

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI
FEDERICO II



DOTTORATO DI RICERCA IN MANAGEMENT
XXXII CICLO

CSR Disclosure e Corporate Governance.
Un'analisi empirica sulle società italiane quotate

TESI DI DOTTORATO
DI
FRANCO LEPORE

COORDINATORE:
CH.MA PROF.SSA CRISTINA MELE

TUTOR:
CH.MA PROF.SSA ADELE CALDARELLI

<i>Indice</i>	pag. 3
Introduzione	4
1. L’informativa aziendale di natura non finanziaria	
1.1. Il ruolo della comunicazione nella governance aziendale	15
1.2. La comunicazione di carattere non finanziario	25
1.3. Le principali funzioni della comunicazione socio-ambientale	34
1.4. Gli strumenti della comunicazione socio-ambientale	38
1.5. Il Triple Bottom Line	42
1.6. La Global Reporting Initiative	47
2. Caratteristiche del board e disclosure	
2.1. La corporate governance	62
2.2. Il ruolo del consiglio d’amministrazione	78
2.3. Le caratteristiche del board che influenzano la disclosure	87
2.3.1. I risultati della ricerca empirica in materia di relazione fra attributi del board e CSR disclosure	99
3. L’analisi empirica	
3.1. L’obiettivo della ricerca	103
3.2. Le ipotesi e il modello empirico di ricerca	107
3.3. La metodologia della ricerca	123
3.3.1. Il campione analizzato e la raccolta dei dati	123
3.3.2. Le variabili del modello	124
3.3.2.1. Le variabili dipendenti	124
3.3.2.2. Le variabili indipendenti	126
3.3.2.3. Le variabili di controllo	130
3.4. La regressione	133
3.5. I risultati empirici	134
3.5.1. Le statistiche descrittive	135
3.5.2. L’analisi di regressione	144
Conclusioni	155
Bibliografia	163

Introduzione

Il governo delle imprese da sempre rappresenta un fenomeno d'interesse per studiosi, manager e responsabili politici (Zattoni, 2004; Zattoni, 2015; Bushman, e Smith, 2001). L'interesse per la tematica, è cresciuto nell'ultimo decennio conseguentemente allo sviluppo dei mercati finanziari, al nuovo ruolo degli investitori istituzionali, alla globalizzazione delle economie, ecc., ed oggi sembra quanto mai attuale soprattutto perché la rapida evoluzione dei fenomeni economici e la crisi economico-finanziaria generalizzata hanno imposto alle imprese di operare in contesti sempre più caratterizzati da incertezza, dinamicità, asimmetrie informative, conflitti e comportamenti opportunistici dei soggetti che partecipano alla produzione ed alla distribuzione del valore.

Tuttavia, nonostante i numerosi contributi teorici ed empirici prodotti nelle ultime decadi ad oggi ancora non si è giunti ad una definizione condivisa del termine “corporate governance” (Zattoni, 2004). Si possono, infatti, distinguere due diverse concezioni della governance d'impresa:

- una *concezione ristretta*, secondo cui la stessa riguarda i meccanismi di governo interni all'impresa, per esempio il consiglio d'amministrazione, e

considera esclusivamente gli interessi degli azionisti. Le istanze avanzate dagli altri stakeholder sono intese esclusivamente come vincoli esterni all'azione aziendale;

- una *concezione allargata* che, invece, considera tutti i soggetti che in diverso modo sono interessati alle sorti aziendali e tutti i meccanismi, aziendali ed istituzionali, che condizionano il governo aziendale e la capacità di creare valore.

Una buona corporate governance, in realtà, deve essere in grado di temperare gli interessi e garantire l'equilibrio fra tutte le istanze, limitando eventuali comportamenti opportunistici dei soggetti che esercitano il controllo (manager e azionisti dominanti) a danno delle altre categorie di stakeholder e favorire la creazione di ricchezza e valore nonché la sua proficua ripartizione tra tutti i soggetti interessati.

Il sistema di comunicazione aziendale può essere inteso come un meccanismo di governance interno ed esterno allo stesso tempo. È da intendersi quale meccanismo interno con riferimento a quella parte della comunicazione che l'azienda è in grado di manovrare autonomamente per comunicare con gli investitori e gli altri stakeholder, ossia la comunicazione volontaria e la comunicazione obbligatoria per la parte che risente della discrezionalità delle scelte aziendali. È da intendersi, invece, quale meccanismo di governance

esterno, se si fa riferimento al sistema di regolamentazione e standardizzazione della comunicazione aziendale e al relativo sistema di enforcement che operano a livello nazionale ed internazionale (Brown et al., 2014).

La letteratura ha indagato approfonditamente il ruolo della comunicazione volontaria come meccanismo di governance finalizzato alla riduzione delle asimmetrie informative ed alla gestione dei problemi di agenzia (Haniffa e Coke, 2005; García-Sánchez et al., 2014; Prado-Lorenzo, Gallego-Alvarez, & García-Sánchez, 2009; Chen & Jaggi, 2000; Cheng e Courtenay, 2006; Karamanou e Vafeas, 2005), analizzando anche le interazioni di questo meccanismo con gli altri meccanismi di governance, per esempio le caratteristiche delle strutture proprietarie (livello di concentrazione e diffusione proprietaria o l'identità degli azionisti dominanti), l'indipendenza dei board e le altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione.

Le decisioni dell'azienda in merito alla qualità e quantità della disclosure volontaria di natura finanziaria e non finanziaria rappresentano difatti una leva di manovra importante anche per il miglioramento dell'immagine aziendale, per l'acquisizione del consenso, della fiducia e della legittimazione sociale, contribuendo in tal modo al miglioramento delle performance aziendali (Coda 1989 e 1991; Bushman e Smith, 2001; Alvino, 1999a; 2001). Si pensi, per esempio, al ruolo che ha acquisito negli ultimi anni la comunicazione in

materia di Corporate Social Responsibility (CSR) e tutta l'altra comunicazione di natura non finanziaria. In tal senso, la comunicazione può intendersi come un meccanismo di governance interno. La comunicazione aziendale rappresenta, a ben vedere, anche un importante strumento a disposizione degli organi di controllo, per esempio il Cda, per monitorare l'operato dei manager e ridimensionare o eliminare eventuali comportamenti opportunistici dagli stessi posti in essere.

Come affermato in letteratura (Bushman e Smith, 2001: 295), la comunicazione economico-finanziaria aziendale ha un'importante funzione di governance dell'azienda e può influire, direttamente ed indirettamente, sulle performance aziendali, attraverso il "*governance role of financial accounting information*". Più precisamente, secondo quanto affermato dagli autori, un'informativa finanziaria di qualità può influire positivamente sulle performance aziendali, agendo attraverso tre canali: a) svolgendo un'importante funzione di supporto per il management e gli investitori nella identificazione fra alternative d'investimento buone e cattive (project identification); b) alimentando i meccanismi di governance, di disciplina e monitoraggio del management, ad esempio ad opera dei mercati finanziari che se ben funzionanti ed informati possono facilitare la sostituzione dei manager poco performanti o costituire semplicemente una minaccia che può migliorare gli incentivi manageriali e

ridurre i comportamenti opportunistici; oppure ad opera del Cda che può controllare e disciplinare il management verso la selezione dei progetti d'investimento migliori, così evitando l'espropriazione di ricchezza di spettanza delle minoranze (governance role of financial accounting information); c) riducendo la selezione avversa e il rischio di liquidità. Informazioni di qualità, infatti, consentono la riduzione delle asimmetrie informative e quindi la riduzione di informazioni private nelle negoziazioni, attirando quindi più fondi nel mercato e riducendo il rischio di liquidità. Mercati dei capitali liquidi e ben sviluppati dovrebbero migliorare la crescita economica facilitando gli investimenti aziendali ad alto rischio, alto rendimento e a lungo termine (illiquidi), con maggiori probabilità di portare ad innovazioni tecnologiche, di fatto consentendo agli investitori di non vincolare le proprie risorse a lungo termine (adverse selection).

Le considerazioni svolte in merito alla funzione di governance della comunicazione economico-finanziaria delle aziende possono essere svolte, con i necessari adattamenti, anche con riferimento alla comunicazione di natura non finanziaria, in particolare in un contesto come quello attuale in cui l'attenzione per questioni di natura non strettamente finanziaria, è notevolmente aumentata. Il fatto che l'attenzione per le questioni legate alla sostenibilità e alla Corporate Social Responsibility (CSR) sia aumentata è confermato anche

dalle previsioni della Direttiva UE 2014/95 che ha reso cogente per alcune tipologie di imprese la divulgazione di informazioni di carattere non finanziario.

