Pricewaterhouse Coopers nel Value Reporting del 1999.

Il primo uso del termine integrato si colloca invece nella discussione di Allen White sul *Novo Nordisk integrated, balanced and candid reporting* del 2005.

Eccles e Micheal P. Krzus pubblicarono il libro *"One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy"* nel 2010, il quale è considerato il punto di partenza per lo studio del Report Integrato.

Da allora la mole di saggi e studi sull'argomento è cresciuta e le aziende possono ora contare su di un interessante bagaglio di letteratura sulla rendicontazione integrata.

Dall'altra parte invece, chi studia l'argomento può contare su di un numero sempre più elevato di aziende che utilizzano questo sistema di rendicontazione, testandolo sotto tutti gli aspetti ed adeguandolo alle diverse realtà aziendali.

La prima azienda a rilasciare un documento di reporting volto a comprendere non solo la sfera economico-finanziaria ma anche quella sociale e ambientale fu Novozymes azienda di biotecnologia danese, nel 2002. Steen Riisgaard, Presidente e CEO, volle dare una visione della sua azienda attraverso "three bottom lines", egli parla di un report combinato, contenente informazioni relative alle aree di maggior interesse per l'azienda e per la maggioranza degli stakeholder. Parla di questo particolare report come di una naturale conseguenza nata dall'incontro tra il business e la sostenibilità, le quali devono iniziare a marciare insieme per soddisfare la sempre più ampia richiesta di dati e di informazioni da parte degli stakeholder interni e soprattutto esterni.

Sulla scena americana il primo report integrato è stato pubblicato nel 2008 dalla United Technologies, seguita negli anni dopo da American Electric Power, PepsiCo e Southwest Airlines.

In Europa invece abbiamo Novo Nordisk (Danimarca, 2004), Natura (Brasile, 2008) e Philips (Olanda, 2008).

Il Sudafrica da Giugno 2010, ha imposto la pubblicazione del report integrato come uno dei requisiti per l'ammissione alla Borsa di Johannesburg. Attraverso il rispetto dei

criteri del *King III*, il Sudafrica è stato classificato al primo posto nel World Economic Forum Global Competitiveness Report 2011 – 2012, sia nel campo dell'auditing che in quello dello standard di reporting.

I paesi scandinavi come Svezia, Norvegia e Danimarca richiedono che vengano stillati dei report di sostenibilità a vari livelli e la legislazione *Grenelle II* in Francia obbliga le più grandi imprese (quotate e non) a rivelare nelle relazioni annuali con quali modalità sono calcolati e regolati gli impatti che l'azienda ha sull'ambiente e in quale forma da apporto alla crescita sostenibile del contesto sociale in cui è inserita.

È attivo secondo la legge anche un programma di controllo e verifica delle informazioni che le aziende forniscono attraverso questi report, tramite il lavoro di una terza parte esterna.

Non solo a livello Europeo ma a livello mondiale si sta cercando di implementare e spingere le aziende all'utilizzo di questo sistema di comunicazione di modo da far emergere una visione sempre più trasparente e cristallina del loro operato, creando così un legame di fiducia sempre più stretto con la molteplicità di stakeholder, i quali, a seguito delle recenti crisi finanziarie, hanno bisogno di allocare i capitali dei quali dispongono dove ritengono di aver maggior tutela e vantaggi.

Parlando del concetto di reporting integrato, possiamo definirlo come un'espressione del "pensare integrato", ovvero dell'applicazione del pensiero condiviso da chi si occupa della *governance* dell'azienda, attraverso l'abilità manageriale di monitorare, controllare e comunicare l'intrinseca complessità del processo di creazione di valore mettendone in luce i punti chiave.

*"Integrated Reporting brings together the material information about an organization's strategy, governance, performance and prospects in a way that reflects the commercial, social and environmental context within which it operates. It provides a clear and concise representation of how an organization demonstrates stewardship and how it creates value, now and in the future. Integrated Reporting combines the most material elements of information currently reported in separate reporting strands (financial,*

*management commentary, governance and remuneration, and sustainability) in a coherent whole, and importantly:*

- *shows the connectivity between them;*
- *explains how they affect the ability of an organization to create and sustain value in the short, medium and long term."*

Attraverso il processo di reporting integrato vengono combinati differenti campi di reporting in una visione coerente che mostra esattamente qual è la strategia e il mix di risorse utilizzate per la creazione del valore e soprattutto per far sì che questa sia una strategia sostenibile nel tempo. L'output del processo di Integrated Reporting è il Report Integrato.

### **1.1.2 ANNUAL REPORT, SUSTAINABILITY REPORT E INTEGRATED REPORT A CONFRONTO**

Negli ultimi decenni c'è stata una naturale evoluzione nei sistemi di reportistica aziendale. L'avanguardia riscontrata nel report integrato è sicuramente figlia del sistema di rendicontazione tradizionale, ovvero l'*Annual Report* e presenta anche alcuni tratti in comune con i report di sostenibilità, ma allo stesso tempo sono introdotte delle rilevanti novità.

Il sistema di rendicontazione tradizionale è maggiormente utilizzato per fornire informazioni rilevanti per gli investitori, secondo gli standard contabili IAS/IFRS. E' consultato anche dai manager i quali hanno il compito di essere di supporto alle decisioni aziendali relative all'allocazione delle risorse.

Sicuramente si tratta di un sistema complesso che allo stesso tempo manca di informazioni non finanziarie che servono agli investitori. Dà all'investitore una prospettiva di breve termine ed è orientato al passato.

Ha l'incapacità di cambiare adeguandosi al contesto economico senza perdere allo stesso tempo affidabilità e chiarezza. Holland negli anni '90 aveva già definito l'*Annual*

*Report* come un sistema troppo ingombrante, che produce una quantità di informazioni ridondanti che però non seguono l'evoluzione del sistema economico e a detta di You e Zhang (2009), non è in grado di percepire le nuove transazioni e le dinamiche nascenti.

Il report di sostenibilità ha iniziato la sua evoluzione negli anni '70 mantenendo un ritmo abbastanza sostenuto. La rendicontazione sociale e ambientale può essere intuita come un mezzo per legittimare una società davanti agli *stakeholder* coinvolti. Infatti, le aziende cercano di convincere la società di avere a cuore tutti gli interessi degli *stakeholder* dell'organizzazione e che condividono con essi comuni obiettivi da raggiungere (Deegan, 2002). Alcuni studiosi sostengono che il *sustainability reporting* abbia possa influenzare e modificare i comportamenti dell'organizzazione, aiutandola a capire le conseguenze delle proprie azioni di business sulle risorse socio-ambientali. Non è quindi un caso se, secondo Klock e Daub i report di sostenibilità siano principalmente volti ad informare una vasta gamma di *stakeholder* e che questi possano leggere nella performance sociale dell'azienda un indicatore della sua futura performance finanziaria.

Nonostante questa tipologia di report segua le linee guida ed i principi proposti dal GRI, si tratta comunque di un sistema di reporting volontario, con un livello di comparabilità relativamente basso rispetto all'*Annual Report* e un livello di *assurance* basso. Pur avendo una finalità e un raggio d'azione più ampio del report finanziario tradizionale coinvolge prevalentemente *stakeholder* appartenenti alla sfera sociale ed ambientale.

Figura 6.

	Annual reports	Sustainability reports	Integrated reports
Target	Specific stakeholders (shareholders and investors)	Several stakeholders (social and environmental perspective)	Primarily providers of financial capital
Mandatory/voluntary	Mandatory	Voluntary (with some exceptions: Denmark, Sweden, France)	Voluntary (with some exceptions: South Africa)
Regulation or guidelines	National and international laws and GAAP (or IAS/IFRS)	Global reporting initiative (GRI)	IIRC framework
Comparability	High	Medium	Low
Industry customization	Low	Medium (Sector supplements)	High
Assurance level	High	Low	Low
Scope	Financial reporting entity (company or group of companies)	Broader than financial reporting entity (supply chain, LCA approach)	Broader than financial reporting entity (supply chain, LCA approach)

Fonte: Annual Reports, Sustainability Reports and Integrated Reports: Trends in Corporate Disclosure, M. Fasan

Il report integrato mira a superare i limiti dell'*Annual Report* e allo stesso tempo del *Sustainability Report* mettendone in mostra sia gli aspetti simili che quelli asintoticamente differenti.

E' un processo evolutivo che prende però spunto da due tipologie di report ancora in uso. Ma il report integrato ha più analogie con l'*Annual Report* oppure con il report di sostenibilità?

Il fattore principale che porta a percepire una maggiore somiglianza con l'*Annual Report* è il fatto che, come spiegato nel *framework* IIRC, il report integrato è rivolto innanzitutto ai portatori di capitale finanziario e agli investitori. *“an integrated report should be prepared primarily for providers of financial capital in order to support their financial capital allocation assessments.”*(iirc 2013, p.8)

Questo aspetto influisce senza dubbio sui criteri secondo i quali vengono definiti nel report gli aspetti materiali per l'organizzazione, in quanto si va già a definire una piramide di importanza degli *stakeholder* aziendali.

C'è però un aspetto dell' IR che è in conflitto in parte con i la categoria dei portatori di capitale finanziario, soprattutto con quelli con interessi di breve termine. A differenza dell' *Annual Report* il report integrato ha superato la visione al passato per orientarsi al futuro concentrandosi sulla visione strategica. Gli investitori orientati al breve periodo ricercano informazioni relative alle performance aziendali nell'ultimo anno di attività o parte di esso, per poter intuire come sarà il prossimo futuro. Non essendo questo il focus del report integrato, quest'ultima categoria di *stakeholder* tenderà a non trovare particolare utilità in esso, concentrandosi su differenti documenti esplicativi della performance finanziaria.

Le aziende che intendono a creare valore massimizzando solo il capitale finanziario a discapito degli altri capitali sono viste dall'IIRC come aziende che non avranno la capacità di sostenere il processo di creazione del valore nel lungo periodo, nonostante i capitali citati nel *Framework* non siano tutti importanti in egual maniera in ogni tipo di organizzazione.

Come visto in precedenza il *Framework* è basato sul concetto dei capitali, mentre una delle sostanziali differenze con il report di sostenibilità è che quest'ultimo, basandosi sui principi sanciti dal G4 del GRI, è che quest'ultimo mantiene il focus principalmente sugli *stakeholder*. Da qui la conferma che ci sono più analogie con l'AR, visto che i capitali non si riferiscono a specifiche categorie di *stakeholder* ma evidenziano il ruolo dell'intera organizzazione, vero focus dell'IR.

## 1.2 L'INTEGRATED REPORT

### 1.2.1 INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL E PROGRAMMA PILOTA

L'IIRC (*International Integrated Reporting Council*) è una coalizione globale formata da regolatori, investitori, aziende, *standard setters*, *accountants* e ONG. Questo organo è volto a promuovere la comunicazione circa la rendicontazione integrata, promuovendone la pratica nelle imprese del settore pubblico e privato in tutto il mondo. La visione del IIRC è di allineare l'allocazione del capitale e il comportamento aziendale per raggiungere più ampi obiettivi di stabilità finanziaria e di sviluppo sostenibile, attraverso il ciclo di *integrated reporting* e del pensare integrato. Questo consiglio ha stillato un *Framework* che è diventato la base primaria per la rendicontazione integrata riconosciuta a livello globale.

La partecipazione al Programma Pilota dell' *International Integrated Reporting Council* ha offerto ad un ristretto gruppo di aziende la possibilità di dimostrare la loro competenza e attenzione, a livello globale, in questo nuovo campo del corporate reporting.

Il Programma Pilota ha incluso, oltre alle aziende, anche la comunità degli investitori, fornendo allo stesso tempo il supporto di esperti membri dell'IIRC che si sono trovati a dover analizzare i *feedback* forniti in anteprima dai partecipanti. Grazie a questo studio sul campo infatti è stato possibile testare e perfezionare i principi e le pratiche di reporting con lo scopo di creare un nuovo standard globale di reportistica integrata.

Dimostrare il collegamento tra la strategia, la *governance* e le performance aziendali (sia quella finanziaria che le performances sociali e ambientali) è sempre stato il primo obiettivo di questo nuovo sistema di reporting.

Il programma pilota è stato concepito come una piattaforma dove le aziende hanno l'opportunità di iniziare ad applicare i principi del report integrato diventando i portavoce dell'innovazione nel campo del reporting.

Sono state create 3 diverse fasi:

1. **Dry Run:** fase iniziale nella quale viene chiesto alle aziende di analizzare il Framework e di identificare le opportunità di implementazione dello stesso, fornendo un *feedback* al *Council* che provvederà a stillare un *Discussion Paper*.
2. **Pilot Cycle 1:** il primo round del programma pilota che si basa sul *Discussion Paper* e sul *Framework*. Si tratta del ciclo di reporting che va da Ottobre 2011 a Novembre 2012.
3. **Pilot Cycle 2:** il secondo round di reporting, costruito sulle analisi e le esperienze empiriche del primo ciclo.

Oltre al *Discussion Paper*, l'IIRC ha uno staff dedicato a supporto delle aziende partecipanti, che le ha accompagnate nell'impresa mediante cicli conferenze e la creazione di forum di discussione dove venivano riportate e confrontate le esperienze di più partecipanti. E' stata offerta alle aziende anche l'opportunità di interagire con esponenti esperti della community degli investitori, i quali hanno fornito una loro visione di ciò che può essere la prospettiva e le aspettative per questo nuovo sistema di reporting, visto dalla parte degli *stakeholder* ai quali è principalmente diretto.

Il Programma Pilota è stato pensato per tutte quelle aziende leader, provenienti da qualsiasi settore o regione, interessate a supportare e condividere l'operato dell'IIRC e che hanno l'interesse nell'essere le prime in assoluto ad applicare il *Framework*.

L'IIRC ha richiesto alle aziende partecipanti:

1. *Top management buy-in*
2. Una forte volontà di lavorare per la creazione del report
3. La disponibilità di fornire *feedback* periodici



#### 4. Un contributo finanziario annuo

Fornendo loro in cambio:

1. supporto per tutta la durata del programma tramite le conferenze dedicate, il materiale esplicativo utile ad approfondimenti di settore, la creazione di una comunità all'interno della quale confrontarsi e scambiarsi esperienze, il contributo di esponenti esperti, il feedback da parte della comunità degli investitori.
2. Visibilità come leader nel settore di riferimento e come sostenitori dell'IIRC essendo tra le prime aziende ad aver implementato il report integrato citate nella pagina pubblica dell'IIRC
3. Il riconoscimento globale per aver dato un contributo nella definizione del futuro del report integrato.

### **1.2.3 DEFINIZIONE DI REPORT INTEGRATO**

*“Un report integrato è una comunicazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione consentano di creare valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto i cui essa opera.”*

Questa è la definizione di report integrato data dall'IIRC. Il report in questione ha come primo presupposto quello di essere una forma di comunicazione e necessita di essere identificata facilmente come tale, sia dagli operatori del settore ma soprattutto dagli stakeholder interessati.

Non si parla perciò di un semplice riepilogo di dati e statistiche che si possono evincere già da altri tipi di documenti emessi dalle aziende; deve invece essere un anello di

collegamento visibile tra una molteplicità di informazioni provenienti da diversi *background* e deve avere con fine ultimo la dimostrazione di come l'azienda crea valore e lo mantiene nel tempo.

Non essendo, la creazione di valore, una prerogativa prettamente interna all'azienda e sicuramente non immune ad influenze esterne e trasversali, il report integrato mira a dare agli *stakeholder* una visione di insieme che comprenda anche una panoramica dell'ambiente esterno, delle relazioni con gli *stakeholder* e prende in considerazione una moltitudine di fonti informative. Viene posta inoltre la visibilità su come vengono utilizzate le relazioni create dall'organizzazione e su come vengono utilizzati i capitali per la creazione di valore.

L'IIRC ha stilato un *Framework* internazionale, che deve essere seguito dalle aziende che hanno intenzione di produrre un report integrato e questo è un presupposto obbligatorio perché l'azienda possa essere inserita nel Programma Pilota.

Per dimostrare ai portatori di capitale finanziario come l'azienda intende creare valore e mantenerlo nel tempo, il *Framework* non prescrive specifici indicatori chiave di performance (*KPI, Key Performance Indicator*), né specifici metodi di misurazione, né di rendicontazione su singoli aspetti in quanto adotta un approccio basato sui principi.

Vengono determinati alcuni requisiti da applicare per decidere se un report è stato creato in maniera conforme al *Framework* piuttosto che imporre determinati KPI, nonostante questi determinino misure economiche-finanziarie con componenti non-finanziarie e rappresentino il modo in cui l'organizzazione diventa consapevole della misura in cui ha raggiunto i propri obiettivi strategici e quali sono stati gli effetti sui capitali.

I principali obiettivi del *Framework* sono quindi la definizione dei principi guida e dei contenuti del report integrato. Nonostante l'idea principale sia applicabile ad organizzazioni del settore privato e a società for profit è possibile comunque adattare la struttura anche ad organizzazioni pubbliche e *non-profit*.

## 1.2.4 IL FRAMEWORK

La Value Creation :per l'organizzazione e per le altre entità, come già accennato è fortemente interconnessa all'ambiente esterno e viceversa. E' importante per gli *stakeholder* che l'organizzazione sia in grado di creare valore per sé stessa in quanto ciò comporta miglioramenti percepibili da chiunque si relazioni con essa.

Tale capacità è collegata alla capacità di creare valore per altre entità attraverso molteplici interazioni che vanno a sommarsi alle normali attività aziendali. Quando queste interazioni hanno la capacità di influire sulla creazione di valore è necessario includerle nel report. Queste possono essere definite "esternalità" positive o negative in quanto determinano un aumento o una riduzione del valore creato .

### *I capitali*

Sono proprio i capitali a sancire il successo di un'organizzazione. Quest'ultima infatti , attraverso attività e output modifica, aumenta o riduce lo *stock* da capitali in suo possesso.

Lo *stock* infatti non è mai fisso nel tempo in quanto, tra i diversi tipi di capitale che saranno analizzati a breve, vi è un flusso costante che determina la creazione di valore.