L'affermazione della cultura della CSR e della sostenibilità all'interno delle strategie aziendali contribuisce alla affermazione di nuovi paradigmi di governance e comunicazione, che si basano su un maggiore coinvolgimento degli stakeholder.

Il paradigma classico si basa sull'idea che l'unica responsabilità di un'impresa è quella di produrre valore economico e la comunicazione si focalizza sul rapporto azienda-mercato.

Con l'affermarsi della logica della CSR, alla responsabilità economica si affianca quella sociale e la comunicazione esce dall'ambito del rapporto azienda-mercato, per entrare in quello più complesso del rapporto impresa-società: l'azienda cura le relazioni con tutti i suoi stakeholder. Negli anni, infatti, la comunicazione di tipo socio-ambientale si è sviluppata assumendo la configurazione della corporate accountability ed è divenuta strumento di gestione dell'immagine aziendale e, più in generale, del sistema delle relazioni sociali. L'obiettivo fondamentale, tuttavia, rimane quello istituzionale della comunicazione più tradizionale, ossia la ricerca del consenso sia

all'esterno che all'interno dell'organizzazione. Sulla base di tali considerazioni si possono individuare alcune delle funzioni principali della comunicazione socio-ambientale: una funzione informativa, di management, di miglioramento dell'immagine e della reputazione aziendale e una funzione di difesa; funzioni strettamente interconnesse ed interdipendenti.

Il richiamo a tali funzioni della comunicazione socio-ambientale rientra in una logica nuova che amplia lo spettro di valori e criteri usati per misurare il successo economico, ma anche sociale e ambientale di un'azienda, quella definita da John Elkington nel 1994 come Triple Bottom Line. L'approccio del Triple Bottom Line si propone di incorporare il concetto di sviluppo sostenibile nella misurazione dei risultati d'impresa introducendo un modello di creazione del "valore sostenibile". Il valore economico creato da un'organizzazione sarà dato dal valore economico complessivo che l'organizzazione ha nel suo ambiente, cioè dal valore economico e sociale che questa crea, o distrugge, seguendo la logica di quella che Elkington (1997) chiama la transizione al capitalismo sostenibile. Tale transizione richiede cambiamenti rivoluzionari che riguardano i mercati in cui le imprese operano, i valori che guidano l'operare delle imprese, il life-cycle technology, le partnership, il tempo, la trasparenza e la governance.

In materia di trasparenza, la rivoluzione necessaria impone il passaggio da logiche informative *closed* verso logiche informative *open*, vista la crescente pressione di un insieme sempre più ampio di stakeholder in merito a ciò che l'azienda sta facendo o sta pianificando. La rivoluzione sul piano della Corporate Governance, invece, fa riferimento al passaggio da logiche *exclusive* a logiche *inclusive*, ossia relative alla inclusione degli interessi di tutti gli stakeholder nei processi decisionali aziendali e alla necessaria responsabilizzazione in tal senso del Consiglio di Amministrazione. L'azienda deve, quindi, porsi l'obiettivo di gestire e integrare le relazioni e gli interessi dei diversi stakeholder, al fine di garantirsi il successo a lungo termine. I manager, a loro volta, devono soddisfare le istanze di tutti questi portatori d'interesse. La corporate governance e la disclosure dovrebbero quindi mirare a migliorare il coinvolgimento di tutti gli stakeholder e la legittimazione dell'impresa. Il Cda dovrebbe rappresentare e preservare non solo gli interessi degli azionisti ma anche quelli di tutti gli stakeholder. La disclosure sulla sostenibilità, a sua volta, potrebbe essere un'efficace strategia per sviluppare e mantenere relazioni soddisfacenti con i gruppi di stakeholder, per rispondere alle loro aspettative e alle loro pressioni, aumentando la trasparenza e la credibilità delle attività aziendali, garantendo pertanto la legittimazione e quindi lo sviluppo

di una reputazione, e, di conseguenza un accesso più agevole alle risorse critiche.

In questo senso, la teoria degli stakeholder ipotizza che i Cda sono meccanismi di monitoraggio in grado di proteggere gli interessi di tutti gli stakeholder e, di conseguenza, saranno efficaci nel coinvolgere il team manageriale nelle questioni relative alla CSR e alla sostenibilità. Efficacia che, si presume, possa essere legata a talune sue caratteristiche.

Sulla base di queste considerazioni, si rileva che ci sono diverse caratteristiche del modello di governance che influenzano la disclosure. Ad esempio, all'interno del Cda, considerato il più importante meccanismo di governance interna (Jensen & Meckling 1976), possiamo identificare alcuni attributi quali la dimensione, la presenza di amministratori indipendenti, la separazione tra CEO e presidente del Cda, la presenza di comitati di controllo, ecc. che possono rafforzare, o allentare, il controllo nei confronti di manager e azionisti dominanti, la loro propensione alla responsabilità sociale e, dunque, la propensione verso la disclosure di sostenibilità.

La teoria dell'agenzia e la teoria della dipendenza dalle risorse costituiscono gli schemi teorici principali che aiutano a spiegare i modi in cui le caratteristiche delle strutture di governance, e in particolare la configurazione del board, influenzano la CSR. Il Cda, infatti, è assegnatario, tra gli altri, di

un ruolo fondamentale per la governance delle imprese, ossia lo stimolo verso la disclosure o la comunicazione verso l'esterno. Tuttavia, anche la teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità sono utili nel contesto della ricerca.

In termini più generali, il Cda, in particolare una certa configurazione dello stesso, e la disclosure sulla sostenibilità possono essere considerati meccanismi di governance adatti a monitorare e limitare il palesarsi di comportamenti opportunistici, potendo agire in modo complementare o sostitutivo.

Da queste considerazioni nasce l'obiettivo di questo studio, che è quello di verificare se e come alcune caratteristiche dei consigli d'amministrazione, in particolare l'indipendenza, influenzino la disclosure delle aziende in merito alla sostenibilità, ossia agli impatti dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, ai riflessi delle attività aziendali in merito al rispetto dei diritti umani e del personale e al livello di corruzione. Si è provveduto, inoltre, anche a verificare l'efficacia di altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione quali determinanti della disclosure sulla sostenibilità, fra cui per esempio la role duality, la dimensione dei board, la multidirectorship, nonché il ruolo della società di revisione e quello del settore in cui l'impresa opera.

In particolare, si è scelto il contesto italiano per l'analisi empirica per verificare se l'elevato livello di concentrazione proprietaria che caratterizza le imprese che operano nel nostro Paese possa compromettere l'efficacia dei

meccanismi di governance indagati. Alcune ricerche empiriche, infatti, hanno messo in evidenza come l'indipendenza dei board, il principale dei meccanismi di governance, divenga un meccanismo meno efficace nel contenimento delle asimmetrie informative in contesti caratterizzati dalla presenza di grandi shareholder (Brunello et al., 2000; Connelly et al., 2010).

Alla luce delle considerazioni evidenziate, il progetto di ricerca svolto con riferimento ad un campione di società italiane quotate, i cui risultati sono illustrati nelle pagine seguenti, prova ad offrire un modesto contributo alla sistematizzazione dei risultati della ricerca empirica in merito alle determinanti della disclosure sulla sostenibilità, in particolare con riferimento alla relazione fra indipendenza dei board e disclosure non finanziaria nei processi di governance aziendale.

CAPITOLO 1

L'informativa aziendale di natura non finanziaria

1.1. Il ruolo della comunicazione nella governance aziendale

La comunicazione aziendale può assumere la forma di informativa di carattere finanziario e non finanziario ed essere di natura obbligatoria o volontaria. Tutte le tipologie di comunicazione che l'impresa rivolge verso l'esterno contribuiscono a ridurre le asimmetrie informative che si generano nei rapporti fra l'azienda e i portatori di interessi.

Come affermato in letteratura (Bushman e Smith, 2001: 295), la comunicazione economico-finanziaria aziendale ha un'importante funzione di governance dell'azienda e può influire, direttamente ed indirettamente, sulle performance aziendali, attraverso il "*governance role of financial accounting information*".

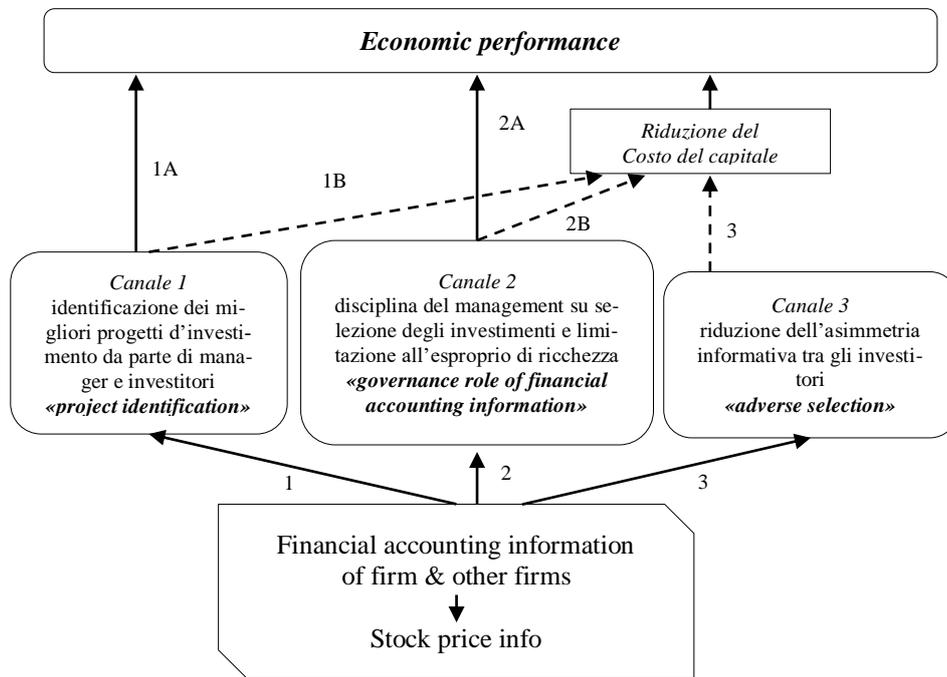
Le informazioni veicolate attraverso l'informativa societaria di carattere finanziario rappresentano in effetti un input diretto ai meccanismi di controllo aziendale progettati per disciplinare i manager nella scelta dei progetti a maggiore valore aggiunto. Attraverso la disclosure, infatti, il consiglio d'amministrazione riceve un feedback informativo importante per poter esercitare la

sua funzione di monitoraggio sull'attività di selezione degli investimenti ad opera del management ed impedire, conseguentemente, l'esproprio di ricchezza di spettanza degli investitori. Si fa riferimento a quella che Bushman e Smith (2001) definiscono “*discipline on project selection and expropriation by management*”.

Un'informativa economico-finanziaria di qualità, inoltre, supporta anche la funzione di monitoraggio dei mercati azionari, incrementandone l'efficienza e riducendo l'incertezza. In pratica, mercati azionari informati e ben funzionanti possono facilitare acquisizioni societarie che sostituiscono i manager meno performanti, la cui semplice minaccia può migliorare gli incentivi manageriali e ridurre i comportamenti opportunistici (Scharfstein, 1988, Stein, 1988).

In sintesi, dunque, la comunicazione economico-finanziaria aziendale contribuisce direttamente alla performance economica attraverso il suo ruolo di governance, supportando e rendendo più efficiente la gestione delle attività in essere, agevolando la migliore selezione degli investimenti da parte del management e minimizzando il rischio di espropriazione della ricchezza degli investitori da parte del management (freccia 2A). Si veda la figura di seguito:

Figura 1 – Governance role of financial accounting information



Fonte: R.M. Bushman, A.J. Smith (2001), in Journal of Accounting and Economics 32

La comunicazione economico-finanziaria impatta anche indirettamente la performance, arricchendo la funzione di governance della comunicazione aziendale. Un' informativa di qualità, infatti, riduce l'incertezza in merito alle opportunità di *free riding* da parte del management e contribuisce così ad abbattere il premio di rischio richiesto dagli investitori esterni (freccia 2B).

A ben vedere, la comunicazione economico-finanziaria aziendale può influenzare la performance anche attraverso altri canali (Bushman e Smith,

2001).

L'informativa finanziaria dell'azienda e dei suoi concorrenti può aiutare il management e gli investitori a identificare e discernere tra opportunità di investimento buone e cattive. Si fa qui riferimento al "*project identification*". In questo modo, l'informativa economico-finanziaria rappresenta una fonte diretta di informazioni per il management e gli investitori sulle opportunità di investimento. Ad esempio, il management può identificare nuove promettenti opportunità di investimento sulla base degli elevati margini di profitto segnalati da altre imprese. L'assenza di informazioni affidabili in un'economia, invece, contribuisce a creare incertezza e ostacola il flusso di capitale umano e finanziario verso i buoni investimenti. Quindi, anche in assenza di conflitti di agenzia tra manager e investitori, l'informativa economico-finanziaria contribuisce a migliorare l'efficienza, fornendo informazioni utili che consentano a manager e investitori di identificare opportunità di creazione di valore con meno errori. Ciò agevola una più accurata e profittevole allocazione del capitale da parte degli investitori e dei manager, come indicato dalla freccia 1A nella figura precedente. Inoltre, il rischio inferiore percepito dagli investitori probabilmente ridurrà il costo del capitale, contribuendo ulteriormente alle performance economiche aziendali, come indicato dalla freccia 1B.

Un' informativa di qualità può essere anche una fonte indiretta di informazioni, supportando il ruolo informativo svolto dal prezzo delle azioni. Come sostenuto da Black (2000a), le informazioni contabili sono probabilmente un prerequisito per l'esistenza stessa di un mercato azionario attivo ed efficiente, tali informazioni infatti stimolano l'azione degli analisti, contribuendo a migliorare ulteriormente le informazioni riflesse nei prezzi delle azioni.

Mercati azionari efficienti, dunque, in cui i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni pubbliche sulle prospettive delle imprese, nonché le informazioni private dei singoli investitori, presumibilmente comunicano tali informazioni aggregate al management e agli investitori attuali e potenziali attraverso i prezzi delle azioni, contribuendo così a migliorare efficienza e dinamicità dei mercati.

Un altro canale attraverso il quale una comunicazione economico-finanziaria di qualità può contribuire a migliorare la performance è la riduzione dell'asimmetria informativa tra gli investitori, della selezione avversa e del rischio di liquidità (freccia 3). L'impegno assunto dalle aziende per la divulgazione tempestiva di informazioni contabili di alta qualità riduce il rischio percepito dagli investitori di perdita nelle negoziazioni con investitori più informati, attirando quindi più fondi nei mercati dei capitali e riducendo il rischio di liquidità degli investitori (Diamond e Verrecchia, 1991; Baiman e

Verrecchia, 1996; Leuz e Verrecchia, 2000; Verrecchia, 2001). Mercati dei capitali caratterizzati da un basso rischio di liquidità per i singoli investitori possono facilitare la realizzazione di investimenti aziendali a lungo termine (illiquidi) e ad alto rendimento, per esempio gli investimenti a lungo termine in tecnologie ad alto rendimento, senza vincolare i singoli investitori ad impegnare le proprie risorse a lungo termine (Levine, 1997). Gli investitori, infatti, potranno liquidare rapidamente i propri investimenti. Dunque, mercati dei capitali liquidi e ben sviluppati dovrebbero migliorare la crescita economica facilitando gli investimenti aziendali ad alto rischio, alto rendimento e a lungo termine, fra cui per esempio quelli in innovazioni tecnologiche. Una comunicazione economico-finanziaria di qualità rappresenta un pre-requisito importante per questa funzione del mercato dei capitali.

In sintesi, una comunicazione economico-finanziaria di qualità può migliorare la performance attraverso almeno tre canali, uno dei quali rappresenta il ruolo di governance della comunicazione.

Considerata l'importanza della tematica, Bushman e Smith (2001) propongono la necessità di effettuare ricerche volte a indagare gli effetti sulle performance delle informazioni veicolate attraverso la comunicazione economico-finanziaria, ponendo l'accento sul ruolo di governance della comunica-

zione economico-finanziaria e sulle interazioni fra la stessa e gli altri meccanismi di governance, fra cui i vari “corporate control mechanisms”.

La letteratura in materia di corporate governance ha indagato per diversi anni il ruolo di governance della comunicazione economico-finanziaria, riconoscendone l'importanza (Jensen e Meckling, 1976; Hossain et al., 1994; Ho e Wong, 2001; Chau e Gray, 2002) e inducendo legislatori e standard setters in tutto il mondo ad impegnarsi nel contribuire a migliorare la qualità della comunicazione economico-finanziaria aziendale.