Il *Framework* suddivide i capitali nelle seguenti categorie:

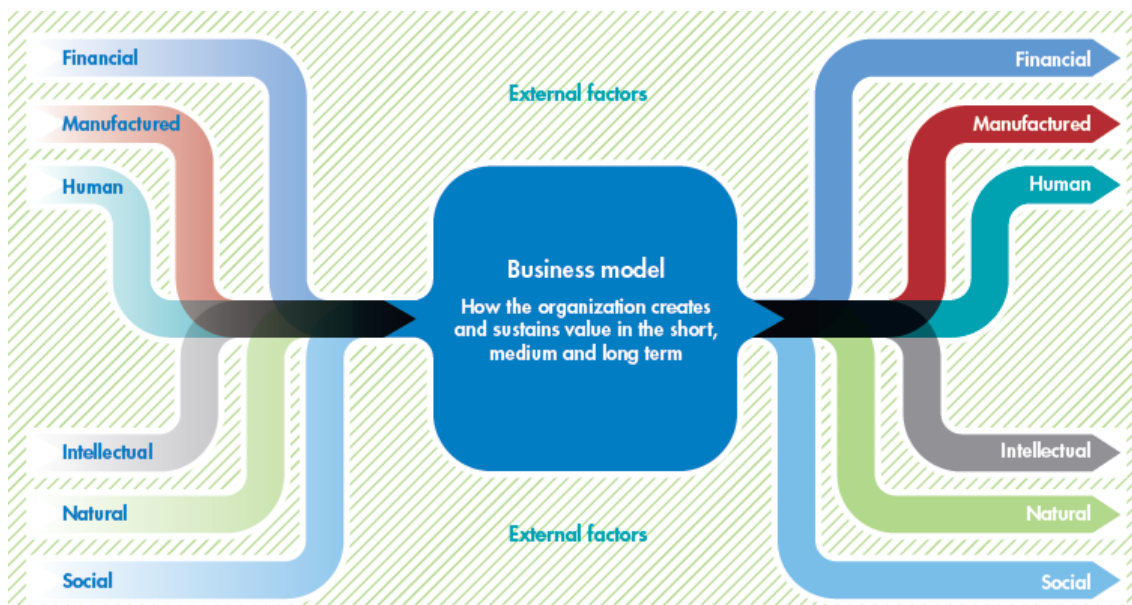
- **capitale finanziario:** insieme delle disponibilità finanziarie utilizzati dall'organizzazione nell'attività di produzione di beni o erogazione di servizi; questi sono ottenuti attraverso l'indebitamento, l'apporto dei soci oppure sotto forma di utili, grazie alla positiva gestione dell'organizzativa;
- **capitale produttivo:** infrastrutture, immobili, macchinari e impianti utilizzati per espletare la funzione aziendale di produzione di beni o servizi;
- **capitale intellettuale:** si tratta esclusivamente di beni immateriali che vanno a comporre il bagaglio di *know-how* e conoscenza posseduto dall'azienda.

Possano essere sotto forma di brevetti, *copyright*, *software*, diritti, licenze, capitale organizzativo;

- **capitale umano:** ciò che si può annoverare tra le competenze, la motivazione, la formazione delle persone appartenenti all'organizzazione. Oltre a tutte le conoscenze assimilabili e alla forma mentis sono molto importanti anche le caratteristiche specifiche di ogni individuo, che contribuiscono a formare una squadra eterogenea impossibile da replicare;
- **capitale sociale e relazionale:** include le regole condivise, i valori comuni, le strategie di relazione con gli *stakeholder* fondamentali. Sono importanti anche i benefici immateriali che possono essere associati alla reputazione o al marchio aziendale;
- **capitale naturale:** acqua, terra, particolari conformazioni geologiche e biodiversità del contesto in cui si opera possono fornire determinati beni collegabili ad una determinata struttura per la creazione del valore.

E' necessario, ai fini della buona riuscita del report, che l'azienda consideri tutti i tipi di capitali che utilizza, anche se sono suddivisi in maniera differente da quella proposta dal *Framework*. Non tutti i capitali infatti sono rilevanti allo stesso modo ed alcuni non sono nemmeno applicabili a determinate tipologie di organizzazioni, e solo in questo caso possono essere esclusi.

Figura 2.



Fonte: Framework IIRC, I capitali.

### *I principi guida*

Ai fini della redazione del report integrato è necessario applicare i seguenti principi definiti nel documento del *Framework IIRC*.

Questi possono essere applicati singolarmente, ma c'è la possibilità in alcuni casi di applicarli anche congiuntamente, per mantenere l'equilibrio nell'esposizione.

- **Focus strategico e orientamento al futuro:** il report deve fornire precise informazioni sulla strategia aziendale e su come essa influisca sulla *value creation* nel tempo. Significa illustrare attentamente in che modo vengono utilizzati i vari capitali dell'azienda per espletare la funzione ultima dell'organizzazione e perseguire gli obiettivi strategici costantemente volti al futuro.
- **Connettività delle informazioni:** nel report devono essere evidenziate le correlazioni e i legami tra diversi fattori che influenzano la capacità dell'organizzazione di creare valore in un determinato arco temporale. Si prende

come punto cardine il “pensare integrato” (abbandonando il *silos thinking*), ottica che deve essere proiettata su tutte le attività dell’organizzazione di modo da permettere che avvenga una connessione tra tutte le informazioni, siano esse passate, presenti future, oppure relative ad aspetti finanziari o non, come addirittura le informazioni qualitative e quantitative. La condivisione delle informazioni prende in considerazione anche le info derivanti dall’esterno o quelle che partendo dal management raggiungono tutti i settori dell’azienda.

- **Relazioni con gli stakeholder:** devono essere presentate informazioni relative alla quantità e alla qualità delle relazioni esistenti tra la società e i propri stakeholder; ciò aiuta a capire fino a che punto vengono presi in considerazione gli interessi di ogni categoria. per l’organizzazione lavorare su questo principio è importante in quanto emerge il vero modo in cui i portatori di capitale percepiscono il valore e intuiscono i trend, riuscendo così a perfezionare ed aggiustare la strategia evitando potenziali rischi. Puntare a spiegare la struttura del sistema di relazioni è inoltre un ottimo metodo per migliorare i rapporto di fiducia e dimostrare la propria responsabilità nel considerare gli interessi legittimi degli stakeholder chiave.
- **Materialità:** è necessario che il documento fornisca le dovute informazioni su ciò che influisce sulla capacità dell’organizzazione di creare valore in un determinato orizzonte temporale, in modo significativo. Il concetto di materialità ha particolare rilevanza nel report integrato, non è cosa semplice a volte identificare gli aspetti rilevanti per la creazione del valore in quanto spesso sono aspetti sui quali non viene posta la dovuta attenzione. Questi vanno identificati valutando in che modo impattano su strategia, performance, *governance*, prospettive future. Gli aspetti materiali possono essere positivi, ma anche negativi. Non tutte le questioni rilevanti possono essere ritenute materiali, lo sono solo quelle che hanno un impatto moderatamente forte sulla creazione di valore per l’organizzazione.

- **Sinteticità:** semplicemente, nell'opera di stesura del report integrato è necessario non appesantirlo ma allo stesso tempo inserirvi dati a sufficienza. E' preferibile esprimere in maniera chiara e logica i concetti, utilizzando allo stesso tempo il minor numero di parole possibile.
- **Attendibilità e completezza:** devono essere esposti aspetti positivi ed aspetti negativi di modo da dare una sensazione di completezza e di obiettività.
- **Coerenza e comparabilità:** le informazioni che vengono fornite in un report integrato, oltre a mantenere una certa coerenza temporale, devono dare la possibilità di essere comparate con analoghe informazioni provenienti da altre organizzazioni, favorendo così un confronto.

#### *Gli elementi del contenuto*

Generalmente un report integrato deve contenere otto elementi chiave, i quali aiutano a seguire una struttura standardizzata e chiara, ma che possono comunque essere posti in ordine differente.

E' importante capire che sono intrinsecamente collegati tra di loro perciò non è possibile che si escludano l'un l'altro. Il Framework li presenta sotto forma di domande:

- *Cosa fa l'organizzazione ed in quali circostanze opera?*

L'IR identifica *mission* e *vision* dell'organizzazione e fornisce informazioni relative alla cultura, all'etica, all'assetto e alla struttura operativa dell'organizzazione nonché al posizionamento nell'arena competitiva. Sono incluse anche le condizioni microeconomiche e macroeconomiche che possono ripercuotersi sull'azienda, le forze di mercato e le necessità degli stakeholder esterni.

- *In che modo la struttura di governance dell'organizzazione sostiene la sua capacità di creare valore nel breve , medio e lungo periodo?*

Devono essere illustrate la struttura a capo dell'organizzazione , i processi decisionali adottati dalla leadership, l'approccio alla gestione dei capitali secondo criteri politici, religiosi o etici, la gestione della componente di rischio.

- *Qual è il modello di business dell'organizzazione?*

Ovvero attraverso quale sistema le attività dell'azienda trasformano gli input in output, al fine di raggiungere l'obiettivo strategico primario.

- *Quali sono le opportunità e i rischi specifici che influiscono sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio o lungo termine e in che modo essi vengono da questa gestiti?*

Oltre ad identificare i possibili rischi ed opportunità latenti, siano essi interni od esterni, è necessario spiegare in che modo l'organizzazione valuti l'entità di questi fenomeni e secondo quali parametri. Si tratta di informazioni assoggettate da una certa incertezza ma devono essere prese comunque in considerazione anche se la probabilità che sia avverino può essere minima ma provocare effetti particolarmente incisivi.

- *Quali sono gli obiettivi dell'organizzazione e come intende raggiungerli?*

L'IR identifica gli obiettivi strategici, le strategie adottate per raggiungerli, il piano secondo cui le risorse vengono allocate al fine di perseguire gli obiettivi in oggetto ed infine i metodi attraverso i quali vengono misurati i risultati nei diversi orizzonti temporali. Vengono di seguito descritti la correlazione tra la strategia adottata e il relativo piano secondo il quale allocare le risorse, i fattori che consentono all'organizzazione di creare valore in quanto distintivi e quindi collegati ad un vantaggio competitivo.



- *Il quale misura l'organizzazione ha raggiunto i propri obiettivi strategici relativi al periodo di riferimento e quali sono i risultati ottenuti in termini di effetti sui capitali?*

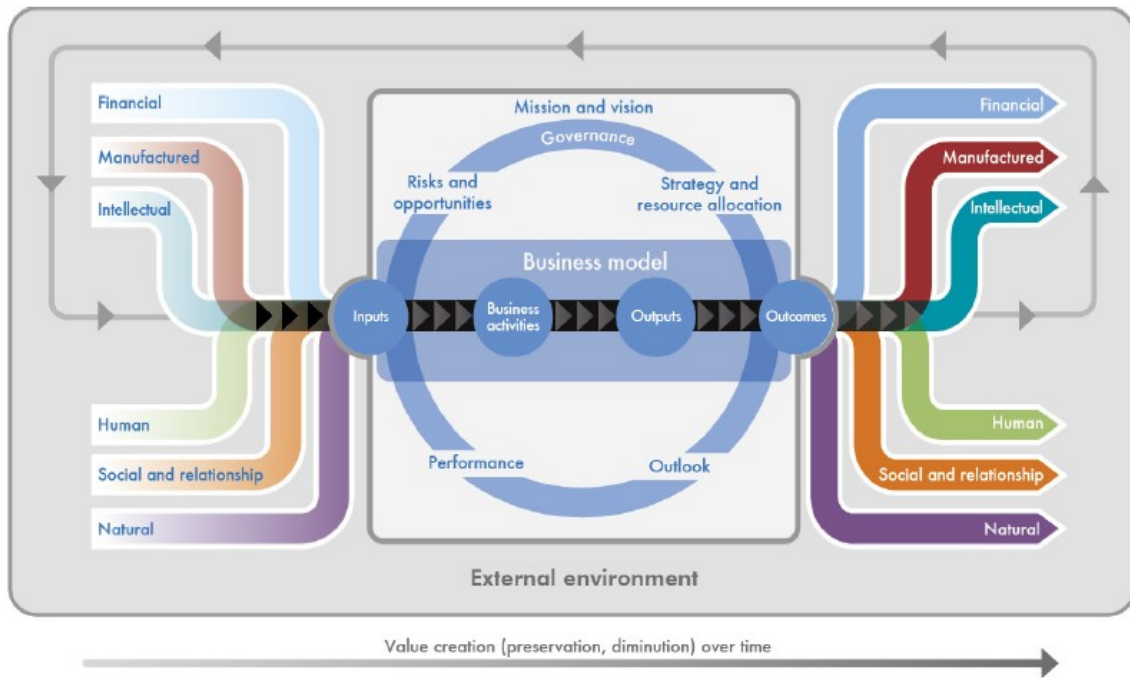
Vengono riportate non solo valutazioni quantitative sulla performance, ma anche qualitative. E' utile in questo passaggio avere a disposizione una vasta gamma di KPI da misurare.

- *Quali sfide e quali incertezze dovrà probabilmente affrontare l'organizzazione nell'attuazione della propria strategia e quali sono le potenziali implicazioni per il suo modello di business e per le sue performance future?*

Un'attenta analisi sulle opportunità, sulle aspirazioni e sulle intenzioni deve essere sempre corredata da un forte attaccamento alla realtà e al contesto in cui l'organizzazione è chiamata ad operare.

- *In che modo l'organizzazione determina gli aspetti da includere nel report integrato e come vengono quantificati e valutati tali aspetti?*  
Innanzitutto un report dovrà descrivere il processo di definizione della materialità delle informazioni. Sarà poi definito un perimetro di reporting e i relativi limiti assegnati alla rendicontazione spiegandone il perchè. Infine per rendere più fruibile ed intuitivo il documento sarà presentato un riassunto del Framework adottato per redigere il report.

Figura 3.



Fonte: Il processo di creazione del valore, pag. 25, Framework IIRC

### 1.3 I VANTAGGI NELL'UTILIZZO DEL REPORT INTEGRATO

Nel 2012 Black Sun, una società di consulenza aziendale e di comunicazione di reporting di business leader indipendente che si impegna ad aiutare i propri clienti a raccontare la loro storia aziendale attraverso comunicazione integrata, mettendo insieme di reporting aziendale, comunicazioni sostenibilità e comunicazione digitale ha iniziato a lavorare di pari passo con l'IIRC per supportare lo sviluppo del IIR Framework.

Attraverso lo studio *“Understanding Transformation: Building the business case for integrated reporting”* ha voluto analizzare il viaggio delle aziende verso l'adozione del report integrato, valutando quali fossero le maggiori sfide sulle quali puntare e maggiori benefici ottenibili per le imprese.

Attraverso una serie di sondaggi ed interviste ad un campione di aziende si sono riscontrati risultati tendenzialmente positivi riguardanti l'impatto dell'utilizzo report integrato sulle organizzazioni. Come previsto molte sono state le sfide da affrontare ma gli ostacoli più preoccupanti sono stati superati. Non si è raggiunta una piena integrazione ma si tratta di un obiettivo da raggiungere col tempo, passo dopo passo, sperimentando la migliore configurazione di questo sistema di reporting per ogni azienda.

Più nel dettaglio la prima ricerca della Black Sun ha rilevato che il sistema di reporting integrato ha iniziato a configurarsi come driver di cambiamenti positivi all'interno dell'organizzazione.

Tra i più importanti cambiamenti in atto è doveroso elencare:

- Connecting Departments: uno dei vantaggi più importanti del ir è l'opportunità di collegare tutte le parti di un organizzazione, abbattendo le barriere e il “silos thinking”, portando all'integrated thinking.

- Improved internal processes leading to a better understanding of the business: I cambiamenti nel Sistema, guidati dalle linee guida del Sistema di reporting integrato hanno portato una maggiore visibilità per le attività di business e hanno aiutato a far capire in che modo le organizzazioni creano valore, nel senso più ampio del termine.
- Increased focus and awareness of senior management: questa propensione all'integrated reporting sta alimentando l'interesse e il coinvolgimento del management proiettando la loro ricerca su obiettivi di sostenibilità di lungo periodo. Ciò sta contribuendo a farli raggiungere una visione più olistica delle organizzazioni.
- Better articulation of the strategy and business model: la migliore comprensione delle attività organizzative sta permettendo alle aziende di stabilire un modello di business olistico, contribuendo ad ottimizzare le comunicazioni interne ed esterne.
- Creating value for stakeholders: le organizzazioni stanno iniziando a individuare i metodi migliori per misurare il valore per gli stakeholder su temi della sostenibilità e delle modalità di reporting.

Nella ricerca svolta nel 2014 si sono riscontrate maggiori evidenze sull'impatto positivo che ha avuto per le aziende l'utilizzo del report integrato in relazione al coinvolgimento degli stakeholder esterni, inclusi gli investitori. Sono inoltre riscontrati risultati positivi anche collegati alle dinamiche decisionali del management.

Di seguito i punti chiave emersi da questo secondo studio:

- I passi avanti nella comprensione di come avviene la creazione del valore o la sua distruzione.
- La possibilità di migliorare quello che si può misurare; come si raggiunge la consapevolezza nella creazione di valore, cos' è possibile modificare e aggiustare il tiro nelle decisioni da prendere
- Migliorare la gestione delle informazioni e il processo decisionale. Vista la nascita di nuovi approcci relativi alla creazione del valore, l'organizzazione deve valutare delle modifiche nella misurazione delle prestazioni, implementando quantità, qualità dei dati e metodo di presentazione.
- Un nuovo approccio alle relazioni con gli stakeholders in quanto le aziende si sono accorte che con la pubblicazione del report integrato hanno modificato e migliorato la loro immagine nell'ambiente esterno e hanno trasmesso ai portatori di capitale una panoramica della strategia aziendale che può far crescere la fiducia nell'organizzazione
- Maggiore collaborazione e rispetto sono stati visti come importanti benefici a vantaggio sia dell'organizzazione che degli stakeholder interni ed esterni.

## **CAPITOLO 2. IL BOARD AZIENDALE: TEORIE ANALIZZATE E TEMI EMPIRICI**

### **2.1 CONCETTI DI BASE SULLA COMPOSIZIONE DEL BOARD**

In questo capitolo si prenderanno in considerazione le maggiori teorie sulla composizione del *board* aziendale , per vedere come saranno rispecchiate dai *board* delle aziende partecipanti al programma pilota.

Nell'organizzazione aziendale il *board*, ovvero il consiglio di amministrazione ( CdA) è l'organo collegiale affidatario della gestione delle società per azioni e di quelle società la cui disciplina è analoga .

I membri del consiglio di amministrazione, i cosiddetti *directors* nei paesi anglosassoni, non devono obbligatoriamente essere soci dell'azienda ( ad eccezione dell'ordinamento francese ) ed in alcuni ordinamenti c'è addirittura la possibilità che questa carica possa essere ricoperta da persone giuridiche ( USA, Paesi Bassi, Inghilterra, Francia, etc..) e solitamente sono eletti dall'assemblea dei soci.

Esiste la figura di Amministratore unico negli ordinamenti, come quello italiano, che consentono la nomina di una sola persona che ricopre il ruolo, agendo quindi come organo monocratico.

Nel caso in cui invece la *governance* della società fosse basata sul sistema dualistico ( *two-tier system* ), di concezione tedesca, al posto del consiglio di amministrazione ci saranno due differenti organi collegiali:

1. *Supervisory Board* : ovvero il consiglio di sorveglianza, eletto dall'assemblea degli azionisti, il quale dura in carica circa tre anni e deve essere composto da almeno tre membri. E' una valida soluzione per creare una separazione tra i soci e l'organo che si occupa di gestire l'azienda in quanto racchiude in sé delle

competenze che, nel modello monistico sono richieste in parte all'assemblea ed in parte al collegio sindacale.

2. *Management Board* : consiglio di gestione, il quale detiene l'esclusiva responsabilità di gestire e dirigere l'azienda compiendo tutte le azioni volte al raggiungimento dell'oggetto sociale. E' eletto dal consiglio di sorveglianza e deve essere formato da almeno due membri, i quali non devono fare parte al contempo dello stesso *Supervisory Board*.

Per la sua natura collegiale, il consiglio di amministrazione non ha la possibilità di condurre quotidianamente l'azienda, infatti questo ruolo è prerogativa. I manager sono nominati e destituiti dal CdA, il quale controlla il loro operato e fissa la loro remunerazione, occupandosi invece delle decisioni non delegabili , come quelle strategiche di base.

Il Presidente del CdA è membro del consiglio stesso, con il compito di presiedere, convocare e dirigere i *meetings* del *board*. Eletto dall'assemblea dei soci o dallo stesso consiglio.

Nelle società statunitensi il presidente ( *chairman* ) del consiglio di amministrazione può differire dal presidente ( *president* ) della società, il quale invece può ricoprire la carica di *Chief Executive Officer* ( *CEO* ), oppure di *Chief Operating Officer* ( *COO* ) nelle realtà più grandi.

Il presidente può essere affiancato da uno o più vicepresidenti ed ha inoltre il supporto del Segretario della società.

Negli ordinamenti che adottano il sistema dualistico tedesco e che quindi hanno scisso il CdA in due organi collegiali , vi sono invece due presidenti, uno per ogni organo.

Si distinguono, a tale proposito, gli amministratori esecutivi ( *executive directors* ), che sono anche manager della società, dagli amministratori non esecutivi ( *non-executive directors* ), che invece non lo sono.

La caratteristica principale di un membro esecutivo è quella di assolvere un incarico esecutivo nell'amministrazione e gestione della società mentre gli amministratori non esecutivi sono indipendenti dalla gestione aziendale. Nella teoria contemporanea della *corporate governance* si incoraggia la presenza di *non-executive directors* per assicurare un efficace controllo sul management, visto che, da questo punto di vista gli amministratori esecutivi possono trovarsi in conflitto d'interesse.

Un controllo efficace è assicurato dalla presenza, tra i *non-executive directors*, di amministratori indipendenti (*independent directors*), i quali sono stati scelti in modo da soddisfare alcuni requisiti personali che garantiscano che il loro operato sia volto esclusivamente al bene dell'azienda e non all'interesse del management o dei singoli azionisti.

E' proprio questo il motivo per cui si considera *best practice* separare il ruolo di presidente del CdA da quello di vertice del management, nonostante sia tuttora diffusa la pratica della *CEO duality*, ovvero dell'unione dei due ruoli nella stessa persona.

Gli statuti societari decretano la durata del mandato degli amministratori ( la legge definisce una durata massima, è a discrezione dello statuto trovare la posizione migliore nell'arco temporale predefinito ). E' facoltà dell'assemblea revocare gli amministratori prima del termine del loro mandato, in alcuni ordinamenti viene richiesta la condizione di giusta causa mentre in altri la loro revoca o la loro destituzione è libera.

Per cercare di capire più approfonditamente quali possono essere le varie sfaccettature nella composizione dei board aziendali e quali i principali problemi di governance si sono prese in considerazione le maggiori teorie manageriali relative alla corporate governance.



## 2.2 LE TEORIE

### 2.2.1 TEORIA DELL'AGENZIA

Così Jensen e Meckling nel 1976 definiscono la teoria dell'agenzia:

*“Per relazione di agenzia si intende un contratto in base al quale una o più persona (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per conto suo una data mansione, che implica una delega di potere all'agente.”*

In questo contratto vi è insito un conflitto di interessi tra principale ed agente i quali hanno obiettivi da perseguire diversi tra di loro e da ciò nascono due tipi di costi differenti:

- I costi di agenzia: veri e propri costi legati al contratto e a carico del principale, per monitorare l'attività dell'agente. Possono essere diminuiti limitando le divergenze presenti tra i propri interessi e quelli dell'agente e incentivando l'agente di modo che operi nella maniera migliore.
- Il *bonding cost*: sostenuto dall'agente, il quale rinuncia ai vantaggi che potrebbe raggiungere nel caso in cui non dovesse rispettare l'accordo con il principale. Si tratta perlopiù di costi residui che nascono nel momento in cui l'agente decide di non mettere in pratica in maniera ottimale i suoi compiti nei confronti del principale.

Gli studiosi in merito hanno due visioni differenti riguardo il rapporto di agenzia, riassumibili in una sua visione positiva e al contrario una negativa.

Le teorie positive hanno studiato più da vicino il rapporto di agenzia che si crea tra i manager delle grandi aziende, prendendo come modello quelle statunitensi, e gli azionisti stessi.

Dagli studi di Vishny e Shleifer (1997) si evince che la *corporate governance* è basata sul rapporto tra chi gestisce l'azienda e chi apporta capitale finanziario a supporto dell'attività aziendale. Basti pensare dunque alle S.P.A. , nelle quali l'interesse primario degli azionisti è quello di massimizzare i loro investimenti, mentre dal lato del management c'è il desiderio di rinforzare la propria posizione arrivando, a volte per un tornaconto personale, ad agire con comportamenti opportunistici.

I tre postulati presi analizzati per comprendere più nel dettaglio il conflitto di interesse tra proprietà e gestione dell'azienda (Matsumura, 2005):

1. L'avversità al rischio che ha il management è molto maggiore rispetto a quella degli azionisti, i quali hanno la possibilità di operare una diversificazione del loro portafoglio in base alla loro propensione in questo campo
2. C'è la possibilità per il management di poter ottenere dei benefici in termini economici o anche a livello personale. Questa possibilità invece non è concessa agli azionisti.
3. Mentre gli azionisti considerano un arco temporale piuttosto lungo per effettuare le loro valutazioni, il management si concentra su un periodo nettamente più breve in quanto sono assoggettati alla società da un rapporto che implica obiettivi a breve termine.

Le principali cause scatenanti per i problemi legati alla teoria dell'agenzia risultano quindi essere la limitata razionalità degli individui e il *moral hazard* messo in atto, spesso e volentieri dal management.

Sorge a questo proposito la necessità, per gli azionisti, di attuare un sistema di monitoraggio dell'operato del management, attraverso dei contratti che mettano un vincolo alle azioni messe in atto dall'agente. Al fine di sancire un rapporto che sia vantaggioso, ma allo stesso tempo che abbia delle limitazioni sancite da regole sono state definite le seguenti azioni da mettere in pratica:

1. Stimolare la competizione per ottenere l'incarico di manager. Il principale potrà contare su una resa migliore da parte dei manager nel momento in cui innesca un meccanismo che implichi la possibilità di effettuare delle sostituzioni in caso di scarso rendimento;
2. Affidarsi ad un mercato dei capitali efficiente per ridurre i costi di agenzia;
3. Porre un terzo organo a controllo dell'operato del management per ratificare e analizzare approfonditamente tutti gli atti a tutela degli azionisti.

### **2.2.2 STEWARDSHIP THEORY E RESOURCE DEPENDENCE THEORY**

Secondo la teoria dell'agenzia la relazione tra *CEO duality* e performance aziendale non produce risultati positivi, tuttavia esiste un'altra teoria che invece ribalta queste ipotesi.

Nella teoria dell'agenzia l'agente è sempre visto come un individuo che tende a massimizzare i propri interessi in maniera opportunistica a scapito degli altri stakeholder, ma sono stati trovati alcuni fattori che possono bilanciare il comportamento dell'agente. Secondo Donaldson alcuni di questi stimoli possono ricondursi a fiducia, rispetto per l'autorità e motivazione.

La *stewardship theory* si rivela essere un modello diametralmente opposto alla teoria dell'agenzia in quanto basato in primo luogo sulla fiducia del principale nei confronti dell'agente, il quale viene considerato dal primo come il migliore gestore dei beni dell'azienda.

A supporto di questa teoria troviamo altre ricerche importanti, come la *resource dependence theory* (Davis e Crobb, 2010). Questa teoria vede l'azienda come un'organizzazione aperta, fortemente dipendente sia dal contesto ambientale nel quale opera che dagli agenti esterni.

Le aziende non vengono interpretate come organizzazioni che operano in autonomia, ma come entità che necessitano costantemente di una rete di input derivanti dall'esterno, siano essi materiali, risorse umane, ecc.. . E' quindi possibile prevedere che le aziende, secondo questa visione, operino in una condizione di grande incertezza, in quanto le interdipendenze con l'esterno sono solite sottostare a forte imprevedibilità e hanno molte difficoltà a predire gli scenari che si presenteranno in futuro.

Per minimizzare i rischi apportati dall'incertezza dell'ambiente esterno è necessario ricercare la creazione di relazioni con i maggiori soggetti economici in grado di influire sul contesto in cui si opera. Vengono dunque stabiliti dei contatti con lo scopo di ridurre il potere di altre realtà presenti nello stesso contesto per aumentare la propria influenza. Ciò è praticabile attraverso fusioni e *joint ventures* che possono portare al miglioramento della performance aziendale sfruttando legami commerciali appositi.

La visione elaborata dall'economista americano Jeffrey Pfeffer, sulla teoria della dipendenza dalle risorse è più incentrata sul ruolo del *board*. Le competenze proprie dei membri del consiglio infatti non sembrano essere totalmente casuali ma devono essere in un certo qual modo connesse all'ambiente competitivo in cui opera la società. Pfeffer ha riscontrato ad esempio che le imprese che necessitano di un ingente quantità di risorse finanziarie molto spesso presentano, all'interno della rosa dei propri consiglieri, individui contemporaneamente presenti nei *board* di importanti istituti finanziari. Da qui la percezione che la composizione del board aziendale sia fortemente collegata all'ambiente esterno, in quanto l'analogia si è riscontrata per molti settori con necessità differenti.

Da queste considerazioni è possibile vedere la *CEO duality* da una nuova prospettiva, rivalutandola come una pratica di *corporate governance* tendenzialmente buona per le seguenti motivazioni:

- “ *L'ampia discrezionalità di un CEO che ricopre anche la carica di presidente del consiglio di amministrazione rende spesso più facile l'implementazione delle scelte strategiche e aiuta a superare situazioni di inerzia organizzativa*” (Pfeffer e Salancik, 1978)

- “ *La duality aumenta considerevolmente l'importanza del ruolo del CEO, incrementandone il potere e il locus of control, e diminuendo di conseguenza la rilevanza degli altri stakeholder*” (Hambrick e Finkelstein, 1987);
- “ *Un unico leader all'interno dell'impresa migliora l'interpretazione degli eventi che accadono all'esterno dell'impresa*” (Pfeffer e Salancik, 1978).

### **2.2.3 TEORIA DELLA DIVERSITA' E DIVERSITY MANAGEMENT**

Parte dell'analisi dell'elaborato è collegata al ruolo della donna nel *board* aziendale. Si è cercato di capire se in un certo qual modo la presenza femminile nel consiglio di un'azienda avesse portato ad un avvicinamento della stessa al Programma Pilota del IIRC, e allo stesso tempo se un'azienda facente parte del programma avesse avuto un incremento della presenza di donne nel proprio consiglio di amministrazione.

A supporto di questa analisi si è deciso di prendere in considerazione la teoria della diversità ed il *diversity management*. Con questo termine si intende considerare la presenza di minoranze sul luogo di lavoro, possano esse essere legate al sesso, all'etnia o alla religione.

E' “*un approccio diversificato alla gestione delle risorse umane, finalizzato alla creazione di un ambiente lavorativo inclusivo, in grado di favorire l'espressione del potenziale individuale e di utilizzarlo come leva strategica per il raggiungimento degli obiettivi organizzativi*”

(Barabino M.C., Jacobs B., Maggio M.A., 2001); ciò significa che si mira a prendere in considerazione e valutare quello che è il potenziale del singolo soggetto mettendone in evidenza la sua unicità partendo dal presupposto che le sue *skills* potrebbero rivelarsi utili in vista delle nuove sfide proposte dal mercato esterno.

La società degli ultimi decenni ha subito dei cambiamenti e i driver di questi cambiamenti sono principalmente i fattori demografici che hanno portato alla crescente

diversificazione della forza lavoro sia dal punto di vista culturale che dal punto di vista dello *know-how*. Hanno sicuramente influito anche fattori in ambito legale e delle politiche sociali.

Il termine *diversity management* è stato coniato nell'America di fine anni'80, con la pubblicazione, da parte dello Hudson Institute, di “ *Workforce 2000*” , il primo studio sulla composizione etnica della forza lavoro che era prevista per il 2000 .

La relativa disciplina iniziò invece ad avere la sua evoluzione ed il suo seguito negli anni '90, con l'incalzante ritmo della crescente globalizzazione, la quale ha portato molti paesi occidentali ad interfacciarsi quotidianamente con il multiculturalismo, visto come valore e potenziale da valutare nel momento in cui si sarebbero studiate nuove strategie.

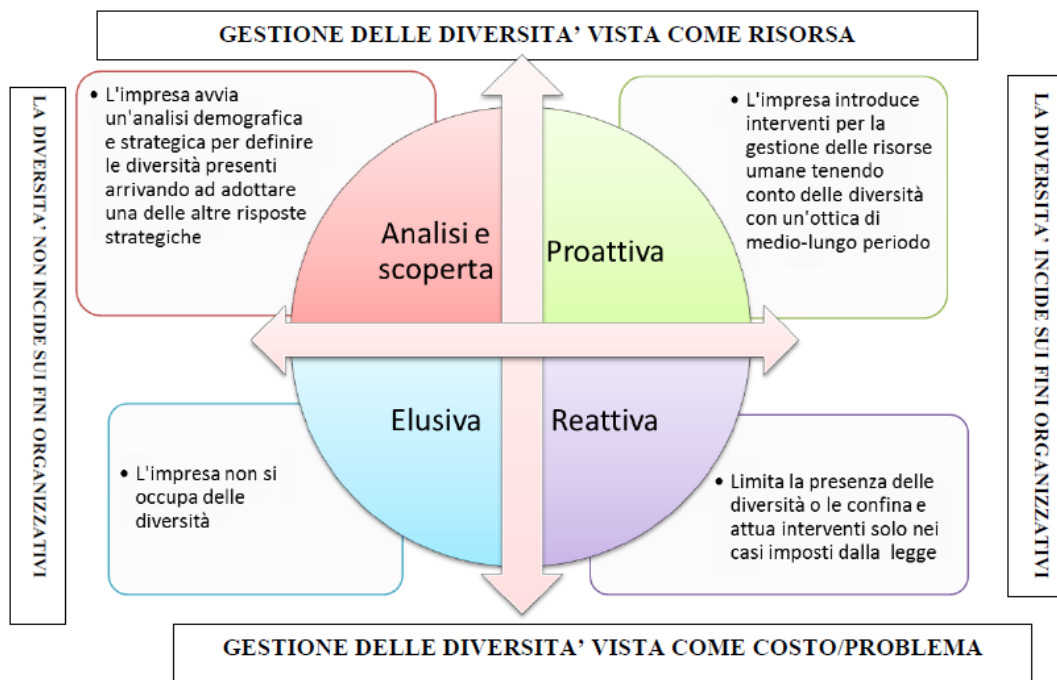
Il *diversity management* disciplina e cataloga più tipi di diversità e ne propone molteplici possibilità di catalogazione:

- Primarie / Secondarie: le diversità primarie sono insite nell'individuo e non è possibile modificarle (ad esempio sesso, razza, età, caratteristiche fisiche). Si parla invece di diversità secondarie quando queste subiscono delle modifiche nel corso della vita del soggetto.
- Variabili / Invariabili: sono variabili le differenze legate a età, stato civile, funzione organizzativa, mentre sono invariabili caratteristiche come razza, orientamento sessuale, background economico e sociale.
- Visibili / Non visibili : le prime sono quelle immediatamente identificabili, mentre le altre non sono visibili subito ma dopo un'analisi più approfondita.

Per gestire le diversità di modo da trarne un vantaggio strategico l'organizzazione ha il compito di studiare internamente due *key dimensions*:

1. Considera le diversità come opportunità oppure come costi,
2. Cerca di capire se la diversità andrà ad incidere o meno sull'organizzazione aziendale.

Figura7.



Fonte: Riccò R., 2007, "Gestione della diversità: sfida presente e futura per le imprese"

Secondo Riccò (2008) un'organizzazione che si può definire proattiva sarà l'unica a mettere in atto un grande numero di interventi volti a gestire le diversità, senza però attuare una vera e propria strategia di gestione esplicita. Sarà propensa ad effettuare interventi integrati nella strategia generale dell'azienda e concatenati tra loro, rivolti a tutti i lavoratori e non solo ad un determinato segmento.

Molti studi hanno dimostrato che le politiche di inclusione hanno apportato palpabili miglioramenti in aree differenti, quali il management, la gestione delle risorse umane, la gestione degli obiettivi e la pianificazione e soprattutto la comunicazione ( Keil M. et al., 2007).

Ci sono vantaggi morali quando il capitale umano ha maggiore eterogeneità e allo stesso tempo maggiore soddisfazione. Come mostra la figura uno degli aspetti che vengono maggiormente apprezzati è proprio l'aumento del *commitment* interno del riconoscere la diversità come un valore di base.

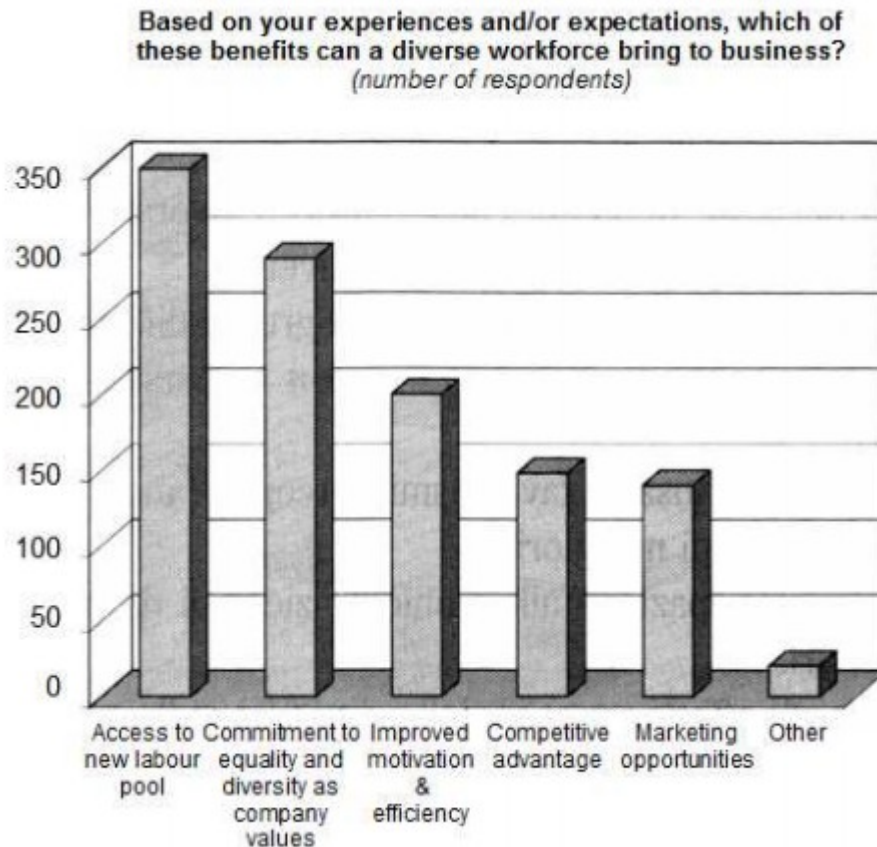


Figura 8.