Le considerazioni svolte nelle pagine precedenti in merito alla funzione di governance della comunicazione economico-finanziaria delle aziende possono essere svolte, con i necessari adattamenti, anche con riferimento alla comunicazione di natura non finanziaria, in particolare in un contesto come quello attuale in cui l'attenzione per questioni di natura non strettamente finanziaria, come l'impatto dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, i riflessi delle attività aziendali in merito al rispetto dei diritti umani e del personale o il livello di corruzione, è notevolmente aumentata. Il fatto che l'attenzione per le questioni legate alla sostenibilità e alla Corporate Social Responsibility (CSR) sia aumentata è confermato anche dalle previsioni della Direttiva UE 2014/95 che ha reso cogente per alcune tipologie di imprese la divulgazione di informazioni di carattere non finanziario.

Il ruolo della comunicazione economico-finanziaria, e in misura minore quello della comunicazione non finanziaria, quale strumento per ridurre le asimmetrie informative esistenti tra i diversi attori del mercato e per disciplinare il management è stato oggetto di numerose ricerche empiriche e teoriche. Gli studi sul tema hanno indagato diversi aspetti della comunicazione aziendale, soffermandosi in maniera particolare sugli effetti della stessa sulle performance aziendali, sulle relazioni fra comunicazione e indipendenza dei board, sulle relazioni fra livelli di concentrazione proprietaria e disclosure, o fra differenti identità degli shareholder (family firm, institutional investor, State Owned Enterprise, ecc.) e disclosure (Fama e Jensen, 1983; Chau e Gray, 2002; Haniffa e Cooke, 2002; Cormier et al., 2005; Brammer e Pavelin, 2006; Alsaeed 2006, Patelli e Prencipe, 2007, Lan et al., 2013; Pisano et al., 2017).

In pratica, la ricerca ha messo in evidenza come la disclosure aziendale, obbligatoria e volontaria, finanziaria e non finanziaria, rappresenti un importante meccanismo per il monitoraggio dei soggetti nelle cui mani è concentrato il potere decisionale. Gli azionisti o i dirigenti esterni attraverso la comunicazione possono segnalare agli investitori e al mercato che il loro agire è posto in una prospettiva di lungo termine, di sostenibilità o, più in generale,

nell'interesse di tutti gli stakeholder. Inoltre, gli azionisti di minoranza possono utilizzare le informazioni divulgate per controllare in modo più efficiente le attività degli agenti (ipotesi di monitoraggio) (Jensen e Meckling, 1976; Hossain et al., 1994; Ho e Wong, 2001; Chau e Gray, 2002). Tuttavia, gli shareholder dominanti possono altresì manipolare l'entità e il contenuto delle informazioni divulgate per massimizzare i benefici privati a scapito dei soci di minoranza (ipotesi di espropriazione), in tal caso la disclosure fallisce come meccanismo di buona governance.

La ricerca che si è occupata di queste tematiche ha spesso utilizzato la teoria dell'agenzia per capire come la disclosure potrebbe mitigare il problema del conflitto d'interessi tra gli azionisti che concorrono per la ripartizione del valore aziendale (Eng e Mak, 2003; Jiang e Habib, 2009; Samaha et al., 2012; Lan et al., 2013; Pisano et al., 2017).

L'importanza del problema dell'agenzia non è la stessa in aziende concentrate e a capitale diffuso. Come Fama e Jensen (1983) propongono, infatti, il potenziale conflitto tra il principale e l'agente è maggiore per le imprese caratterizzate da un'elevata dispersione della proprietà rispetto alle società con capitale concentrato. Di conseguenza, la quantità di informazioni divulgate dalle società per mitigare tali conflitti è probabilmente maggiore nelle aziende ampiamente detenute.

Al contrario, le imprese con una più elevata concentrazione di proprietà sono caratterizzate da minori asimmetrie informative tra azionisti di controllo/management e altri shareholder, giacché gli azionisti di grandi dimensioni hanno tipicamente accesso facilitato alle informazioni necessarie e possono svolgere l'attività di monitoraggio in modo attivo, cosa invece difficile per gli investitori più piccoli, a causa dei costi di transazione (Cormier et al., 2005). In una tale prospettiva, la ricerca ha solitamente suggerito e trovato una relazione negativa tra la concentrazione proprietaria e la disclosure (Chau e Gray, 2002; Cormier et al., 2005; Brammer e Pavelin, 2006; Alsaeed 2006, Patelli e Prencipe, 2007, Lan et al., 2013; Pisano et al., 2017). Tuttavia, gli studiosi hanno anche testato una relazione positiva, considerando proprio il fatto che i grandi shareholder hanno maggiori possibilità di monitoraggio rispetto ai piccoli azionisti, in quanto possono facilmente assorbire i costi di tale attività (Shleifer e Vishny, 1986). Diversi studi hanno confermato la presenza di una relazione positiva tra queste variabili (ad esempio Hossain et al., 1994; Haniffa e Cooke, 2002; Huafang e Jianguo, 2007). Tuttavia, molti altri studi empirici non hanno trovato un rapporto statisticamente significativo (Mak, 1991; Craswell e Taylor 1992; Raffournier, 1995; Eng e Mak, 2003; Donnelly e Mulcahy, 2008). In sintesi, i risultati della ricerca sono ancora

inconcludenti, non c'è cioè convergenza circa il segno e la forma della relazione (Aitken et al., 1997).

Dalle considerazioni svolte sin dalle prime pagine di questo lavoro emerge come i meccanismi di governance interagiscano fra loro, mitigando o aggravando ulteriormente i problemi d'agenzia fra proprietà e management, o fra azionisti di maggioranza e minoranza o, ancora, fra azionisti e creditori (Jensen e Meckling, 1976); ciò ha indotto la ricerca in materia di corporate governance a focalizzare ulteriormente l'attenzione sulle possibili relazioni fra tali meccanismi, al fine di individuare quelli che agiscono in maniera complementare e quelli che, invece, si comportano come sostituti (Shleifer e Vishny, 1997; Walsh e Seward, 1990; La Rocca, 2012).

Nell'ambito del presente lavoro si è focalizzata l'attenzione su alcuni di tali meccanismi e sulle relazioni che si creano fra gli stessi. In particolare, si sono analizzate le relazioni tra alcune caratteristiche dei consigli d'amministrazione, in particolare l'indipendenza, e il livello di disclosure in materia di sostenibilità.

1.2. La comunicazione di carattere non finanziario

L'affermazione della cultura della CSR e della sostenibilità all'interno delle strategie aziendali contribuisce alla affermazione di nuovi paradigmi di

governance, che si basano su un maggiore coinvolgimento degli stakeholder. Allo stesso modo la logica della CSR cambia il modo di comunicare, favorendo la nascita di un nuovo paradigma di comunicazione (Cerana, 2004).

Il paradigma classico si basa sull'idea che l'unica responsabilità di un'impresa è quella di produrre valore economico e la comunicazione si focalizza sul modo in cui l'azienda è percepita dal pubblico di clienti.

Con l'affermarsi della logica della CSR, alla responsabilità economica si affianca quella sociale e la comunicazione esce dall'ambito dell'immagine e del rapporto azienda-mercato, per entrare in quello più complesso del rapporto impresa-società: l'azienda cura le relazioni con tutti i suoi interlocutori, ossia tutti i portatori di interessi, non più esclusivamente e preminentemente con i finanziatori.

Il Reporting sociale e ambientale, noto nella terminologia anglosassone come *Social and Environmental Reporting (SER)*, è oggetto di studio e approfondimento da parte degli studiosi delle scienze aziendali da più di trent'anni. La ricerca empirica e teorica si è posta, fra gli altri, l'obiettivo di comprendere il perché le aziende decidano o debbano diffondere informazioni in merito alla propria performance ambientale e sociale. Il framework teorico utilizzato è rappresentato, alternativamente, dalla teoria dell'agenzia, dalla teoria degli stakeholder e dalla *legitimacy theory* (Gray, 1995). La prima

pur essendo utilizzata da diversi studiosi viene considerata spesso inadatta alla analisi del fenomeno della *social and environmental disclosure*, in favore delle ultime due. La prospettiva teorica dominante è quella della *legitimacy theory*, che spiega l'importanza assunta dagli elementi di comunicazione ambientale e l'aumento della relativa disclosure con la volontà delle aziende di incrementare la propria legittimazione sociale e rispondere alla pressione esercitata dagli stakeholder.

La pressione esercitata dai portatori di interessi affinché le imprese diffondano informazioni, la capacità dell'azienda di usare la comunicazione per legittimare il suo comportamento e il contesto sociale, economico e politico-istituzionale in cui questa opera devono essere tenuti tutti in considerazione per poter individuare una spiegazione coerente della *voluntary CSR disclosure*.