Fonte: Percezione dei benefici della diversità da parte di un campione di imprese comunitarie (Fonte: Castellucci P., Martone A., Minelli E., Reborà G., Traquandi L., Diversity Management. La diversità nella gestione aziendale, IPSOA, 2009, p. 21)

## 2.3 I TEMI EMPIRICI

### 2.3.1 LA CEO DUALITY

Gli studi relativi alla composizione del *board* si sono soffermati particolarmente sulla presenza e coesistenza di *executive* e *non-executive directors* e sulla loro influenza nell'azienda.



Come già anticipato, c'è una forte spinta alla presenza di consiglieri non esecutivi ed indipendenti, i quali dovrebbero portare ad un miglioramento in ambito di obiettività. Sono inoltre visti come portatori di *know how* specifici in quanto provengono da determinati settori (Rizzo e Marra, 2010).

Oltre alla presenza di *non-executive* si cerca di spingere sempre di più, anche a livello legislativo, alla separazione del ruolo *CEO* da quello di Presidente del consiglio di amministrazione.

Questo fenomeno si verifica sovente, in particolare nelle aziende di grosse dimensioni e la sua diffusione non è rilevata in maniera più incisiva in un determinato settore piuttosto che in un altro (Heidrick e Struggles, 1987).

Il fatto che le due cariche siano ricoperte dalla stessa persona genera una situazione rischiosa in quanto nello stesso soggetto sono incentrati troppi poteri che potrebbero portare a comportamenti opportunistici a danno degli azionisti.

In Italia il Codice di Autodisciplina (2011) consiglia che l'attribuzione delle due cariche spetti a due soggetti distinti. Per far sì che l'operato del consiglio risulti corretto e imparziale è stata prevista una specifica figura, quella del *lead independent director*. Il suo ruolo è quello di operare a tutela dei *non-executive directors* ed è al contempo un garante per coloro che apportano capitale finanziario. Si occupa della tutela dei soci con lo scopo di minimizzare dove possibile i costi di agenzia, coordinando l'attività svolta e fornendo loro le informazioni salienti riguardanti l'andamento societario.

Coloro che hanno introdotto e approfondito il tema della *CEO duality* in una prospettiva sostengono che, se in un'azienda le due cariche sono ricoperte dalla medesima persona l'orientamento che segue sia consolidato e non influenzato in quanto derivante dalle intenzioni di un solo individuo. Inoltre, il presidente, essendo membro interno, possiede una conoscenza a tuttotondo dell'azienda rispetto ad un altro individuo che precedentemente non è mai entrato in contatto con l'impresa.

Il partito opposto invece, supportato da studiosi del calibro di Lorsch e Weidenbaum, è convinto del fatto che la divisione dei ruoli consenta all'azienda di rendere più oggettiva la valutazione della performance e soprattutto del management.

### **2.3.2 GLI EFFETTI DEL BOARD SIZE SULLA PERFORMANCE AZIENDALE**

Le relazioni tra le performance aziendali e le diverse caratteristiche del *board* prendono in considerazione anche l'aspetto della numerosità dello stesso.

Per capire in che modo questi due aspetti siano collegati si intende partire dallo studio empirico di diversi studiosi (Yermack, 19996 ; Eisenberg, Sundgren and Wells, 1998)

Secondo questo studio si ritiene che l'efficacia nell'operato di un *board* diminuisca nel momento in cui la dimensione dello stesso aumenti sopra ad un certo livello (sono fortemente consigliate formazioni di sette – nove membri).

David Yermack, docente di Finanza alla NYU Stern School of Business presso la New York University ha scoperto una correlazione negativa tra le dimensioni del *board* e il fattore Q di Tobin e un'analogia con la numerosità del *board* rapportata negativamente con diverse misure di *Profitability*. Eisenberg, Sundgren e Wells allo stesso modo hanno trovato una correlazione negativa tra la numerosità del *board* e il ROA.

Questa associazione negativa tra numerosità del *board* e *corporate performance* è esplicativa del fatto che sia i problemi di coordinazione/comunicazione, che i problemi legati alla teoria dell'agenzia si inaspriscono con l'aumento del numero dei membri del consiglio.

Come già visto i problemi di agenzia nascono da un'applicazione disfunzionale ed opportunistica delle norme di comportamento del management. Lipton e Lorsch (1992) concordano sul fatto che i membri del *board* solitamente non tendono a criticare le decisioni dei top manager o intrattengono dibattiti schietti sulle performances

dell'azienda. Questo comportamento è più pronunciato nel momento in cui si prendono in considerazione dei *board* più corposi perché il costo che deve sostenere ogni singolo membro, per non esercitare nel modo migliore il controllo sul management è proporzionalmente inverso all'aumento del numero dei membri.

Jensen (1993) asserisce che quando un consiglio ha più di sette – otto membri, questi tendono ad essere meno efficienti per cui risulta più facile per il CEO avere il controllo sull'intero organo. Infatti, all'aumentare del numero dei membri diventa tendenzialmente è più difficile convocare dei *meetings* per prendere determinate decisioni e raggiungere un consenso. Si innesca un processo di *decision-making* lento e meno efficiente. Il problema di coordinazione e di comunicazione in un consiglio numeroso non solo rallenta gli accordi e l'operato della *governance*, ma allo stesso tempo modera il *trend* decisionale, in quanto tende a smussare le opinioni dei membri più estremisti. Una riunione del consiglio sarà quindi molto più simile ad una negoziazione fatta di compromessi piuttosto che ad un dibattito con posizioni molto contrastanti in quanto non sarà mai raggiungibile un punto di equilibrio tra il volere di ogni singolo membro.

In altre parole i *boards* più numerosi sono più assoggettati al potere del *CEO*. L'evidente relazione tra il potere esercitato dal *CEO* e la volubilità della performance aziendale ha due letture differenti:

- quando l'amministratore delegato è meno potente rispetto agli altri dirigenti, deve ottenere il consenso o l'approvazione di un numero maggiore di dirigenti.
- potenti manager hanno un incentivo a impegnarsi in attività di riduzione del rischio. Gli stessi Bertrand e Mullainathan asseriscono che i manager protetti dalle leggi antitakeover (ovvero le leggi che vietano o limitano fortemente la possibilità, in alcuni sistemi nazionali, di acquistare un'altra società, soprattutto nel caso in cui si tratti di acquisizioni ostili) sono meno portati all'azzardo di creare dei nuovi piani di azione a discapito di quelli già adottati.

### 2.3.3 L'INFLUENZA DELLA DIVERSITA' DI GENERE SULLE PERFORMANCE AZIENDALI

La *gender diversity* è un filone degli studi sulla *diversity* che si concentra esclusivamente sulla differenza di genere. Nasce con le correnti femministe degli anni '90 e la teoria base di questo filone di pensiero è “*Hierarchies, Jobs, Bodies: A Theory of Gendered Organizations*”, di Acker J., 1990.

Acker sottolinea che, nonostante i numerosi studi sulla situazione lavorativa delle donne a livello mondiale, non erano mai stati fatti degli studi sul legame tra donna lavoratrice e azienda, studi che avrebbero potuto guidare la società nel processo di superamento dei numerosi stereotipi diffusi all'interno delle imprese.

Argomento di studio che ha sicuramente catalizzato l'attenzione di tutto il mondo degli affari è quello riguardante la relazione tra performances dell'azienda e presenza di donne all'interno di essa, più precisamente nel *board*. E' stata presa in considerazione l'analisi effettuata da Catalyst, famosa società di consulenza, la quale ha analizzato campione di organizzazioni incluse nella lista Fortune 500 (una lista stilata ogni anno e pubblicata da “Fortune” nella quale vengono classificate le 500 migliori imprese usa in base al loro fatturato).

Lo studio di Catalyst vuole stabilire l'esistenza di un legame empirico tra diversità di genere nella leadership aziendale e performance finanziaria. La società di consulenza ha fatto una lista di tutte le aziende che sono apparse nella fortune 500 dal 2005 al 2009 e i corrispondenti riferimenti finanziari sono stati estrapolati dal database *compustat* di Standard's & Poor's.

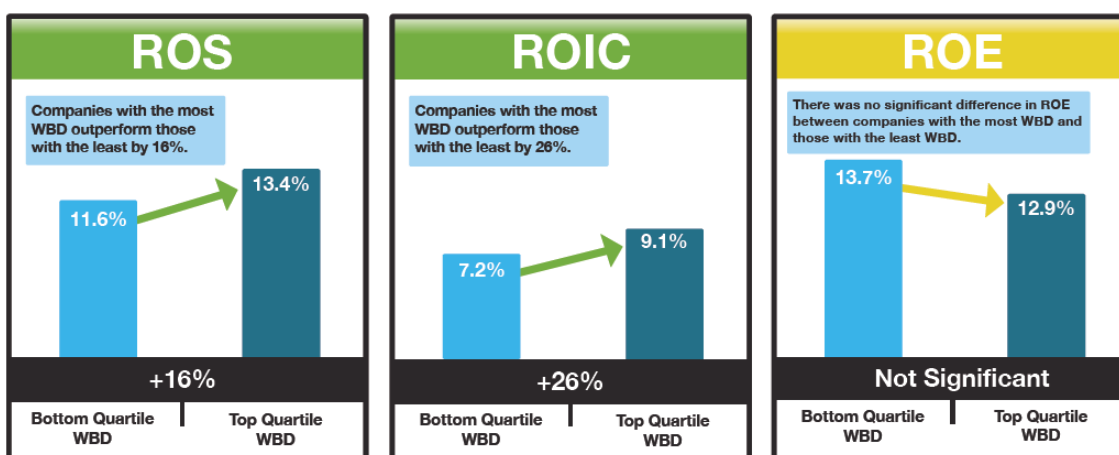
Il campione utilizzato conta un totale di 524 aziende divise da Catalyst in due differenti *portfolios*.

1. *Top quartile portfolio*: comprende le 129 aziende che hanno la percentuale più alta di donne come membri del *board*. La media complessiva è del 25% di donne, contando una posizione massima del 44% ed una minima del 19%

2. *Bottom quartile* : comprende le 133 aziende che hanno la più bassa percentuale di donne nel *board*, qui la media complessiva è del 4%, calcolata in un *range* che va dallo 0% al 9% di presenze femminili.

Vengono inizialmente calcolate le differenze tra le medie dei due portfoli, sono stati di seguito effettuati da Catalyst dei test statistici. Sono state riscontrate differenze significative per le medie dei 2 quartili per quanto riguarda il *ROS* ( *Return on Sales* ) e il *ROIC* ( *Return On Invested Capital* ) . Non ci sono invece differenze significative per il *ROE*( *Return on equity* ).

Figura 9.



Fonte: THE BOTTOM LINE: CORPORATE PERFORMANCE AND WOMEN'S REPRESENTATION ON BOARDS (2004–2008), Women Board Directors: A comparison of economic results (2011)

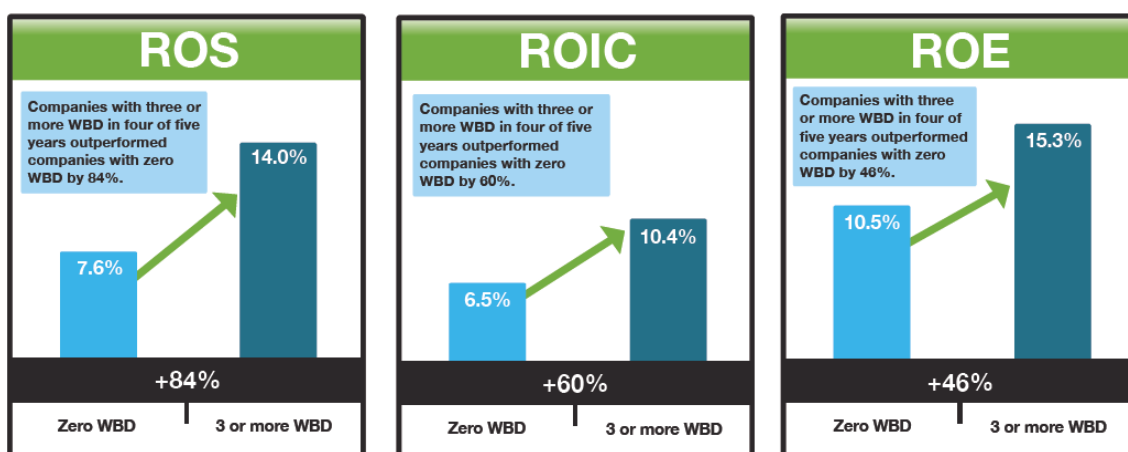
E stata fatta anche una seconda analisi, volta a capire se il legame empirico è più pronunciato quando c'è un impegno prolungato nella considerazione delle diversità di genere. Questa volta le aziende sono state divise in due gruppi in base ad una presenza fissa di donne nel *board* :

1. 0 WBD ( *Zero Women Board Directors* ) : presenza nulla di donne nel *board* negli ultimi 5 anni. Portfolio composto da 24 aziende con WDB media di 0,00 – 0,02 durante l'arco temporale considerato.

- 3 or more WBD ( *Three or more Women Board Directors* ): presenza di 3 o più donne nel *board* negli ultimi 5 anni. Portfolio formato da 48 aziende per le quali il valore medio WBD negli ultimi cinque anni andava da 2,8 – 5,8.

A seguito dei test statistici effettuati da Catalyst si sono riscontrati dei risultati significativi in relazione a tutti e tre i parametri considerati, ossia ROS, ROIC e ROE.

Figura 10.



Fonte: THE BOTTOM LINE: CORPORATE PERFORMANCE AND WOMEN'S REPRESENTATION ON BOARDS (2004–2008), Financial Performance at Companies With Three or More WBD vs. Those With Zero WBD (2011)

Lo studio di Catalyst ha quindi dimostrato che esiste una correlazione tra performance finanziaria e differenza di genere. La spinta per poter sfruttare questo collegamento con lo scopo di migliorare tutto il sistema di *governance* deve sicuramente partire da una buona gestione della *gender diversity*. “ *Aziende che puntano alla diversificazione di genere nel board* ”, a detta della presidente di Catalyst Ilene H. Lang, “ *sono aziende intelligenti, che raggiungeranno presto una maggiore indipendenza, innovazione e un migliore sistema di corporate governance* ”.

## **CAPITOLO 3. ANALISI EMPIRICA SULLE AZIENDE PARTECIPANTI AL PROGRAMMA PILOTA**

### **3.1 COSTRUZIONE DELLE IPOTESI DI VERIFICA**

Le ipotesi formulate ai fini dell'elaborato sono di seguito descritte.

#### **Ipotesi 1.**

*Si ritiene che la presenza di donne all'interno del board aziendale abbia influito sulla partecipazione dell'organizzazione al Programma Pilota.*

In poche parole si vuole capire se la presenza di *directors* donna possa portare ad un avvicinamento dell'azienda all'ideologia proposta dall'IIRC in tema di reportistica aziendale. E' quindi possibile che le aziende con un numero più alto di consiglieri donna abbiano avuto una spinta maggiore verso la partecipazione al programma pilota? Non ci sono teorie specifiche a supporto di questa ipotesi per cui si può semplicemente teorizzare una risposta in base alla propensione in questo ambito di soggetti femminili e maschili. Si è deciso di prendere in considerazione l'analisi del 2010 delle studiosse Avivah Wittemberg – Cox e Alison Maitland sulla frequenza dei comportamenti di leadership espressa in maniera differente da donne e uomini.

Figura 13.

<b>Più frequente nelle donne</b>	<b>Più frequente negli uomini</b>	<b>Stessa frequenza in entrambi i sessi</b>
Sviluppo del personale	Processo decisionale individualistico	Stimolo intellettuale
Aspettative e riconoscimenti	Controllo e azione correttiva	Comunicazione efficiente
Modello di ruolo		
Esempio ed ispirazione		
Processo decisionale partecipativo		

Fonte : Wittenberg-Cox A., Maitland A., 2010

Sono più frequenti nei membri di genere femminile comportamenti volti alla gestione e allo sviluppo delle risorse umane e all'organizzazione del sistema di aspettative e di riconoscimenti da mettere in atto. È stato inoltre riscontrato, in maniera più preponderante che per i colleghi di sesso maschile, un orientamento verso l'esterno della realtà aziendale, traducibile con una ricerca di stimoli ed opportunità che si trovano fuori dal contesto nel quale l'organizzazione opera. Questa propensione potrebbe in parte portare le aziende con una maggiore percentuale di membri donna nel *board* a voler dare una visione aziendale a tuttotondo agli stakeholder esterni, attraverso la produzione di un report che prenda in considerazione non solo i risultati economico – finanziari dell'organizzazione, ma anche l'incidenza avuta nella sfera ambientale e sociale del contesto in cui si opera.



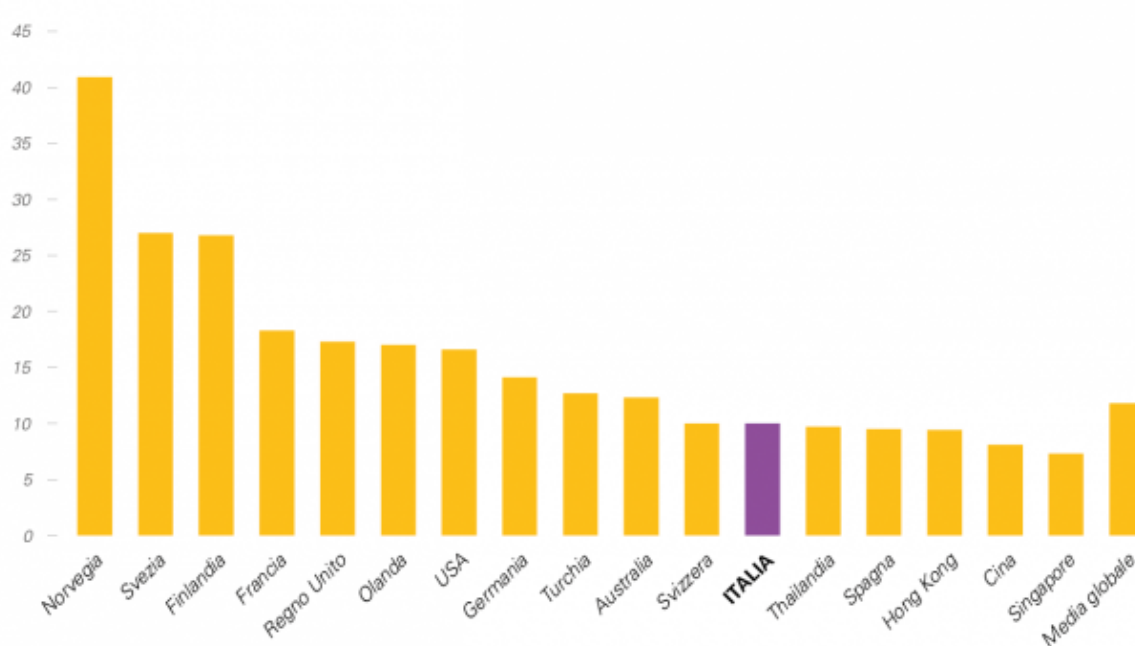
## **Ipotesi 2.**

***Si ritiene che la partecipazione al Programma Pilota abbia portato ad un incremento del numero di donne all'interno del board aziendale.***

Nel momento in cui l'azienda abbraccia i principi dell'IIRC e i postulati definiti nel *Framework* c'è un incremento della presenza di donne nel *board*? Può questa partecipazione al programma far sì che ci sia una revisione della composizione del *board* in termini di genere? Questa valutazione può essere fatta solo al termine della durata del programma pilota e comprende l'orizzonte temporale di un quadriennio. Nell'ultimo decennio la tematica della presenza di donne nei consigli di amministrazione è stata al centro di numerosi dibattiti in tutto il mondo e soggetto di normative in molti Paesi, in particolare Europei. Nel 2003 ad esempio la Norvegia ha approvato un disegno di legge volto ad incrementare la presenza delle donne nei consigli di amministrazione delle aziende quotate alla Borsa di Oslo, seguita nel 2007 da una normativa analoga per le aziende spagnole. Anche in Italia le leggi sulle Quote Rosa nei *board* delle aziende, ed in particolar modo delle aziende quotate hanno favorito l'aumento di consiglieri donna.

Secondo un'analisi della *Consob* effettuata nel 2012, quindi durante il secondo anno di vita del Programma Pilota, il trend globale relativo alla presenza di donne nei CdA era così descritto:

Figura 14.



Fonte: Consob, 2012

I dati del grafico espressi in percentuale dimostrano che a livello europeo la nazione con il più alto tasso di presenza femminile nel CdA è la già citata Norvegia, con il 40% di donne all'interno del *board*. Risultati analoghi sono stati rilevati per le altre nazioni scandinave mentre la media europea si aggira sul 15%. La media globale è invece stata stimata attorno al 12%.

E' quindi presumibile che durante il quadriennio ci sia stato un aumento della percentuale di donne nel *board*, ma solamente le rilevazioni statistiche che verranno espone in seguito potranno appurare se questo incremento è in qualche modo collegato alla partecipazione al Programma dell'IIRC oppure se si tratta semplicemente di un trend crescente a livello globale a sé stante.

### **Ipotesi 3.**

***Si ritiene che la percentuale di donne all'interno del board aziendale segua un trend crescente a livello globale nell'ultimo quadriennio.***

Analogamente a quanto appena detto l'andamento della partecipazione delle donne ai *board* aziendali è crescente nel tempo, con un particolare incremento proprio nell'ultimo decennio, per cui sicuramente in base alle evidenze empiriche e alle teorie analizzate la risposta a questo quesito sarà positiva.

### **Ipotesi 4.**

***Si ritiene che nelle aziende partecipanti al programma pilota il tasso di CEO duality sia minore rispetto che nelle aziende del campione Match Sample.***

Si parla del fenomeno di *CEO duality* nel momento in cui è un unico soggetto a ricoprire sia la carica di Amministratore Delegato dell'azienda che di Presidente del Consiglio di Amministrazione. Il consiglio è stato eletto dagli azionisti appositamente per controllare l'operato del management e soprattutto le azioni e le decisioni prese dal *CEO*. Come già anticipato i teorici sono tuttora in conflitto sulla questione della *CEO duality*. C'è una fazione di studiosi convinti che un gran numero di poteri incentrati nella stessa persona possa apportare dei benefici, mentre dall'altra parte i sostenitori della teoria dell'agenzia convengono sul fatto che i due incarichi dovrebbero essere dati a due diversi soggetti. Un unico individuo che racchiude in sé i poteri derivanti da entrambe le cariche creerebbe un conflitto di interessi che potrebbe influenzare in maniera negativa gli interessi degli azionisti stessi. Il *CEO/Chairman* potrebbe infatti dirigere il *board* senza avere come fine ultimo la tutela degli azionisti ma il proprio interesse, portando quindi ad una limitazione del potere di vigilanza del consiglio stesso nei confronti del management.

Dal momento che questo soggetto si sta occupando di gestire gli affari degli azionisti come *CEO* e nel contempo monitora il suo stesso operato in quanto *Chairman* c'è un'impennata dei costi di agenzia teorizzati da Jensen e Mecking. Anche Adam Smith,

in “La Ricchezza delle Nazioni”, 1776, aveva visto, con largo anticipo un comportamento viziato e non rivolto al benessere dell’organizzazione:

*“... it cannot well be expected, that they (directors/managers) should watch over it (joint-stock company) with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery (partnership) frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, on the management of the affairs of such a company.”*

Nel *Framework* IIRC il principio di Affidabilità e Completezza richiede che la *governance* dell’azienda possa garantire una struttura di *leadership* che assicuri decisioni efficaci e volte *in primis* alla creazione e alla massimizzazione di valore per l’organizzazione. Se si pensa alla possibilità, in caso di *CEO duality*, che le decisioni salienti vengano prese da un individuo che potrebbe avere del margine per soddisfare i propri interessi ponendoli prima di quelli della società è possibile intuire come la visione della *corporate governance* da parte dell’IIRC strida con questo fenomeno. Si ha quindi ragione di credere che *CEO duality* e partecipazione al programma pilota non siano due presupposti compatibili e che la percentuale di aziende che hanno un *CEO* il quale ricopre allo stesso tempo la posizione di presidente del consiglio di amministrazione sia inferiore nelle aziende partecipanti al Programma rispetto che nelle aziende del campione *Match Sample*.

#### **Ipotesi 5.**

***Si ritiene che la partecipazione al Programma Pilota abbia portato dei miglioramenti al ROA ( Return on Assets ) dell’azienda.***

La partecipazione al programma dell’IIRC ha portato alle aziende un miglioramento della redditività del capitale investito? Il ROA è un indicatore usato per calcolare in che misura un’azienda è in grado di conseguire reddito attraverso un’attività utilizzando una

determinata quantità di risorse finanziarie. Il calcolo del ROA fornisce una panoramica della bontà dello stato di salute di un'impresa, dando all'esterno una stima della capacità dell'organizzazione di far fruttare il capitale che viene investito in essa.

Trattandosi di un indicatore che varia con il variare del contesto di appartenenza va tenuto conto, nelle comparazioni che si intendono fare, che può fornire informazioni utili e attendibili se confrontato con il ROA relativo agli esercizi precedenti della stessa azienda oppure con il ROA di aziende operanti nel medesimo settore.

$$ROA = \frac{\text{Reddito Operativo} + \text{Redditi extra - caratteristici} + \text{redditi finanziari}}{\text{Totale attivo}}$$

Questo indicatore è scollegato dalla gestione finanziaria dell'azienda e risente invece dei risultati ottenuti dalla gestione dei fattori produttivi e dalle strategie adottate per il posizionamento nel mercato.

Visto che il *Framework* sul quale è basato l'intero programma pilota vuole che nel processo di reporting vengano valutati gli elementi dell'ambiente esterno, sarà posta particolare attenzione sull'analisi del contesto competitivo e sulla scelta della migliore strategia di posizionamento. Se questa procedura venisse rispettata sarebbe possibile che la partecipazione al programma pilota stimolasse un aumento del ROA in quanto la partecipazione ad un circolo virtuoso porterebbe ad una maggiore redditività relativa al capitale investito.

#### **Ipotesi 6.**

***Si ritiene che se un'azienda ha board meetings più frequenti abbia al contempo migliori performances.***

E' prassi credere che aziende che effettuano *meetings* più frequenti abbiano un processo decisionale più attivo ed intenso, che porta a dare una trasparenza maggiore sull'operato del consiglio d'amministrazione. La media del numero dei *meetings* rilevata per il campione di aziende partecipanti al programma pilota nel 2014 è di 10,97 incontri all'anno, per cui queste riunioni avvengono con una cadenza quasi mensile. Per quanto

riguarda invece la media dei *meetings* nel 2014 per le aziende del campione *Match Sample* il risultato è di 9,5 riunioni all'anno. Se un *board* è molto attivo significa che per le azioni svolte dall'azienda c'è un'attenta ed approfondita valutazione; il dialogo tra i consiglieri è stimolato e ciò può portare alla nascita di una maggiore consapevolezza ed affiatamento. Un comportamento opportunistico o poco chiaro da parte dei singoli membri sarà scoraggiato, permettendo di massimizzare il bene dell'organizzazione in termini di obiettivi comuni. E' quindi plausibile pensare che le aziende che hanno *board* più attivi ottengano delle performances migliori.

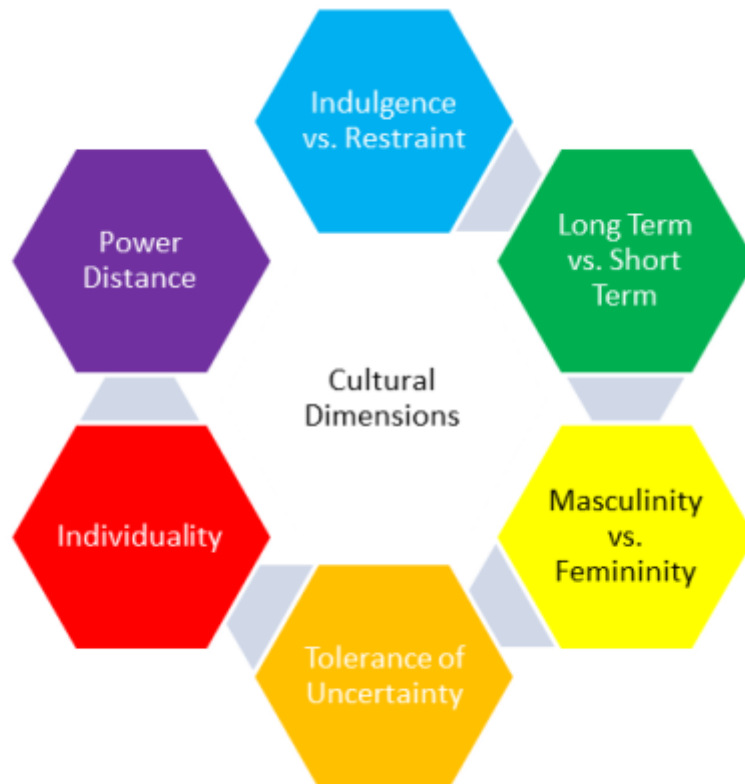
### **Ipotesi 7.**

***Si ritiene che il paese in cui l'azienda ha sede legale , attraverso un sistema di cultura e tradizioni, influenzi la presenza delle donne all'interno del board .***

Ci sono delle aree in cui la leadership femminile è facilitata e al contrario esistono delle zone in cui invece non è accettata? Il fatto che esistano differenze nell'accesso delle donne a posizioni direttive in relazione a diversi Paesi ha sollevato la questione della possibile esistenza di un *country effect*, in particolare se la cultura dei diversi paesi è una determinante nella parità dei sessi nel ricoprire cariche di alto livello.

La cultura di un Paese determina il *pattern* di credenze e valori condivisi dalla quasi totalità dei cittadini e questi valori hanno la capacità di influenzare alcuni iter sociali, con la conseguente creazione di stereotipi e ruoli associati alla diversità di genere. Il problema è che questi stereotipi possano influenzare il percorso di avanzamento in ambito lavorativo per le donne. Un gruppo di studiosi formato da Amelia Carrasco, Claude Francoeur, Isabelle Real, Joaquina Laarga ed Emiliano Ruiz-Barbadillo ha applicato il modello delle dimensioni culturali di Hofstede per spiegare la percentuale di partecipazione delle donne ai consigli di amministrazione delle società di diversi Paesi.

Figura 15.



In particolare le seguenti dimensioni teorizzate da Hofstede hanno portato ad interessanti considerazioni:

- *Power Distance*: nei paesi che hanno un ideale di eguaglianza più radicato e una distanza dal potere ridotta la presenza di donne nel *board* è maggiore.
- *Uncertainty Avoidance*: i Paesi che accettano con più facilità il cambiamento, i comportamenti alternativi e propositivi e che hanno una propensione maggiore al rischio facilitano la presenza femminile nei *boards*.
- *Masculinity vs Femininity*: è chiaro che nei paesi in cui è prevalente uno schema di valori associato ad un modello femminile vi sarà una partecipazione più alta delle donne alle cariche dirigenziali e alle posizioni con responsabilità elevata.

## **Ipotesi 8.**

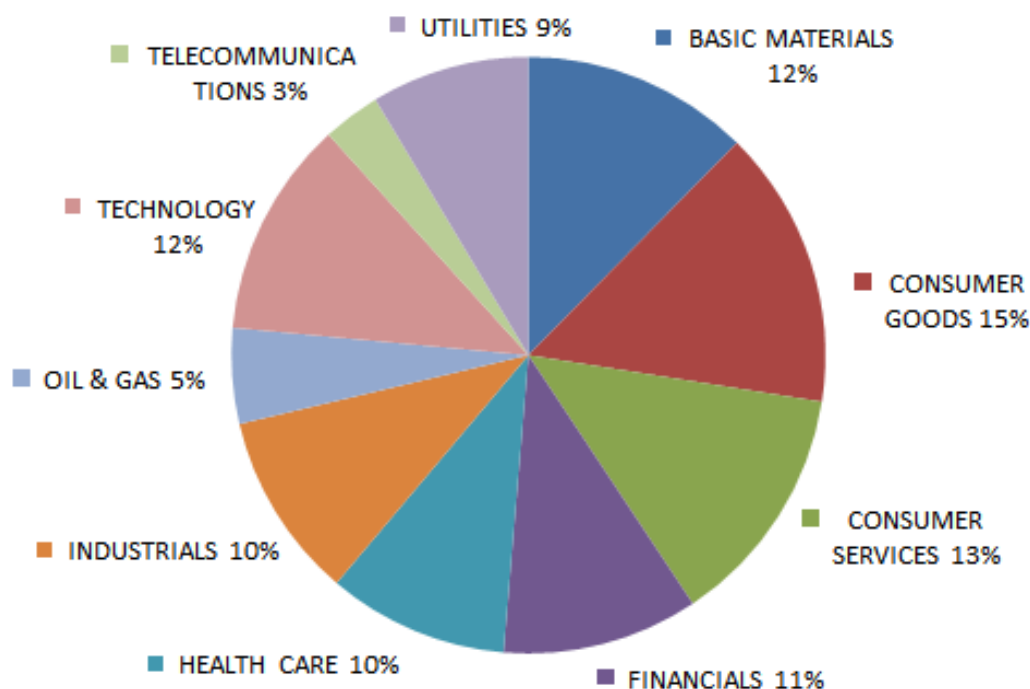
***Si ritiene che il settore industriale nel quale l'organizzazione opera possa influire sulla presenza di donne all'interno del board.***

Ci sono dei settori nei quali le donne hanno possibilità maggiori di raggiungere posizioni dirigenziali? Si sono analizzate le aziende del campione per cercare di capire quali potessero essere i settori più prolifici. Non sono state trovate teorie che portino alla conclusione che un settore è più adatto alle donne piuttosto di un altro, ma sulla base del grafico sotto riportato è possibile formulare alcune considerazioni in merito.

Innanzitutto è possibile notare come la presenza di donne nel *board* sia maggiore nelle aziende che si occupano di beni invece che di servizi. La più alta percentuale di *directors* femminili si trova nel settore dei *Consumer Goods* con il 15%, seguita rispettivamente dal 13% e 12% delle aziende di *Consumer Services* e *Basic Materials*. Coinvolgono una percentuale di donne quasi irrilevante i *boards* d'aziende appartenenti ai settori *Oil & Gas* ( 5% ), *Telecommunications* ( 3% ).



Figura 16.



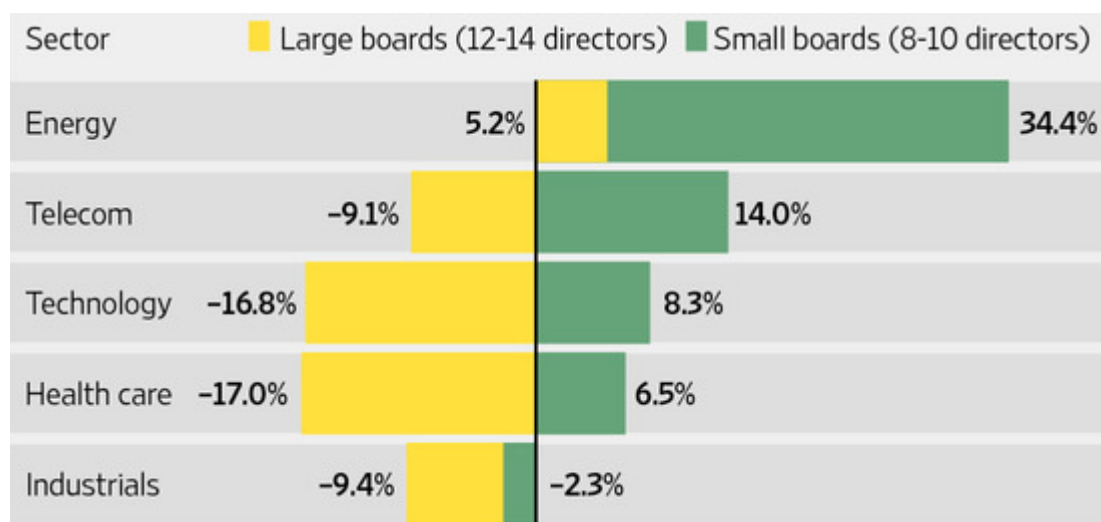
### **Ipotesi 9.**

***Si ritiene che la performance di un'organizzazione sia influenzata dalla numerosità del board aziendale.***

Secondo gli studi di Jensen, all'aumentare del numero dei membri diventa tendenzialmente più difficile convocare i *meetings* validi per prendere determinate decisioni e raggiungere un consenso unanime. Il processo di *decision-making* diventa lento e meno efficiente. La coordinazione e la comunicazione in un consiglio numeroso sono problematiche e non solo portano ad un rallentamento degli accordi e dell'operato della *governance*, ma anche ad una moderazione del *trend* decisionale, in quanto vengono smussate le opinioni dei membri più estremisti. In secondo luogo è possibile che venga compromessa la coesione del consiglio, in quanto i membri saranno meno propensi a condividere uno scopo comune comunicando tra loro in modo chiaro e

pacato, cercando di raggiungere un consenso uniforme. Per concludere, nei *board* più corposi il costo che deve sostenere ogni singolo membro, per non esercitare nel modo migliore il controllo sul management è proporzionalmente inverso all'aumento del numero dei membri, per cui maggiore è la numerosità del consiglio, minore sarà l'incentivo del singolo membro ad agire esclusivamente per il bene dell'organizzazione. Secondo uno studio del GMI Ratings, della MSCI ESG Research Unit, of U.S. esiste anche una differenza di risultati legata alla tipologia di settore nel quale l'azienda opera.