La comunicazione di carattere non finanziario in Europa trova disciplina nella Direttiva 2014/95/UE, attuata in Italia dal Decreto Legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254. Con tale direttiva l'UE ha introdotto un fattore di ammodernamento rilevante nella comunicazione d'impresa, rendendo cogente la diffusione delle informazioni di carattere non finanziario da parte di alcune imprese e gruppi di grandi dimensioni. Al fine di garantire l'applicabilità della normativa, il legislatore ha operato due scelte di fondo molto importanti, ossia

la garanzia di opportuni livelli di flessibilità nell'applicazione della disciplina (in base alle esigenze delle imprese e alla natura delle materie trattate nella dichiarazione non finanziaria) e un adeguato sistema di controllo sulla disciplina teso a migliorare l'affidabilità dell'informativa non finanziaria.

Come sottolineato da Assonime, l'associazione delle società italiane per azioni, in una circolare del giugno 2017 l'obbligo di rendicontazione si fonda sul principio del *comply or explain* e quindi le imprese possono non applicare determinate politiche previste, purché ne forniscano le motivazioni. Possono inoltre omettere le informazioni la cui diffusione potrebbe comprometterne gravemente la posizione commerciale. Assonime ha anche evidenziato l'importanza del principio di materialità che caratterizza l'approccio tipico dei sistemi di rendicontazione non finanziaria: la società deve fornire le informazioni rilevanti in relazione al proprio profilo di business, alle proprie strategie, alle aspettative degli stakeholder, al contesto in cui opera, ecc. L'informativa non finanziaria deve, dunque, concentrarsi sugli aspetti significativi dell'attività dell'impresa e sulle attese degli stakeholder. La stessa Assonime, inoltre, ha evidenziato che sulla dichiarazione non finanziaria insistono due forme di controllo: il controllo interno del collegio sindacale e il controllo esterno dell'impresa di revisione. Il collegio deve preoccuparsi di monitorare l'osservanza delle disposizioni del decreto e ne riferisce nella relazione annuale

all'assemblea. Il revisore legale del bilancio, invece, deve verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria ed attestare la conformità delle informazioni fornite alle norme di riferimento e agli standard di rendicontazione impiegati. Questa attestazione può essere fornita anche da un altro soggetto abilitato alla revisione legale e designato per questo compito specifico.

I soggetti tenuti alla comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario sono tutte le società italiane quotate sui mercati regolamentati d'Italia o dell'Unione Europea. Sono incluse anche le banche, le assicurazioni e le imprese di riassicurazione. È necessario però che nell'esercizio finanziario di riferimento l'impresa abbia avuto in media un numero di dipendenti superiore a 500 e al contempo, alla chiusura del bilancio, abbia realizzato in alternativa almeno una delle due seguenti condizioni:

- 1) abbia raggiunto un totale dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro;
- 2) abbia registrato un totale di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di 40 milioni di euro.

In merito ai contenuti delle informazioni non finanziarie, la dichiarazione individuale di carattere non finanziario deve rendere conto dei temi ambientali, sociali e attinenti il personale, del rispetto dei diritti umani e del contra-

sto della corruzione attiva e passiva. Le imprese tenute alla dichiarazione devono, dunque, descrivere il modello aziendale di gestione e organizzazione delle attività in merito agli ambiti di cui sopra. Devono, inoltre, indicare le politiche praticate (comprese quelle di dovuta diligenza) e i risultati conseguiti nei vari ambiti tramite indicatori fondamentali di performance di carattere non finanziario. Le informazioni non finanziarie devono esporre i rischi generati e subiti nei vari ambiti di riferimento per le attività dirette, per i prodotti, per le politiche commerciali e, se rilevanti, per i rapporti di fornitura e subappalto.

Sono richiesti specifici riferimenti all'impiego delle risorse energetiche con una distinzione obbligatoria tra quelle prodotte da fonti rinnovabili e le altre e con l'esplicitazione dell'impiego di risorse idriche. La dichiarazione deve descrivere le emissioni di gas a effetto serra e le emissioni di inquinanti in atmosfera. Deve inoltre indicare l'impatto sull'ambiente, sulla salute e la sicurezza, o altri fattori di rischio sia ambientale che sanitario. È prevista anche una rendicontazione sugli aspetti sociali e sulla gestione del personale con le azioni tese a garantire la parità di genere e l'attuazione delle convenzioni internazionali in materia. Vanno indicate anche le modalità di attuazione del dialogo tra le parti sociali e del rispetto dei diritti umani. L'impresa

deve indicare, infine, gli strumenti adottati per la lotta alla corruzione sia attiva che passiva.

Chiaramente la selezione delle informazioni rilevanti per ogni impresa deve avvenire sempre sulla base del principio di materialità e quindi di un'analisi delle specificità di ogni impresa. In particolare, come precisato dalla Consob, le informazioni ritenute generalmente più significative nella descrizione degli impatti non finanziari di un'impresa (utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra fonti rinnovabili e non rinnovabili, impiego di risorse idriche, emissioni di gas ad effetto serra, aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, il rispetto dei diritti umani e le misure adottate per prevenirne le violazioni, la lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva) vanno fornite solo nella misura in cui tali indicazioni risultino significative alla luce dell'attività svolta dall'impresa e delle sue caratteristiche e, quindi, dei temi socio-ambientali sui quali la stessa può avere un impatto rilevante.

Le informazioni dovranno essere confrontate con quelle dell'anno precedente riguardo ai medesimi indicatori e con le metodologie e i principi previsti dallo standard di rendicontazione utilizzato.

Al fine di garantire l'applicazione del disposto normativo, sono previste delle sanzioni di natura amministrativa in caso di inadempienza nell'obbligo di pubblicazione delle informazioni di carattere non finanziario. L'omesso

deposito nei termini prescritti genera a carico degli amministratori una sanzione amministrativa pecuniaria da 20 a 100 mila euro (con riduzione ad un terzo in caso di deposito entro i trenta giorni successivi al termine previsto). In caso di dichiarazione di carattere non finanziario depositata che contenga fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero oppure ometta fatti materiali rilevanti è prevista una sanzione amministrativa pecuniaria da 50.000 a 150.000 euro per gli amministratori e i componenti dell'organo di controllo.

Come affermato sopra, la disclosure sulla CSR rientra nel più ampio disegno della strategia di CSR che le aziende pongono in essere. Sulla base della definizione di CSR data dal Libro Verde dell'Unione Europea (2001), Beda e Bodo (2004) affermano che una strategia di CSR debba andare al di là della normativa. L'adozione di un comportamento socialmente responsabile e orientato alla sostenibilità, cioè, deve essere frutto di una libera scelta e deve connotarsi come impegno che le aziende assumono perché ritengono sia nel loro interesse.

Adottare una politica di CSR significa impegnarsi volontariamente per la correttezza delle relazioni con gli interlocutori interni ed esterni all'azienda. Significa, cioè, investire nei rapporti:

- con il proprio capitale umano, impegnando risorse nella formazione di dipendenti e collaboratori;

- con partner commerciali e fornitori, favorendo coloro che rispettano i diritti umani e adottano standard di eccellenza in materia di rispetto e tutela dell'ambiente;
- con i clienti, offrendo prodotti e servizi che ne soddisfino i bisogni e le aspettative;
- con la comunità, collaborando per esempio con scuole e università o sostenendo i progetti delle organizzazioni no profit attive nella propria comunità di riferimento.

In queste relazioni la comunicazione e la trasparenza delle informazioni assumono un ruolo fondamentale (Morelli, 2005). A sostegno del ruolo della comunicazione nelle pratiche di CSR, Cerana (2004) fornisce tre motivazioni che rendono la comunicazione una fase fondamentale della strategia di CSR:

1. apre canali di relazione con gli interlocutori interessati all'impresa;
2. massimizza i vantaggi derivanti dall'adozione di strategie e comportamenti socialmente responsabili;
3. crea reputazione per costruire rapporti fiduciari e durevoli con gli stakeholder.

1.3. Le principali funzioni della comunicazione socio-ambientale

Negli ultimi decenni è divenuta sempre più evidente la necessità di dare agli interlocutori delle aziende un set nuovo e più completo di informazioni e dati, coerentemente con la diffusione a livello internazionale dei valori legati al concetto di sviluppo sostenibile.