Figura 17.



Fonte: GMI Ratings Study of U.S. Companies, with market capitalization of at least \$10 billion, The Wall Street Journal, Shareholder return between spring 2011 and spring 2014 vs. entire sector.

Il grafico dimostra che le imprese che hanno *board* di diverse dimensioni, nonostante siano da riferirsi a settori differenti, hanno comunque un andamento migliore in termini di performance e di *TSR* ( *Total Shareholder Return* ) rispetto alle aziende con *board* più ampi.

Secondo questi studi è plausibile credere che la numerosità del *board* sia negativamente correlata alla performance aziendale e che quindi un consiglio numeroso non sia la scelta migliore per il bene dell'azienda. Lipton e Lorsch (1992) sostengono che la dimensione ottimale per un *board* sia di otto o nove membri, mentre Jensen (1993) sostiene che dovrebbero esserci al massimo sette o otto consiglieri; in entrambi i casi comunque non viene consigliato di superare la decina.

### 3.2 COSTRUZIONE DEL DATABASE E METODOLOGIA

Aziende e variabili raccolte nel database e metodologie utilizzate per la creazione dello stesso.

Il *database* è stato creato con i dati rilevati per 142 aziende per il periodo che va dal 2010 al 2014. Il campione di aziende è formato da 71 aziende partecipanti all' IIRC *Pilot Program* e altre 71 aziende facenti parte di un campione *Match Sample*.

Le aziende partecipanti al *Pilot Program* sono organizzazioni che hanno deciso volontariamente di entrare a far parte di questo programma e che per rimanere all'interno dello studio ed ottenere la certificazione devono sottostare alle regole del *Framework* IIRC nella produzione del relativo report.

Ai fini dell'elaborato sono state prese in considerazione solo le aziende del *Pilot Program* quotate in borsa e quindi presenti nel database finanziario di *Bloomberg*.

Questa decisione è stata presa soprattutto per poter trattare realtà con grandezza simile e non viziare i risultati comparando organizzazioni con dimensioni fortemente differenti. Per non penalizzare il campione che non è particolarmente numeroso si è deciso di considerare anche le aziende che non hanno partecipato al Programma per l'intero quadriennio, ma almeno per un anno, con la convinzione che una presenza all'interno del programma, seppur limitata, dimostri la volontà dell'organizzazione e l'adeguamento della stessa ai principi guida del *Framework* in ambito di reportistica aziendale.

Il campione delle aziende *Match Sample*, cioè quelle che non hanno mai fatto parte del Programma Pilota sono state scelte in quanto erano presenti delle analogie con le aziende partecipanti al Programma per quanto riguarda la sede geografica dell'azienda e il settore nel quale essa opera. Le variabili rilevanti per costruire il *database* sono *Continent* e *Industry*.

*Continent*: Sono state prese in considerazione aziende *Match* che hanno sede nella stessa area geografica della corrispettiva azienda inserita nel Programma Pilota, di modo da sfruttare le analogie derivanti dalle leggi e dalle norme giuridiche in che esse adottano.

*Industry*: si tratta del settore economico nel quale le aziende operano, si analizzano per cui coppie di organizzazioni che sono legate allo stesso settore.

Una volta creata la lista riportante tutte le aziende da analizzare, si è passati all'estrapolazione dei dati relativi con l'ausilio del *database* di *Bloomberg*. Per ottenere solamente i dati di interesse tra tutte le informazioni aziendali contenute nel database, sono state precedentemente definite una serie di determinanti.

### 3.2.1 DETERMINANTI

#### Determinanti Generali:

**Pilota**: ovvero la partecipazione o meno dell'azienda al programma pilota. Si tratta di una variabile qualitativa dicotomica con valori (1,0)

#### Determinanti di Governance:

**board\_size**: Numero di membri del consiglio di amministrazione di una società, come affermato dalla società stessa. Vengono conteggiati solo i membri a tempo pieno e non i membri sostitutivi. Per le aziende Europee: se la società ha un Consiglio di Sorveglianza e un Consiglio di Gestione si intende il numero dei membri facenti parte unicamente del Consiglio di Sorveglianza

**Number\_of\_women\_on\_board:** Numero di dirigenti di sesso femminile, a partire dalla fine dell'anno fiscal ove disponibile, altrimenti dalla data dell'ultima archiviazione degli atti. I dirigenti sono quelli definiti dalla società o gli individui che compongono il comitato esecutivo della società.

**Board\_meetings\_per\_year:** numero complessivo delle assemblee effettuate dal consiglio di amministrazione durante l'ultimo anno.

**Female\_ceo\_or\_equivalent:** Indica se il CEO (o la carica equivalente ) della società è una donna, a partire dalla fine dell'anno fiscal ove disponibile, altrimenti dalla data dell'ultima archiviazione degli atti. Se la società segue il modello della two-tier board allora ci si riferisce al presidente del Consiglio di Amministrazione.

**Ceo\_duality:** Indica se il CEO della società ricopre allo stesso tempo anche l'incarico di Presidente del Consiglio di Amministrazione, come dichiarato dalla società.

Determinanti di *industry*:

**Industry:** settore all'interno del quale nel quale opera l'organizzazione. Sono state considerate 10 macro-categorie, nelle quali far confluire la grande varietà di industries.

Determinanti di *continent*:

**Continent:** area geografica all'interno della quale l'organizzazione ha sede.

Determinanti *Financial*:

**bs\_total\_asset:** L'importo finale di tutti gli investimenti lordi, disponibilità liquide, crediti e altre attività espressi nel documento di bilancio.

**Return\_on\_asset:** indicatore di redditività di un'azienda relativamente ai suoi investimenti.

$$ROA = \frac{\textit{Utile corrente ante oneri finanziari}}{\textit{Totale Attivo}}$$

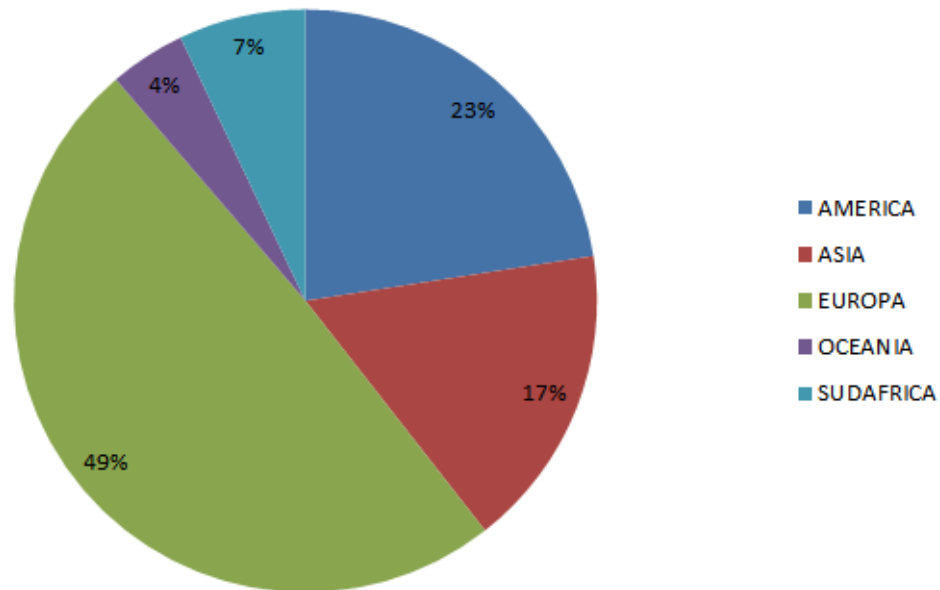
### **3.2.2 ANALISI DESCRITTIVE SUL DATABASE**

E' possibile fare alcune osservazioni sul database preso in considerazione e sulla distribuzione dei dati sul campione considerato.

Come anticipato il campione è formato da 2 categorie di aziende, 71 aziende partecipanti al programma pilota, quotate in borsa e di dimensioni sufficientemente grandi e 71 aziende *Match*, scelte secondo un criterio di somiglianza con le aziende partecipanti al programma pilota per quanto riguarda la regione di appartenenza e il settore in cui esse operano. Anche le aziende match hanno una dimensione sufficientemente grande e sono quotate in borsa.

Sono state considerate aziende operanti in tutto il mondo per cui si analizza la distribuzione in tutti e cinque i continenti:

Figura 11.

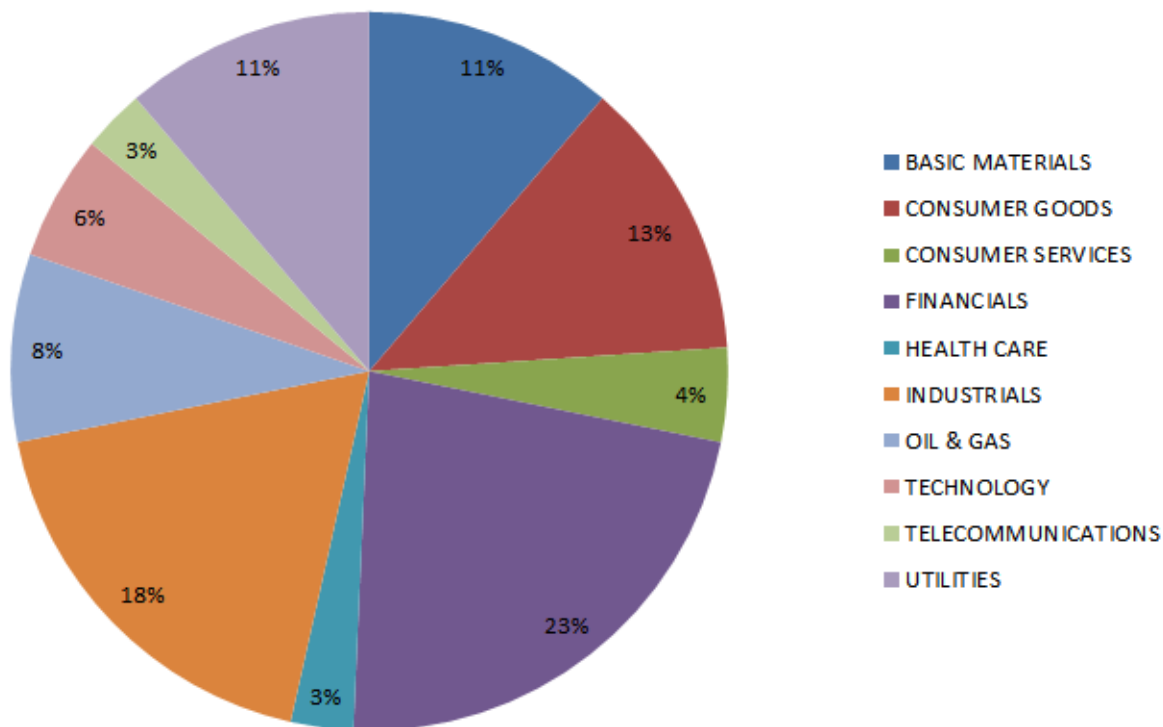


E' evidente come sia preponderante la presenza di aziende europee, le quali costituiscono il 49% della totalità del campione formato dalle 142 organizzazioni. Per quanto riguarda le aziende del continente Africano sono state trovate, come dalle aspettative formulate, solamente organizzazioni presenti nel Sud – Africa, regione che ha reso obbligatoria l'adozione del Report Integrato per poter entrare nella borsa di Johannesburg. Si tratta per lo più di aziende del settore dei *Basic Materials*, in particolare ce si occupano dell'estrazione di metalli e materie prime come l'oro.

Tra le aziende presenti invece nel continente asiatico ce ne sono diverse situate in zone caratterizzate da economie emergenti. Le aziende indiane ad esempio hanno puntato molto sui principi del Report Integrato in quanto interessate ad emergere nell'economia mondiale partendo già da una posizione notevole per quanto riguarda i sistemi di reporting e l'immagine data all'esterno, in particolare agli investitori.

E' stata anche analizzata la distribuzione delle aziende per *Industry*, ossia per settore nel quale operano. Questi i risultati:

Figura 12.



Le aziende sono state suddivise per settore utilizzando il sistema *ICB* ( *Industry Classification Benchmark* ), una tassonomia dei settori industriali introdotta dal Dow Jones e FTSE nel 2005. Questa classificazione utilizza un sistema di 10 industries, suddivise in 19 settori i quali vengono poi suddivisi ulteriormente in ben 41 sub-settori che contengono 114 sub-settori definitivi. L'ICB è utilizzato a livello globale per dividere il mercato in categorie sempre più specifiche e per permettere agli investitori di confrontare i trend dei differenti settori e sub-settori.

Le dieci macro aree utilizzate ai fini dell'analisi sono:

1. *Oil & Gas*
2. *Basic Materials* : suddivisibile nei sotto-settori *Chemicals* e *Basic Resources*
3. *Industrials* : comprende *Construction & Materials* e allo stesso tempo *Industrial Goods & Services*



4. **Consumer Goods** : divisa in *Automobiles & Parts, Food & Beverage, Personal & Household Goods*
5. **Health Care**
6. **Consumer Services** : *Retail, Media, Travel & Leisure*
7. **Telecommunications**
8. **Utilities**
9. **Financials** : comprendono i sotto-settori di *Banks, Insurance, Real Estate, Financial Services*
10. **Technology**

La maggior parte delle aziende ( il 23% ) fa parte delle *Financials*, seguite, per numerosità del settore da *Industrials* ( 18% ) e *Consumer Goods* ( 13% ). Le categorie che mostrano un numero particolarmente esiguo di aziende partecipanti sono invece le *Telecommunications, Health Care* e *Consumer Services* con una percentuale che si aggira sul 3 – 4%.

### 3.3 VERIFICA DELLE IPOTESI CON TEST STATISTICI

Al fine di rispondere alle ipotesi che si sono precedentemente discusse si sono presi in considerazione alcuni modelli statistici attraverso i quali analizzare i dati estrapolati dal database di Bloomberg.

Nella prima ipotesi si cercava di capire se la presenza di donne all'interno del *board* aziendale potesse aver influito sulla partecipazione volontaria dell'organizzazione al Programma Pilota proposto dall'IIRC.

Il modello stimato è un modello *logit*

$$y = \beta_0 + \beta_1 \text{donne} + \varepsilon$$

Dove la probabilità è stata calcolata utilizzando la seguente formula:

$$p = \frac{e^y}{e^y + 1}$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

Questo il risultato dell'output di GRETL.

<b><u>TABELLA 1</u></b>				
<b>Modello 1: Logit, usando le osservazioni 1-141 (n = 79)</b>				
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 62</b>				
<b>Variabile dipendente: <u>pilot</u></b>				
	Errori standard basati sull'Hessiana			
	<u>Coefficiente</u>	<u>Errore Std.</u>	<u>z</u>	<u>p-value</u>
<u>const</u>	-0,352799	0,348596	-1,0121	0,3115
<u>perc_donne</u>	2,77769	2,24855	1,2353	0,2167
<u>Media var. dipendente</u>	0,493671	<u>SQM var. dipendente</u>	0,503155	
<u>R-quadro di McFadden</u>	0,014241	<u>R-quadro corretto</u>	-0,022287	
<u>Log-verosimiglianza</u>	-53,97259	<u>Criterio di Akaike</u>	111,9452	
<u>Criterio di Schwarz</u>	116,6841	<u>Hannan-Quinn</u>	113,8437	
Numero dei casi 'previsti correttamente' = 43 (54,4%)				
f(beta'x) nella media delle variabili indipendenti = 0,503				
Test del rapporto di verosimiglianza: Chi-quadro(1) = 1,55942 [0,2117]				

Da cui concludiamo che la relazione tra partecipazione al programma pilota e percentuale di donne è positiva ma non significativa, il quanto il *p-value* risulta essere maggiore di 0,05. Accettando l'ipotesi nulla si conferma che la presenza di donne all'interno del *board* aziendale non ha influito direttamente sulla partecipazione dell'organizzazione al Programma Pilota.

Viceversa nella seconda ipotesi si è analizzato se l'entrata nel programma pilota ha influenzato l'aumento del numero di donne nel *board* aziendale.

Si testa l'aumento delle donne nel *board* tra il 2011 e il 2014 per le aziende partecipanti al Programma Pilota attraverso un T-test.

**TABELLA 2**

Ipotesi nulla: media della popolazione = 0

Ampiezza del campione: n = 32

Media campionaria = 0,06543, scarto quadratico medio = 0,10182

Statistica test:  $t(31) = (0,06543 - 0) / 0,0179994 = 3,63512$

*P-value* a due code = 0,0009955

(a una coda = 0,0004977)

Si conclude che il test è significativo ( $p\text{-value} < 0,005$ ) quindi vi è stato un aumento della percentuale di donne nel consiglio di amministrazione nelle aziende partecipanti al Programma nel lasso di tempo considerato.

Si verifica allora se la percentuale di *directors* donne è aumentata solo per le aziende partecipanti al Programma Pilota.

Utilizziamo un modello di regressione per saggiare l'aumento della percentuale di donne in base alla partecipazione al Programma Pilota. Il modello stimato è:

$$\text{delta} = \beta_0 + \beta_1 \text{pilota} + \varepsilon$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

<b><u>TABELLA 3</u></b>					
<b>Modello 1: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 65)</b>					
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 77</b>					
<b>Variabile dipendente: delta</b>					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<u>const</u>	0,0696552	0,0193503	3,5997	0,0006	***
<u>pilota</u>	-0,00422521	0,0275784	-0,1532	0,8787	
Media <u>var. dipendente</u>	0,067575		SQM <u>var. dipendente</u>	0,110308	
Somma <u>quadr. residui</u>	0,778449		E.S. della regressione	0,111159	
R-quadro	0,000372		R-quadro corretto	-0,015495	
F(1, 63)	0,023472		P- <u>value(F)</u>	0,878725	
Log-verosimiglianza	51,57628		Criterio di <u>Akaike</u>	-99,15256	
Criterio di <u>Schwarz</u>	-94,80378		<u>Hannan-Quinn</u>	-97,43669	

Non si ottiene un risultato significativo per cui viene accettata l'ipotesi nulla: la partecipazione al Programma Pilota non è una determinante per l'aumento del numero di donne nel *board* aziendale.

Nella terza ipotesi si vuole dimostrare se il trend di partecipazione delle donne al *board* è crescente.

Si considera il lasso di tempo che va dal 2010 al 2014 e il campione formato sia dalle aziende partecipanti al Programma Pilota che quelle del campione *Match Sample* utilizzando un *T-test*:

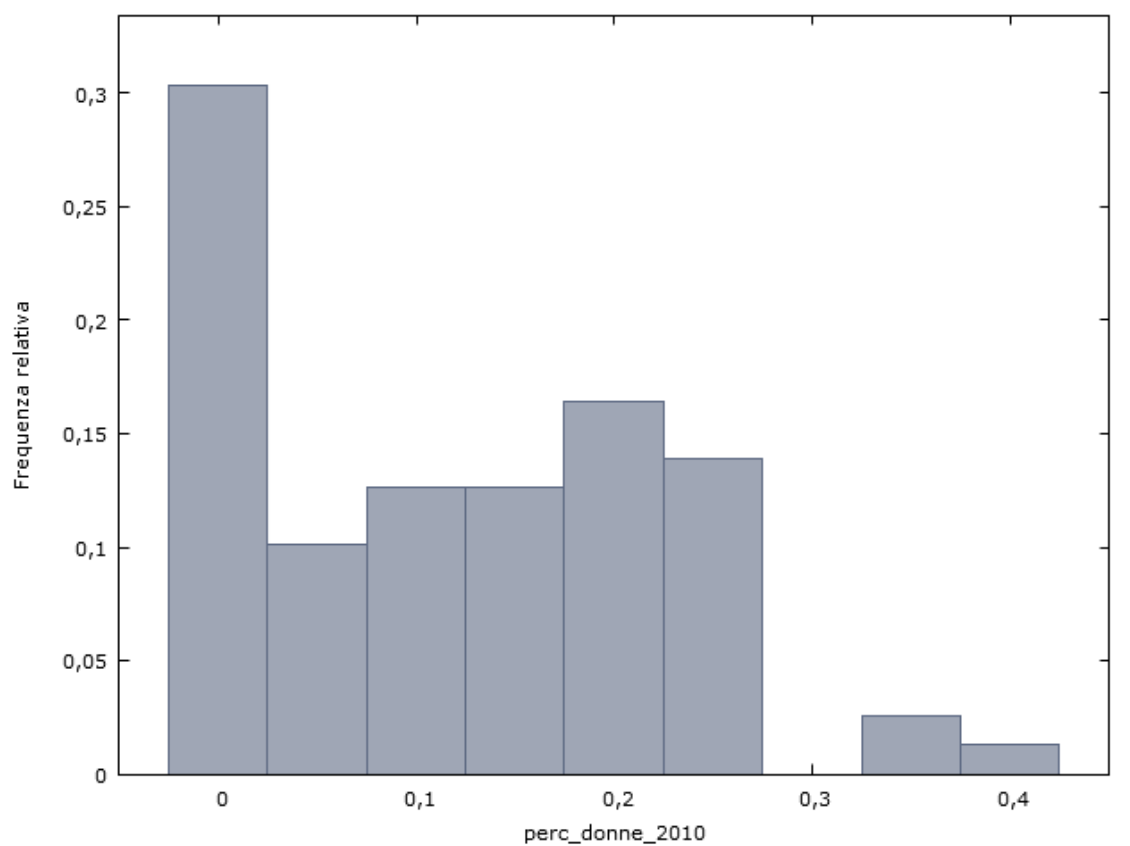
$$\begin{cases} H_0: \mu = 0 \\ H_1: \mu > 0 \end{cases}$$

**TABELLA 4**

Ipotesi nulla: media della popolazione = 0  
Ampiezza del campione: n = 65  
Media campionaria = 0,0675751, scarto quadratico medio = 0,110308  
Statistica test:  $t(64) = (0,0675751 - 0) / 0,013682 = 4,93898$   
P-value a due code = 5,932e-006  
(a una coda = 2,966e-006)

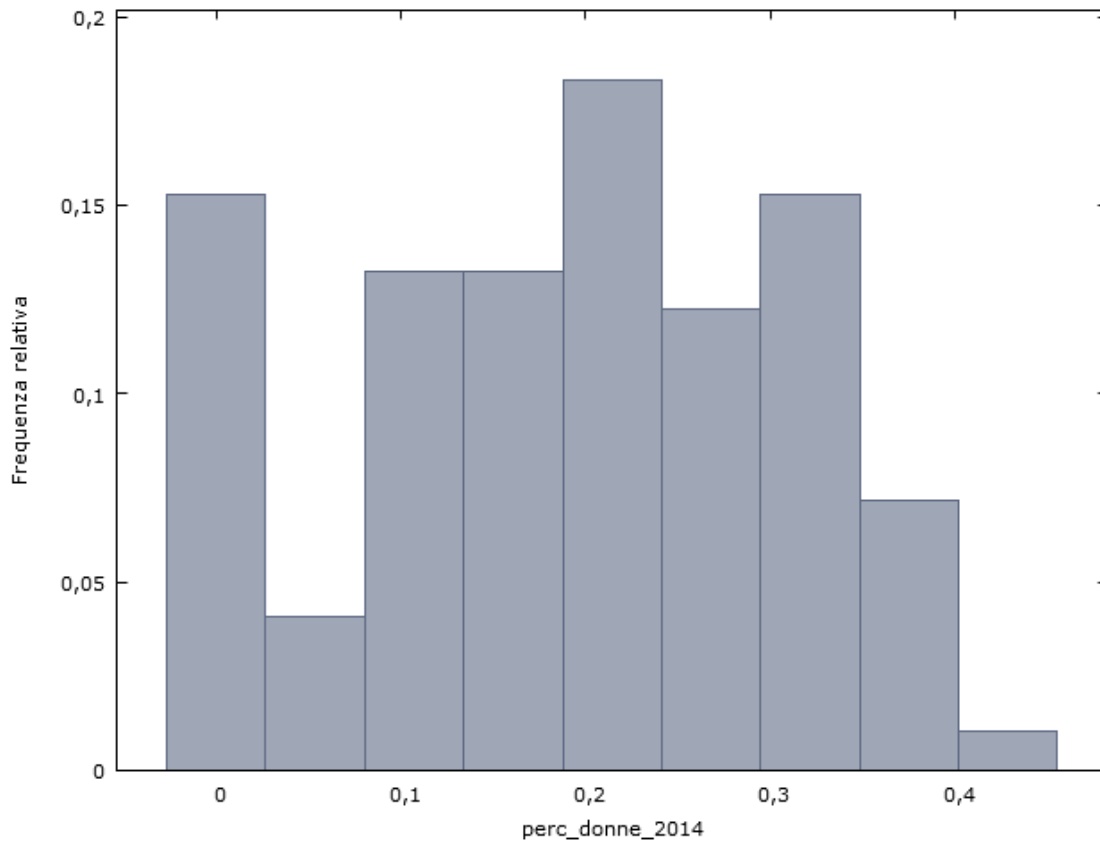
Si accetta l'ipotesi  $H_1$ , in quanto le donne all'interno del *board* sono complessivamente aumentate. E' descritta nelle tabelle la numerosità delle donne nei *board* aziendali del campione formato dalle 142 aziende nel 2010, dove è possibile notare come la maggior parte delle aziende non avessero nemmeno un membro di sesso femminile all'interno del consiglio, mentre le aziende con il 40% di presenze femminili nel *board* era ampiamente inferiore allo 0,5%.

Figura 18.



I risultati del 2014 invece dimostrano complessivamente un importante miglioramento della situazione.

Figura 19.



Nell'a quarta ipotesi viene testata l'ipotesi che la *CEO duality* dipenda dalla partecipazione al programma pilota. Questo il modello:

$$Duality = \beta_0 + \beta_1 pilota + \varepsilon$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

<b>TABELLA 5</b>					
<b>Modello 1: Logit, usando le osservazioni 1-142 (n = 100)</b>					
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 42</b>					
<b>Variabile dipendente: CEO_DUALITY</b>					
Errori standard basati sull'Hessiana					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
<u>const</u>	-0,961411	0,32609	-2,9483	0,0032	***
<u>pilota</u>	-1,30035	0,571986	-2,2734	0,0230	**
Media var. dipendente	0,180000	SQM var. dipendente	0,386123		
R-quadro di <u>McFadden</u>	0,060722	R-quadro corretto	0,018294		
Log-verosimiglianza	-44,27697	Criterio di <u>Akaike</u>	92,55394		
Criterio di <u>Schwarz</u>	97,76428	<u>Hannan-Quinn</u>	94,66266		
Numero dei casi 'previsti correttamente' = 82 (82,0%)					
f(beta'x) nella media delle variabili indipendenti = 0,386					
Test del rapporto di verosimiglianza: Chi-quadro(1) = 5,72476 [0,0167]					

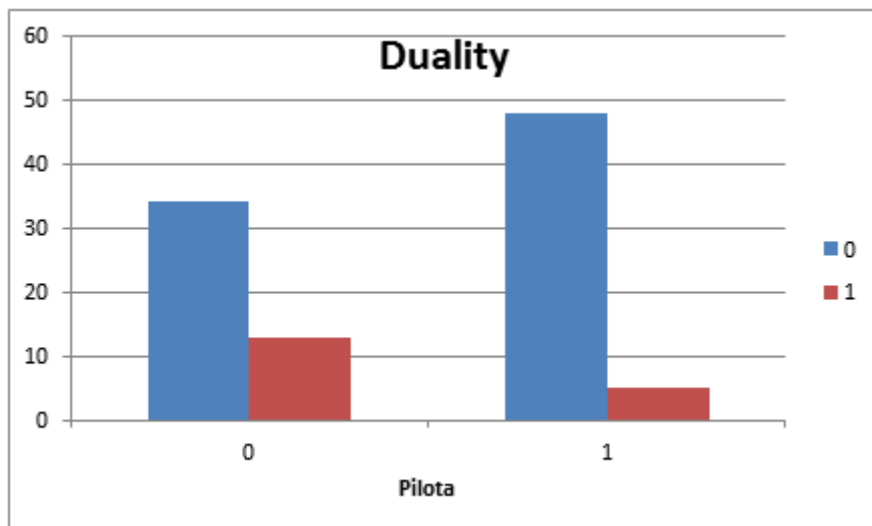
Vi è quindi dipendenza significativa ( $p\text{-value}=0,023$ ).

Il programma pilota diminuisce la *CEO duality*.



Questo il grafico dei due casi:

Figura 20.



E' evidente come nelle aziende non partecipanti al Programma (0) il dato relativo alla *CEO duality* ( assenza, 0 ) sia inferiore al dato relativo alle aziende partecipanti al Programma (1) mentre il dato relativo alla presenza della *duality* sia maggiore.

Nell'ipotesi numero cinque si valuta se le aziende che partecipano al Programma Pilota hanno un *ROA* migliore. Viene utilizzato un modello del tipo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 pilota + \varepsilon$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 > 0 \end{cases}$$

<b><u>TABELLA 6</u></b>				
<b>Modello 3: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 132)</b>				
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 10</b>				
<b>Variabile dipendente: RETURN_ON_ASSET</b>				
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>
<u>const</u>	2,3088	1,39785	1,6517	0,1010
<u>pilot</u>	0,386096	1,96205	0,1968	0,8443
Media <u>var.</u> dipendente	2,504771	SQM <u>var.</u> dipendente	11,22838	
Somma <u>quadr.</u> residui	16511,10	E.S. della regressione	11,26980	
R-quadro	0,000298	R-quadro corretto	-0,007392	
F(1, 130)	0,038723	P-value(F)	0,844305	
Log-verosimiglianza	-506,0130	Criterio di <u>Akaike</u>	1016,026	
Criterio di <u>Schwarz</u>	1021,792	<u>Hannan-Quinn</u>	1018,369	

Non vi è significatività: il programma pilota non migliora il *ROA*.

Viene ora testata la sesta ipotesi, nella quale si presuppone che un numero elevato di *meeting* del consiglio possa giovare alla performance aziendale, misurata con il *ROA* (*Return On Assets*).

Si applica il seguente modello:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{meeting} + \varepsilon$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 > 0 \end{cases}$$

<b>TABELLA 7</b>					
<b>Modello 1: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 132)</b>					
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 10</b>					
<b>Variabile dipendente: RETURN_ON_ASSET</b>					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<u>const</u>	3,15036	1,63085	1,9317	0,0556	*
<u>somma_meeting</u>	-0,0188243	0,0380067	-0,4953	0,6212	
Media <u>var. dipendente</u>	2,504771		SQM <u>var. dipendente</u>	11,22838	
Somma <u>quadr. residui</u>	16484,91		E.S. della regressione	11,26086	
R-quadro	0,001883		R-quadro corretto	-0,005794	
F(1, 130)	0,245310		P- <u>value(F)</u>	0,621233	
Log-verosimiglianza	-505,9082		Criterio di <u>Akaike</u>	1015,816	
Criterio di <u>Schwarz</u>	1021,582		<u>Hannan-Quinn</u>	1018,159	

Viene accettata l'ipotesi nulla. Il parametro meeting non è significativo.

Il test restituisce un *p-value* prossimo al 5% per cui non vi è significatività.

Viene fatta la stessa analisi sul sottoinsieme formato solamente dalla variabile pilota, e nemmeno in questo caso vi è significatività.

<b><u>TABELLA 8</u></b>					
<b>Modello 2: OLS, usando le osservazioni 1-71 (n = 67)</b>					
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 4</b>					
<b>Variabile dipendente: RETURN_ON_ASSET</b>					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<u>const</u>	5,35888	2,70176	1,9835	0,0515	*
<u>somma_meeting</u>	-0,0683334	0,0566813	-1,2056	0,2324	
Media <u>var.</u> dipendente	2,694894		SQM <u>var.</u> dipendente	12,76817	
Somma <u>quadr.</u> residui	10524,40		E.S. della regressione	12,72454	
R-quadro	0,021871		R-quadro corretto	0,006823	
F(1, 65)	1,453403		P-value(F)	0,232353	
Log-verosimiglianza	-264,4703		Criterio di Akaike	532,9406	
Criterio di Schwarz	537,3500		Hannan-Quinn	534,6854	

Il numero di incontri effettuati dal consiglio di amministrazione non incide sul ROA per le aziende contenute nel campione complessivo, né per le aziende partecipanti al Programma Pilota.

Nell'ipotesi numero sette si vuole verificare se la presenza delle donne all'interno del *board* aziendale è connessa al Paese in cui l'azienda è situata.

Viene testata l'influenza del continente di origine sulla percentuale di donne. Sarà utilizzato un modello di regressione di questo tipo:

$$perc_{donne} = \beta_0 + \beta_1 C_1 + \beta_2 C_2 + \beta_3 C_3 + \beta_4 C_4 + \varepsilon$$

**TABELLA 9**

**Modello 3: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 98)**  
**Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 44**  
**Variabile dipendente: perc\_donne\_2014**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<u>const</u>	0,168056	0,0568474	2,9563	0,0039	***
Dcontiente_1eu	0,0459471	0,0589933	0,7789	0,4380	
Dcontiente_2as	0,0625	0,0803943	0,7774	0,4389	
Dcontiente_3am	0,00747423	0,0615926	0,1213	0,9037	
Dcontiente_4sa	-0,0543112	0,0639796	-0,8489	0,3981	
Media <u>var.</u> dipendente	0,188428	SQM <u>var.</u> dipendente		0,117202	
Somma <u>quadr.</u> residui	1,202164	E.S. della regressione		0,113695	
R-quadro	0,097763	R-quadro corretto		0,058957	
F(4, 93)	2,519271	P- <u>value</u> (F)		0,046387	
Log-verosimiglianza	76,58538	Criterio di Akaike		-143,1708	
Criterio di Schwarz	-130,2459	Hannan-Quinn		-137,9429	

Si utilizza ora un test- F per valutare se l'effetto è significativo:

**TABELLA 10**

Ipotesi nulla: i parametri della regressione valgono zero per le variabili Dcontiente\_1, Dcontiente\_2, Dcontiente\_3, Dcontiente\_4  
Statistica test:  $F(4, 93) = 2,51927$ , p-value 0,0463869  
L'omissione delle variabili ha migliorato 2 dei 3 criteri di informazione.

Esso restituisce un *p-value* prossimo al 5%, per cui il parametro non è significativo. La presenza di donne all'interno del consiglio d'amministrazione aziendale, per il campione di aziende considerato, non è direttamente connessa al Paese in cui è situata l'azienda.

Nell'ottava ipotesi viene testata l'influenza del settore di *industry* sulla percentuale di donne.

Sarà utilizzato un modello di regressione di questo tipo:

$$perc_{donne} = \beta_0 + \beta_1 I_1 + \beta_2 I_2 + \beta_3 I_3 + \beta_4 I_4 + \beta_5 I_5 + \beta_6 I_6 + \beta_7 I_7 + \beta_8 I_8 + \beta_9 I_9 + \varepsilon$$

**TABELLA 11**

**Modello 1: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 98)**  
**Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 44**  
**Variabile dipendente: perc\_donne\_2014**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,152686	0,0313772	4,8661	<0,0001	***
Dindu1_basicmaterials	0,0667943	0,0463472	1,4412	0,1531	
Dindu2_consumergoods	0,114929	0,0452891	2,5377	0,0129	**
Dindu3_consumerservice	0,0806471	0,0724626	1,1129	0,2688	
Dindu4_financials	0,0364077	0,0395765	0,9199	0,3601	
Dindu5_healthcare	0,0215562	0,0646858	0,3332	0,7397	
Dindu6_industrials	0,0266831	0,0416822	0,6402	0,5237	
Dindu7_oil&gas	-0,0610195	0,0508369	-1,2003	0,2332	
Dindu8_technology	0,0559066	0,0530372	1,0541	0,2947	
Dindu9_utilities	-0,0971306	0,117403	-0,8273	0,4103	
Media var. dipendente	0,188428	SQM var. dipendente	0,117202		
Somma quadr. residui	1,126303	E.S. della regressione	0,113132		
R-quadro	0,154698	R-quadro corretto	0,068246		
F(9, 88)	1,789419	P-value(F)	0,081424		
Log-verosimiglianza	79,77936	Criterio di Akaike	-139,5587		
Criterio di Schwarz	-113,7091	Hannan-Quinn	-129,1031		

Solo per l'*industry\_2* ovvero per il settore dei *Consumer Goods* c'è un risultato rilevante in quanto il test restituisce un  $p\text{-value} = 0,0129$ .

Si utilizza ora un test- F per valutare se l'effetto è significativo: esso restituisce un *p-value* prossimo al 8%, per cui il parametro non è significativo.

**TABELLA 12**

Ipotesi nulla: i parametri della regressione valgono zero per le variabili Dindu\_1, Dindu\_2, Dindu\_3, Dindu\_4, Dindu\_5, Dindu\_6, Dindu\_7, Dindu\_8, Dindu\_9

Statistica test:  $F(9, 88) = 1,78942$ , p-value 0,0814243

L'omissione delle variabili ha migliorato 3 dei 3 criteri di informazione.

La presenza di consiglieri donna non è influenzata nemmeno dal settore di appartenenza dell'organizzazione, per il campione considerato.

La nona ed ultima ipotesi analizzata mira a spiegare se il *board size* sia significativo nel determinare il *ROA*.