Si è cioè avvertita la necessità di affiancare al tradizionale bilancio contabile, ossia all'informativa economico-finanziaria e patrimoniale, la comunicazione socio-ambientale, la quale fa riferimento sia all'ambiente naturale sia al sistema di valori sociali. Tale informativa riflette la complessità operativa della realtà in cui operano le imprese, che si devono confrontare con questioni economiche, ma anche sociali ed ambientali (Birth e Illia, 2003).

L'obiettivo fondamentale della comunicazione sociale e ambientale non differisce da quello istituzionale della comunicazione più tradizionale, ossia la ricerca del consenso - più ampio possibile - fra i soggetti con cui l'impresa interagisce, nella consapevolezza che il maggior consenso possa tradursi in fattore di competitività.

Il valore della comunicazione socio-ambientale quale generatore di consenso è facilmente ravvisabile in quello che scriveva, nel 1993, la consociata italiana di IBM nel pubblicare il proprio bilancio ambientale: "come con il bilancio economico-finanziario si intende dar conto della gestione dei capitali

e delle risorse economico-finanziarie, che sono degli azionisti, con il bilancio ambientale intendiamo dar conto a [...] azionisti, clienti, comunità sociali e politiche, della gestione della risorsa ambientale, che è di tutti”.

I report sociali e ambientali nascono come strumento di informazione per comunicare la responsabilità dell’azienda verso i propri interlocutori e l’ambiente e si sono sviluppati e modificati per adattarsi alle diverse esigenze conoscitive e funzioni (EIRIS, 2005).

Negli anni la comunicazione di tipo socio-ambientale in aggiunta a quella più tradizionale di tipo economico-finanziario si è sviluppata assumendo la configurazione della corporate accountability ed è divenuta strumento di gestione dell’immagine aziendale e, più in generale, del sistema delle relazioni sociali. L’obiettivo è sviluppare una forma di comunicazione delle performance aziendali finalizzata a creare consenso sia all’esterno che all’interno dell’organizzazione.

Sulla base delle considerazioni precedenti si possono individuare le seguenti funzioni della comunicazione socio-ambientale, strettamente interconnesse fra loro:

1. Funzione informativa: i report socio-ambientali nascono in risposta alla richiesta d’informazioni da parte dei gruppi di pressione (per esempio, i sindacati, i movimenti ambientalisti, le associazioni di consumatori). La

società in generale richiede una maggior trasparenza nell'attività dell'impresa, al fine di conoscere l'influenza esercitata su di essa;

2. Funzione di management: i bilanci di sostenibilità sono uno strumento per la gestione delle imprese in quanto permettono di:
 - a) esplicitare le aspettative della società e le loro conseguenze nel sistema di governance dell'azienda. La maggior conoscenza dell'ambiente interno ed esterno permette all'azienda di individuare i punti deboli e quelli di forza nei rapporti con i vari stakeholder, favorendo un utilizzo più razionale delle risorse;
 - b) definire le scelte strategiche e comprendere la loro efficacia rispetto alle aspettative, "raccolgendo" le attese nei confronti dell'azienda;
 - c) controllare e dirigere i processi relazionali con gli stakeholder. In questa funzione risiede l'opportunità di instaurare relazioni di qualità con i diversi gruppi di stakeholder.
3. Funzione di miglioramento dell'immagine e della reputazione: i report di sostenibilità hanno come fine quello di migliorare l'immagine dell'impresa. Questa funzione è strettamente correlata a quella informativa. Morrelli (2002) la chiama di *public relation* e sostiene che questa funzione può portare a minare la credibilità e l'attendibilità della comunicazione,

in quanto alcune imprese possono alterare le informazioni, effettuando opportunistiche operazioni di “cosmesi aziendale”.

4. Funzione di difesa: l’impresa può avvalersi di questo strumento per rispondere ad attacchi e/o accuse da parte di gruppi di pressione organizzati.

Come accennato sopra, nella pratica le funzioni esplicitate sono strettamente interconnesse le une con le altre e interdipendenti. In altri termini, le ragioni che spingono l’impresa a pubblicare informazioni di carattere socio-ambientale e le funzioni che questa comunicazione svolge, pur essendo diverse tra loro, possono essere disposte su un continuum logico: autodifesa – competizione – cooperazione (Chiesi, Martinelli, Pellegatta, 2001). Si passa quindi dall’uso della comunicazione come strumento per difendersi dagli attacchi esterni, a strumento per ottenere un miglior posizionamento competitivo rispetto ai concorrenti (sia migliorando l’immagine aziendale sia integrando istanze sociali all’interno delle proprie strategie) a strumento di cooperazione e concertazione (all’esigenza della competizione si affianca quella di instaurare rapporti cooperativi con un numero di stakeholder più ampio possibile).

1.4. Gli strumenti della comunicazione socio-ambientale

Sebbene sotto il profilo concettuale vi sia unità di visione circa gli scopi

della comunicazione di sostenibilità, ad oggi, non esiste un modello e delle regole universalmente accettate che guidino la stesura dei bilanci sociali o ambientali, dei report di sostenibilità e, più in generale, la comunicazione non-finanziaria.

Esistono, tuttavia, degli standard di redazione, prodotti da organizzazioni internazionali sin dall'inizio del ventunesimo secolo, proprio allo scopo di incrementare la comparabilità delle informazioni non-finanziarie e ridurre, quindi, la totale discrezione delle aziende.

Gli standard più diffusi, riconosciuti a livello internazionale, sono quelli redatti da istituzioni non governative quali la *Social Responsibility Initiative (SRI)*, il *Global Reporting Initiative (GRI)*, l'*Institute of Social and Ethical Accountability (ISEA)*. In Italia il principale modello di riferimento per la redazione del Bilancio Sociale è quello del Gruppo di studio per la statuizione dei principi di redazione del Bilancio Sociale (GBS), che nel 2001 ha pubblicato un apposito documento, nel quale definisce principi e obiettivi di redazione del bilancio sociale, definito come strumento integrativo di comunicazione e di valutazione dell'aspetto sociale dell'attività aziendale. In tema di orientamenti metodologici il documento si rifà a diversi modelli che hanno contribuito a sviluppare l'attività di rendicontazione sociale:

- *the Sustainability Reporting Guidelines*, del *Global Reporting*

Iniziative (GRI);

- *the Copenhagen Charter, a Management Guide to Stakeholder Reporting*, sviluppato da Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG, Huset Mandag Morgen;

- *Voluntary Guidelines for CSR Reporting & Communication*, elaborato da CSR Europe;

- il modello AA1000, dell'ISEA.

Secondo quanto previsto dall'art. 3 comma 3 del D.Lgs. 254/2016, le informazioni che costituiscono la disclosure non finanziaria devono essere fornite “secondo le metodologie ed i principi previsti dallo standard di rendicontazione utilizzato quale riferimento o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata ai fini della redazione della dichiarazione”¹.

Le linee guida o gli standard per la rendicontazione di sostenibilità definiti dal GRI costituiscono lo standard di rendicontazione utilizzato dalla maggioranza delle società Italiane come evidenziato nel 1° Report di ottobre 2018 dell'Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria ex D. Lgs. 254/2016 di SDA Bocconi e Deloitte. Ciò rappresenta un primo passo

¹ Il D.Lgs 254/2016 definisce “metodologia autonoma di rendicontazione: l'insieme composito, costituito da uno o più standard di rendicontazione, e dagli ulteriori principi, criteri ed indicatori di prestazione, autonomamente individuati ed integrativi rispetto a quelli previsti dagli standard di rendicontazione adottati, che risulti funzionale ad adempiere agli obblighi di informativa non finanziaria previsti dal presente decreto legislativo e dalla direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014”.

verso la comparabilità delle informazioni e delle performance rendicontate e la definizione di una lingua comune per integrare i temi della sostenibilità nella strategia aziendale e comunicarli uniformemente agli stakeholder².

I report di CSR possono essere diffusi attraverso diversi canali e con diverse forme, ad esempio report autonomi, sezioni dedicate nel bilancio annuale o bilanci online nel sito web dell'organizzazione. Le informazioni di carattere socio-ambientale pubblicate separatamente sono definiti report sociali o report di sostenibilità.

Ai sensi dell'art. 5 del D.lgs. 254/2016, la disclosure non finanziaria può essere contenuta nella relazione sulla gestione, di cui costituisce una specifica sezione contrassegnata come tale, oppure può costituire una relazione distinta, fermo restando l'obbligo di essere contrassegnata comunque da analogica dicitura che ne identifichi la natura di comunicazione non finanziaria.

² In particolare il Rapporto di Deloitte e SDA Bocconi evidenzia che la maggioranza (77%) del campione indagato ha utilizzato come standard di rendicontazione i *"Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Standards"* (*"GRI Standards"*), mentre il 23% ha utilizzato la versione precedente delle linee guida *"Sustainability Reporting Guidelines"* versione G4 (*"Linee Guida GRI G4"*). Le società che hanno utilizzato le linee guida *"Sustainability Reporting Guidelines"* versione G4 per la redazione della disclosure non finanziaria relativa al fiscal year 2017 dovranno effettuare la transizione verso i GRI Standards per i documenti pubblicati dopo il 1 luglio 2018. In combinazione con il GRI, sono stati inoltre citati all'interno delle Dichiarazione di carattere non finanziario altri framework: *International Integrated Reporting Framework*; linee guida pubblicate dal Gruppo di Studio per il bilancio sociale (Standard GBS); principi dell'*UN Global Compact*. Rispetto alle opzioni di applicazione delle linee guida o degli standard GRI, il 60% delle aziende campione ha scelto l'opzione *"in accordance - Core"*, il 34% l'opzione *"GRI-referenced"*, solo il 4% ha scelto l'opzione *"in accordance - Comprehensive"* e il 2% non l'ha dichiarato (sebbene il GRI richieda di dichiarare l'opzione di applicazione scelta). L'opzione *"GRI-referenced"* è stata introdotta dall'ultima versione del GRI (GRI Standards), dando la possibilità alle organizzazioni di utilizzare solo una selezione di Standards (o parte dei loro contenuti) per rendicontare specifici impatti economici, ambientali e/o sociali, senza l'obbligo di fornire una rappresentazione completa dei temi materiali e dei relativi impatti.

La scelta della forma e del mezzo di comunicazione, che va compiuta avendo presente che l'obiettivo principale deve rimanere la fruibilità delle informazioni rendicontate, è influenzata da diversi fattori, quali la disponibilità di risorse dell'azienda, in termini di reperibilità ed elaborazione dei dati; il tipo di stakeholder che si vuole raggiungere prioritariamente; le scelte strategiche implementate; la forma dei report sociali o ambientali che sono stati utilizzati in passato (Roth, 1999).

Fra gli strumenti di comunicazione non finanziaria che le imprese utilizzano nella realtà per divulgare informazioni relative alla sostenibilità, alle questioni ambientali e sociali, agli elementi ESG (Environment, Social and Governance) implementati nelle proprie logiche strategico-gestionali, nelle scelte produttive e nei processi di innovazione, rientrano strumenti molto diversi fra loro, quali il bilancio di sostenibilità, il bilancio ambientale, il bilancio sociale, i CSR report, il bilancio integrato, ecc..

Il passaggio da una rendicontazione volontaria - attraverso i documenti di cui sopra, che pur avendo il medesimo fine ultimo, presentano caratteristiche molto differenti gli uni dagli altri - a una rendicontazione obbligatoria, quale quella prevista dal decreto legislativo 254 del 2016 per le società quotate, sottoposta a giudizio di conformità, nonché passibile di vigilanza ed eventuali sanzioni da parte del regolatore (Consob), appare come un cambiamento in

grado di modificare in modo sostanziale sia le regole che gli attori del gioco. Nei paragrafi seguenti vengono descritti l'approccio *Triple Bottom Line* e il *Global Reporting Initiative*, che segnano due fra le principali fasi dell'evoluzione del processo di armonizzazione e standardizzazione della rendicontazione di sostenibilità che precedono il passaggio dalla rendicontazione volontaria a quella obbligatoria.

1.5. Il Triple Bottom Line

Il concetto di Triple Bottom Line (TBL o 3BL), introdotto da John Elkington nel 1994 e sviluppato nel suo "Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21 Century Business" del 1998, accoglie e amplia lo spettro di valori e criteri usati per misurare il successo economico, ma anche sociale e ambientale di un'azienda.

Non c'è una definizione universalmente accettata di TBL reporting, in senso lato viene definito come una forma di comunicazione dell'azienda verso i suoi stakeholder, che descrive l'approccio dell'azienda nella gestione delle dimensioni economica, sociale e ambientale della sua attività e nel fornire informazioni relative a queste dimensioni. In senso più stretto il concetto di TBL reporting fa riferimento alla pubblicazione di informazioni economiche, ambientali e sociali in modo integrato, riflettendo le attività e i risultati

dell'azienda lungo le tre dimensioni di performance. Secondo tale approccio l'azienda deve adattare i suoi processi di comunicazione, integrando anche agli aspetti gestionali di carattere non strettamente economico e finanziario, al fine di garantire una più ampia rappresentazione dei suoi risultati (KPMG, 2008).

In termini pratici adottare un sistema di reporting in ottica TBL significa ampliare il framework tradizionale della reportistica, per prendere in considerazione anche le performance ecologiche e sociali. L'approccio si propone di incorporare il concetto di sviluppo sostenibile nella misurazione dei risultati d'impresa mediante l'introduzione di un modello che descriva la creazione del "valore sostenibile". La logica della Triple Bottom Line può essere definita attraverso il motto "People, Planet and Profit", che ne descrive sinteticamente gli obiettivi di sostenibilità attraverso i tre "pilastri":

- People (capitale umano): riguarda l'adozione di pratiche eque nei confronti della forza lavoro, la comunità e la regione in cui un'organizzazione svolge la propria attività. Un'azienda TBL concepisce la società come una realtà nella quale il benessere dell'azienda, dei lavoratori e di tutti gli stakeholder sono interdipendenti. Di conseguenza cercherà di non sfruttare o di non mettere in pericolo nessuno dei suoi gruppi di stakeholder (ad esempio

non sfrutterà lavoro minorile, né manterrà relazioni con aziende che lo facciano, assicurerà ai suoi dipendenti un livello salariale equo, un ambiente e degli orari di lavoro adeguati). Allo stesso tempo l'azienda contribuirà allo sviluppo della sua comunità tramite investimenti nell'educazione o nell'assistenza sanitaria, attività molto sviluppate nei paesi anglosassoni. Quantificare la performance di un'organizzazione sotto questo aspetto è un'attività nuova, problematica e spesso soggettiva. La Global Reporting Initiative (GRI) ha sviluppato delle linee guida a cui fanno riferimento moltissime aziende per valutare il loro impatto sociale.

- Planet (capitale naturale): fa riferimento a pratiche di sviluppo sostenibile, tipicamente il Life Cycle Assessment dei prodotti, al fine di determinare i reali costi ambientali dell'attività. Solitamente le misure di sustainability reporting sono più adatte a misurare e quantificare gli aspetti ambientali, piuttosto che quelli sociali.

- Profit: è il valore economico creato dall'organizzazione al netto dei costi di tutti gli input. Le informazioni fornite devono andare oltre i tradizionali indicatori contenuti nei documenti finanziari quindi oltre la tradizionale rendicontazione dei profitti in quanto, in un contesto di sostenibilità TBL, l'aspetto "profitto" viene visto come il beneficio economico reale prodotto a vantaggio della società "ospite", ovvero l'impatto economico complessivo

che l'organizzazione ha nel suo ambiente. Questo non significa che le aziende sono tenute a massimizzare il risultato su tutte e tre le dimensioni di performance, ma che il focus si sposta dal valore economico prodotto dall'azienda al valore economico e sociale che questa crea, o distrugge, seguendo la logica di quella che Elkington (1997) chiama la transizione al capitalismo sostenibile.

Tale transizione si basa su cambiamenti rivoluzionari che riguardano i mercati in cui le imprese operano, i valori che guidano l'operare delle imprese, il life-cycle technology, le partnership, il tempo, la trasparenza e la governance.

In materia di trasparenza, la rivoluzione necessaria impone il passaggio da logiche *closed* verso logiche *open*. Ciò è la conseguenza diretta della domanda da parte di un insieme sempre più ampio di stakeholder di informazioni in merito a ciò che l'azienda sta facendo o sta pianificando. Informazioni che vengono usate per confrontare e classificare le performance di aziende concorrenti. Questo processo di *opening up* è a sua volta conseguenza dell'emergere di nuovi sistemi di valore e dello sviluppo di nuove tecnologie d'informazione. L'inaugurazione nel 2001 del *Global Reporting Initiative* (*GRI*), basato sui principi del TBL, è uno dei più importanti segnali di questa tendenza.

La rivoluzione sul piano della Corporate Governance, invece, fa riferimento al passaggio da logiche *exclusive* a logiche *inclusive*, ossia relative alla inclusione degli interessi di tutti gli stakeholder nei processi decisionali aziendali e alla necessaria responsabilizzazione in tal senso del consiglio di amministrazione.