Questo il modello:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 size + \varepsilon$$

Viene testata quindi la seguente ipotesi.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

<b>TABELLA 13</b>				
<b>Modello 1: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 100)</b>				
<b>Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 42</b>				
<b>Variabile dipendente: <u>roa</u></b>				
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>
<u>const</u>	1,87795	4,23124	0,4438	0,6581
<u>BOARD_SIZE_20</u>	0,0930043	0,362893	0,2563	0,7983
14				
<u>Media var. dipendente</u>	2,926113		<u>SQM var. dipendente</u>	10,79737
<u>Somma quadr. residui</u>	11534,00		<u>E.S. della regressione</u>	10,84868
<u>R-quadro</u>	0,000670		<u>R-quadro corretto</u>	-0,009527
<u>F(1, 98)</u>	0,065682		<u>P-value(F)</u>	0,798267
<u>Log-verosimiglianza</u>	-379,2881		<u>Criterio di Akaike</u>	762,5761
<u>Criterio di Schwarz</u>	767,7864		<u>Hannan-Quinn</u>	764,6848

Prendendo i dati più recenti, relativi al 2014 è evidente come l'effetto non sia significativo. Si prova a svolgere la stessa analisi analizzando solo le aziende che partecipano al Programma Pilota.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 size + \beta_1 pilota + \varepsilon$$



**TABELLA 14**

**Modello 2: OLS, usando le osservazioni 1-142 (n = 100)**  
**Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 42**  
**Variabile dipendente: roa**

	<u>Coefficiente</u>	<u>Errore Std.</u>	<u>rapporto t</u>	<u>p-value</u>
<u>const</u>	2,34449	4,27552	0,5484	0,5847
<u>BOARD_SIZE_20</u>	0,13715	0,367383	0,3733	0,7097
<u>14</u>				
<u>pilota</u>	-1,81898	2,20055	-0,8266	0,4105
<u>Media var. dipendente</u>	2,926113	<u>SQM var. dipendente</u>	10,79737	
<u>Somma quadr. residui</u>	11453,32	<u>E.S. della regressione</u>	10,86625	
<u>R-quadro</u>	0,007660	<u>R-quadro corretto</u>	-0,012801	
<u>F(2, 97)</u>	0,374369	<u>P-value(F)</u>	0,688712	
<u>Log-verosimiglianza</u>	-378,9371	<u>Criterio di Akaike</u>	763,8742	
<u>Criterio di Schwarz</u>	771,6897	<u>Hannan-Quinn</u>	767,0373	

Nemmeno in questo caso vi è significatività. La numerosità del *board*, seppur argomento di importanti studi e discussioni, per il campione considerato non è da ritenersi un elemento incisivo sulla performance aziendale.

## CONCLUSIONI

Alla luce dei risultati che si sono ottenuti a seguito delle analisi statistiche è possibile trarre le seguenti conclusioni:

La partecipazione delle aziende al Programma Pilota istituito dall'IIRC non ha influito su:

- partecipazione delle donne all'interno del *board* aziendale rispetto alle aziende che non hanno partecipato al Programma
- *ROA* delle aziende

E' stato invece interessante notare come la partecipazione al Programma abbia influito sul fenomeno della *CEO duality*, infatti il campione di aziende partecipanti ha un tasso di *duality* inferiore a quello del campione di aziende *Match Sample*.

Il numero di donne elette nei *board* aziendali non è influenzata direttamente da:

- Paese di origine
- Settore industriale in cui l'azienda opera
- Partecipazione al Programma pilota

Si è comunque visto che nel tempo c'è stato un aumento della presenza femminile all'interno dei consigli di amministrazione, dovuto ad un trend di crescita globale.

La performance aziendale non è influenzata da nessuno dei due fattori presi in considerazione:

- *board size*
- numero di *meetings* del *board*

Nonostante l'esito dei test effettuati abbia dato ben pochi risultati significativi, si sono effettuate numerose riflessioni che hanno contribuito a mostrare, sotto un'ottica differente alcuni aspetti legati alla partecipazione delle aziende al Programma Pilota ed anche alla *corporate governance* in un'accezione più ampia.

La partecipazione delle donne alle cariche più alte delle realtà aziendali non è ancora vista come prassi in tutto il mondo, anzi, risulta ancora doveroso lavorare nell'ambito del *diversity management* per giungere, per lo meno ad un allineamento in tal senso, tra tutti i paesi.

L'influenza della *board size* sulle performance aziendali è stata approfondita, ma anche se è stata trovata una *best practice* da un gran numero di studiosi, molte aziende ancora non si sono adeguate. Ciò influisce anche sulla necessità di un'azienda di aumentare il numero di *meetings* del consiglio, i quali devono puntare più che sulla frequenza, sulla qualità dei membri e della coesione del gruppo che viene a crearsi. Ognuna delle variabili analizzate ha comunque come fine ultimo la massimizzazione dell'utilità aziendale e la scoperta della migliore strategia di *corporate governance*.

## APPENDICE A.

Aziende che compongono il database analizzato.

### 1. Aziende partecipanti al Programma Pilota.

<b>COMPANY</b>	<b>COUNTRY</b>	<b>INDUSTRY</b>
<b>AKZO NOBEL</b>	NE	BASIC MATERIALS
<b>ANGLOGOLD ASHANTI LTD</b>	SA	BASIC MATERIALS
<b>BASF SE</b>	GE	BASIC MATERIALS
<b>CLIFFS NATURAL RESOURCES INC</b>	US	BASIC MATERIALS
<b>GOLD FIELDS LTD</b>	SA	BASIC MATERIALS
<b>MASISA SA</b>	CL	BASIC MATERIALS
<b>SOLVAY SA</b>	BE	BASIC MATERIALS
<b>TECK RESOURCES LTD-CLS B</b>	CA	BASIC MATERIALS
<b>CLOROX COMPANY</b>	US	CONSUMER GOODS
<b>COCA-COLA CO/THE</b>	US	CONSUMER GOODS
<b>DANONE</b>	FR	CONSUMER GOODS
<b>INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL</b>	SP	CONSUMER GOODS
<b>MARKS &amp; SPENCER GROUP PLC</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>NATURA COSMETICOS SA</b>	BZ	CONSUMER GOODS
<b>SAINSBURY (J) PLC</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>SHOWA DENKO K K</b>	JN	CONSUMER GOODS
<b>UNILEVER PLC</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>EDELMAN FINANCIAL GROUP INC/</b>	US	CONSUMER SERVICES
<b>MELIA HOTELS INTERNATIONAL</b>	SP	CONSUMER SERVICES
<b>SLATER &amp; GORDON LTD</b>	AU	CONSUMER SERVICES
<b>AEGON NV</b>	NE	FINANCIALS
<b>BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA</b>	SP	FINANCIALS
<b>BANCO NACIONAL DE DESENVOLVI</b>	BZ	FINANCIALS
<b>CROWN ESTATE/THE</b>	GB	FINANCIALS
<b>DBS GROUP HOLDINGS LTD</b>	SI	FINANCIALS
<b>DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED</b>	GE	FINANCIALS
<b>DEUTSCHE BOERSE AG</b>	GE	FINANCIALS

<b>ASSICURAZIONI GENERALI</b>	IT	FINANCIALS
<b>HSBC HOLDINGS PLC</b>	GB	FINANCIALS
<b>ITAU UNIBANCO HOLDING S-PREF</b>	BZ	FINANCIALS
<b>JONES LANG LASALLE INC</b>	US	FINANCIALS
<b>NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD</b>	AU	FINANCIALS
<b>PRUDENTIAL FINANCIAL INC</b>	US	FINANCIALS
<b>COOPERATIEVE CENTRALE RAIFFE</b>	NE	FINANCIALS
<b>STOCKLAND</b>	AU	FINANCIALS
<b>URALSIB-REAL ESTATE</b>	RU	FINANCIALS
<b>NOVO NORDISK A/S-B</b>	DE	HEALTH CARE
<b>TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD</b>	JN	HEALTH CARE
<b>VOLVO AB-B SHS</b>	SW	INDUSTRIALS
<b>ATLANTIA SPA</b>	IT	INDUSTRIALS
<b>KONINKLIJKE BAM GROEP NV</b>	NE	INDUSTRIALS
<b>CCR SA</b>	BZ	INDUSTRIALS
<b>DIESEL &amp; MOTOR ENGINEERING</b>	SL	INDUSTRIALS
<b>FREUND CORP</b>	JN	INDUSTRIALS
<b>HYUNDAI ENGINEERING &amp; CONST</b>	SK	INDUSTRIALS
<b>INTERSERVE PLC</b>	GB	INDUSTRIALS
<b>KIRLOSKAR OIL ENGINES LTD</b>	IN	INDUSTRIALS
<b>RANDSTAD HOLDING NV</b>	NE	INDUSTRIALS
<b>TATA STEEL LTD</b>	IN	INDUSTRIALS
<b>TRANSNET LTD</b>	SA	INDUSTRIALS
<b>ENI SPA</b>	IT	INDUSTRIALS
<b>PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR</b>	BZ	OIL & GAS
<b>REPSOL SA</b>	SP	OIL & GAS
<b>ROSNEFT OAO</b>	RU	OIL & GAS
<b>SASOL LTD</b>	SA	OIL & GAS
<b>SNAM SPA</b>	IT	OIL & GAS
<b>VESTAS WIND SYSTEMS A/S</b>	DE	OIL & GAS
<b>ARM HOLDINGS PLC</b>	GB	TECHNOLOGY
<b>INDRA SISTEMAS SA</b>	SP	TECHNOLOGY
<b>MICROSOFT CORP</b>	US	TECHNOLOGY
<b>SAP SE</b>	GE	TECHNOLOGY
<b>SK TELECOM</b>	SK	TELECOMMUNICATIONS
<b>TELEFONICA SA</b>	SP	TELECOMMUNICATIONS

<b>AES TIETE SA-PREF</b>	BZ	UTILITIES
<b>CLP HOLDINGS LTD</b>	HK	UTILITIES
<b>CPFL ENERGIA SA</b>	BZ	UTILITIES
<b>ENAGAS SA</b>	SP	UTILITIES
<b>ENBW ENERGIE BADEN- WUERTTEMBERG</b>	GE	UTILITIES
<b>ENEL GREEN POWER SPA</b>	IT	UTILITIES
<b>ESKOM HOLDINGS SOC LTD</b>	SA	UTILITIES
<b>TERNA SPA</b>	IT	UTILITIES

## 2. Aziende Match Sample

<i>COMPANY</i>	<i>COUNTRY</i>	<i>INDUSTRY</i>
<b>KONINKLIJKE DSM NV</b>	NE	BASIC MATERIALS
<b>HARMONY GOLD MINING CO LTD</b>	SA	BASIC MATERIALS
<b>LANXESS AG</b>	GE	BASIC MATERIALS
<b>AK STEEL HOLDING CORP</b>	US	BASIC MATERIALS
<b>BRENTAG AG</b>	GE	BASIC MATERIALS
<b>EMPRESAS CMPC SA</b>	CL	BASIC MATERIALS
<b>GOLDEN STAR RESOURCES LTD</b>	CA	BASIC MATERIALS
<b>STARBUCKS CORP</b>	US	BASIC MATERIALS
<b>PEPSICO INC</b>	US	CONSUMER GOODS
<b>BONDUELLE SCA</b>	FR	CONSUMER GOODS
<b>REED INTERNATIONAL PLC</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>SOUZA CRUZ SA</b>	BZ	CONSUMER GOODS
<b>TESCO PLC</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>ASAHI GROUP HOLDINGS LTD</b>	JN	CONSUMER GOODS
<b>CADBURY LTD</b>	GB	CONSUMER GOODS
<b>MONSANTO CO</b>	US	CONSUMER GOODS
<b>WOOLWORTHS LTD</b>	AU	CONSUMER GOODS
<b>IMPALA PLATINUM HOLDINGS LTD</b>	SA	CONSUMER SERVICES
<b>UMICORE-STRIP VVPR</b>	BE	CONSUMER SERVICES
<b>EBRO FOODS SA</b>	SP	CONSUMER SERVICES
<b>VUELING AIRLINES SA</b>	SP	FINANCIALS

<b>ASR NEDERLAND NV</b>	NE	FINANCIALS
<b>BANCO SANTANDER SA</b>	SP	FINANCIALS
<b>BM&amp;FBOVESPA SA</b>	BZ	FINANCIALS
<b>RSA INSURANCE GROUP PLC</b>	GB	FINANCIALS
<b>OVERSEA-CHINESE BANKING CORP</b>	SI	FINANCIALS
<b>ALLIANZ SE-REG</b>	GE	FINANCIALS
<b>LANDESBANK BADEN- WUERTTEMBER</b>	GE	FINANCIALS
<b>ITALIANA ASSICURAZIONI</b>	IT	FINANCIALS
<b>ZENITH BANK PLC-SP GDR-REG S</b>	NG	FINANCIALS
<b>PORTO SEGURO SA</b>	BZ	FINANCIALS
<b>ALLY FINANCIAL INC</b>	US	FINANCIALS
<b>BANK OF QUEENSLAND LTD</b>	AU	FINANCIALS
<b>CBRE GROUP INC - A</b>	US	FINANCIALS
<b>SNS REAAL</b>	NE	FINANCIALS
<b>MACQUARIE GROUP LTD</b>	AU	FINANCIALS
<b>VTB BANK PJSC</b>	RU	HEALTH CARE
<b>H LUNDBECK A/S</b>	DE	HEALTH CARE
<b>DAIICHI SANKYO CO LTD</b>	JN	INDUSTRIALS
<b>NCC GROUP PLC</b>	GB	INDUSTRIALS
<b>ITALCEMENTI SPA</b>	IT	INDUSTRIALS
<b>AMG ADVANCED METALLURGICAL</b>	NE	INDUSTRIALS
<b>CYRELA BRAZIL REALTY SA EMP</b>	BZ	INDUSTRIALS
<b>COSMOS PHARMACEUTICAL CORP</b>	JN	INDUSTRIALS
<b>KT CORP</b>	SK	INDUSTRIALS
<b>GLAXOSMITHKLINE PLC</b>	GB	INDUSTRIALS
<b>ESCORTS LTD</b>	IN	INDUSTRIALS
<b>ASML HOLDING NV</b>	NE	INDUSTRIALS
<b>HAVELLS INDIA LTD</b>	IN	INDUSTRIALS
<b>PPC LTD</b>	SA	INDUSTRIALS
<b>FINCANTIERI SPA</b>	IT	INDUSTRIALS
<b>EMPRESA BRAS COMPRESSORES</b>	BZ	OIL & GAS
<b>TECNICAS REUNIDAS SA</b>	SP	OIL & GAS
<b>LUKOIL PJSC</b>	RU	OIL & GAS
<b>PUTCO LIMITED</b>	SA	OIL & GAS
<b>A2A SPA</b>	IT	OIL & GAS
<b>DONG ENERGY A/S</b>	DE	OIL & GAS
<b>INVENSYS LTD</b>	GB	TECHNOLOGY
<b>ABENGOA SA- B SHARES</b>	SP	TECHNOLOGY
<b>HEWLETT PACKARD ENTERPRIS</b>	US	TECHNOLOGY
<b>MTU AERO ENGINES AG</b>	GE	TECHNOLOGY

<b>PANTECH CO LTD</b>	SK	TELECOMMUNICATIONS
<b>EUSKALTEL SA</b>	SP	TELECOMMUNICATIONS
<b>CIA SANEAMENTO BASICO DE SP</b>	BZ	UTILITIES
<b>CHINA PETROLEUM &amp; CHEMICAL-H</b>	CH	UTILITIES
<b>TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF</b>	BZ	UTILITIES
<b>EMPRESA NACIONAL DE ELECTRIC</b>	CL	UTILITIES
<b>EPCOS AG</b>	GE	UTILITIES
<b>ACEA SPA</b>	IT	UTILITIES
<b>ALLIED ELECTRONICS COR-A SHR</b>	SA	UTILITIES
<b>SNAM SPA</b>	IT	UTILITIES



## BIBLIOGRAFIA

- Adler, R.D. (2001): Women in the executive suite correlate to high profits.
- Amelia Carrasco, Claude Francoeur, Isabelle R\_eal, Joaquina La\_arga, Emiliano Ruiz-Barbadillo. Cultural differences and board gender diversity. *Comptabilités et innovation*, May 2012, Grenoble, France. pp.cd-rom, 2012. <hal-00937923>
- Amir E, Lev B (1996) Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. *J Account Econ* 22(1–3):3–30
- Baker CR, Hayes R (2004) Reflecting form over substance: the case of Enron Corp. *Crit Perspect Account* 15(6–7):767–785
- Barth M, Beaver W, Landsman W (2001) The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *J Account Econ* 31:77–104
- Catalyst (2001): 2001 Catalyst Census of Women Board Directors, Catalyst,
- Catalyst (2004): The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity. New York. [www.Catalystwomen.org](http://www.Catalystwomen.org).
- Catalysts (2005-2008): Catalyst Census of women Board Directors of the Fortune 500. [www.Catalystwomen.org](http://www.Catalystwomen.org).
- Corporate Disclosure, Integrated Reporting: Concepts and Cases that Redefine Corporate Accountability, Springer
- Daub C (2007) Assessing the quality of sustainability reporting: an alternative methodological approach. *J Clean Prod* 15(1):75–85
- Donaldson T, Peterson LE (1995) The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Acad Manage Rev* 20(1):853–886
- Eccles RG, Krzus MP (2010) One report: integrated reporting for a sustainable strategy. Wiley, Hoboken, NJ
- Elkington, John, *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, (Capstone Publishing: Oxford, hardback 1997, paperback 1999).

- Fasan M. (2013), Annual Reports, Sustainability Reports and Integrated Reports: Trends in
- Hofstede, G. (1980): Culture's consequences : International differences in work-related values. Beverly Hills, C.A :Sage.
- Hofstede, G. (1991). Cultures and organizations; Software of the mind. London: Mc-Graw-Hill.
- Holland J (1998) Private disclosure and financial reporting. Account Bus Res 28(4):255–269
- [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011\\_spreads.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf)
- IIRC (2013) Consultation draft of the international < IR > framework.
- International Integrated Reporting Committee (2013), Business and Investors explore the sustainability perspective of Integrated Reporting, IIRC Pilot Programme Yearbook 2013
- International Integrated Reporting Committee (2013), Il Framework <IR> Internazionale
- International Integrated Reporting Committee (2013), The International <IR> Framework
- Iskandar T. Iselin E. (1999), A review of materiality research, Accounting Forum, pp. 200-256
- Klok A (2003) Trend in sustainability reporting by the Fortune Global 250. Bus Strateg Environ 12 :279–291
- KPMG (2011), KPMG International survey of corporate responsibility reporting
- McDouglas, M. (1996): Equal Opportunities versus managing diversity: another challenge for public sector management. International Journal of Public Management, 9 (5/6), pp. 62-72.

New York, NY.

- Porter ME, Kramer MR (2011) Creating shared value. Harv Bus Rev 89(January–February):64–77

- Reporting Integrato. Un percorso di Sostenibilità a partire dalla rendicontazione, Workshop - Deloitte Touch
- Siri Terjesen, Val Singh (2008) : Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context Work in progress. European Project on Equal Pay.
- [www.globalreporting.org/SiteCollectionDocuments/Integrated-reporting-monthly-report-August-2012.pdf](http://www.globalreporting.org/SiteCollectionDocuments/Integrated-reporting-monthly-report-August-2012.pdf).
- You H, Zhang X (2009) Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Rev Account Stud* 14:559–586