Il modo migliore per assicurare che un'azienda aderisca pienamente ai principi di TBL è crearne i requisiti all'interno, nel corpo dirigenziale e nei parametri di mercato che questo decide di seguire (Porter e Kramer, 2007). Il passaggio dalla rendicontazione tradizionale alla comunicazione TBL può essere riassunto nelle seguenti fasi (Morelli, 2005):

1. comunicazioni spot, quali comunicati stampa, newsletter o brochure,
2. inclusione di informazioni sociali e ambientali nel bilancio annuale,
3. adozione di report annuali principalmente descrittivi, con alcuni dati quantitativi,
4. pubblicazione di report separati (con conseguente necessità di una verifica indipendente),
5. pubblicazione di un bilancio annuale basato su dettagliate informazioni ambientali e/o sociali,
6. integrazione di misure di performance economica, sociale e ambientale in un singolo rapporto.

Non esiste un approccio migliore alla comunicazione socio-ambientale, l'azienda dovrà adottare quello che meglio risponde alle esigenze dei suoi stakeholder, le informazioni riportate dovranno essere coerenti con la sua strategia e i suoi obiettivi e riflettere la natura delle attività dell'azienda. Questo al fine di sviluppare un insieme strutturato di indicatori di performance significativi (Porter e Kramer, 2007).

1.6. La Global Reporting Initiative

Le ragioni alla base della pubblicazione da parte delle imprese di informazioni di carattere non finanziario sono molteplici e hanno avuto origine sia dall'esterno che dall'interno delle aziende stesse. Le imprese decidono di incorporare nella comunicazione aziendale aspetti ambientali, sociali e di governance in primo luogo per rispondere alle pressioni e alle esigenze di trasparenza degli stakeholder al fine di ridurre le asimmetrie informative, ma, in un secondo momento, diventano sempre più consapevoli dell'importanza di agire in ottica di sostenibilità forte. L'opportunità di aumentare la trasparenza, il valore del brand, la reputazione e la motivazione dei dipendenti; la maggiore legittimazione ad operare nel mercato e perciò a sopravvivere; la possibilità di raggiungere una posizione di benchmark e acquisire un vantaggio competitivo rispetto ai competitor sono alcune delle motivazioni che rendono

le dimensioni ambientali e sociali sempre più rilevanti e imprescindibili per le aziende. Il non-financial reporting rappresenta un continuo processo di apprendimento³, sempre più sostanziale ed integrato in grado di portare a cambiamenti non solo nei processi produttivi, ma nel business model in generale, fino alla *vision* aziendale.

Il fatto che suddetta informativa venga comunicata dalle imprese su iniziativa volontaria fa sì che non vi sia omogeneità in relazione al metodo e agli strumenti con cui le variabili di natura non finanziaria vengono divulgate e, in particolar modo, diversi studi dimostrano come vi siano differenti livelli di comunicazione tra i vari stati e i diversi settori di appartenenza. È in un contesto non regolamentato come quello descritto che ci si chiede quanto di ciò che l'impresa rendiconta sia vero, ossia se le informazioni che vengono esplicitate siano realmente il riflesso di concrete implementazioni all'interno dell'organizzazione⁴.

A livello internazionale sono state sviluppate numerose Linee Guida con lo scopo di favorire la standardizzazione delle tecniche di rendicontazione ambientale e sociale, anche attraverso lo sviluppo di indicatori “universali”.

³ Perrini F. (2006) “*The Practitioner's Perspective on Non-Financial Reporting*”, California Management Review, vol.48, n.2.

⁴ Kolk A. (2004) “*A decade of sustainability reporting: developments and significance*”, International Journal of Environment and Sustainable Development, 3(1), 51-64.

Anche se, considerate le circostanze particolari dei diversi contesti in cui operano le aziende, “un approccio uniforme “*one size fits all*” non è praticabile né appropriato” (Group of 100, 2003). In questo contesto ha assunto una posizione di rilievo il *Global Reporting Initiative*⁵, da intendersi sia come processo di rendicontazione sia come organizzazione internazionale no-profit. Quest’organizzazione è stata istituita a Boston nel 1997 dalla *Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES)*⁶ la quale istituì al proprio interno un dipartimento per il progetto *Global Reporting Initiative*. L’obiettivo iniziale era quello di creare un meccanismo di *accountability* per assicurare che le organizzazioni seguissero i principi in materia di condotta ambientale responsabile stabiliti dalla stessa CERES.

Nel 1998 fu costituito un comitato per sviluppare le prime linee guida del GRI, che furono poi pubblicate nel giugno del 2000. Lo scopo delle *GRI Guidelines* era quello di supportare le organizzazioni nella predisposizione di un report integrato di sostenibilità attraverso la definizione dei principi fonda-

⁵ Il GRI (*Global Reporting Initiative*) è allo stesso tempo un processo di rendicontazione e un’organizzazione internazionale no-profit il cui scopo è quello di promuovere uno sviluppo sostenibile attraverso la predisposizione di linee guida per il reporting delle performance economico, ambientale e sociale di un’organizzazione.

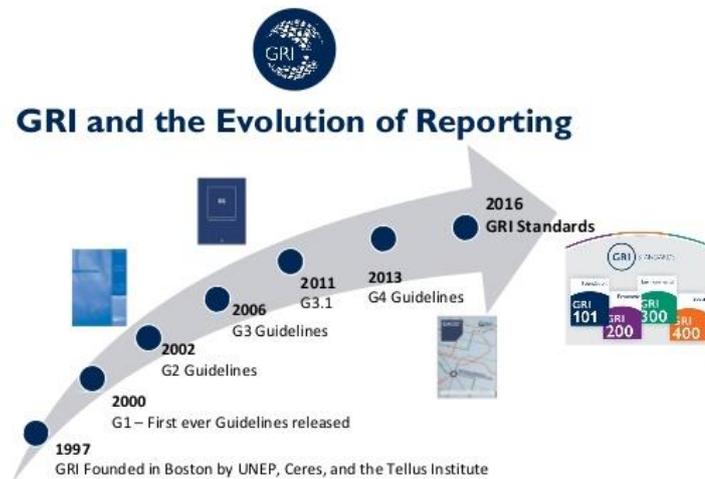
⁶ CERES è un’associazione no-profit americana costituita da ambientalisti, investitori istituzionali, gruppi religiosi e sindacati. È autrice di “*CERES Principles*”, un codice di comportamento in materia ambientale

mentali di rendicontazione e di una serie di indicatori per misurare la performance delle imprese nell'ottica dello sviluppo sostenibile⁷. La *mission* a cui si ispira il *Global Report Initiative* è: “*to make sustainability reporting standard practice by providing guidance and support to the organization*”⁸. L'obiettivo di fondo, pertanto, è quello di favorire l'armonizzazione internazionale dell'informativa di sostenibilità al fine di creare, seguendo un approccio multi-stakeholder, un modello di non-financial reporting utilizzabile da organizzazioni di qualsiasi dimensione, settore o paese attraverso la redazione di documenti che seguono logiche e metodologie unitarie anche al fine di rendere omogenei e confrontabili i diversi documenti finora elaborati: bilancio finanziario, bilancio ambientale e bilancio sociale.

⁷ In tal contesto con il termine reporting di sostenibilità il GRI si riferisce “*alla misurazione, comunicazione e assunzione di responsabilità (accountability) nei confronti di stakeholder sia interni sia esterni, in relazione alla performance dell'organizzazione rispetto all'obiettivo dello sviluppo sostenibile*”

⁸ Global Reporting Initiative, “A new phase: the growth of sustainability reporting”, 2011, pag.2

Figura 1 - GRI ed evoluzione del *sustainability reporting*



Fonte: GRI

Grazie alla collaborazione con esperti appartenenti a diverse categorie di stakeholder il GRI *Sustainability Reporting Framework* gode di ampia credibilità e mira a diventare il framework più diffuso a livello globale per la reportistica delle performance in materia di diritti umani, lavoro, ambiente, anticorruzione e altri aspetti di interesse socio-ambientale.

Nel 2002 il GRI diventò un'organizzazione autonoma rispetto alla CERES stabilendo la sua sede ad Amsterdam. Nello stesso anno iniziò una collaborazione ufficiale con l'*United Nations Environmental Program (UNEP)*. Inol-

tre, sempre nel 2002, in occasione del *World Summit on Sustainable Development* di Johannesburg, emanò la sua seconda versione delle linee guida, nota come “2002 Sustainability Reporting Guidelines” o “G2”. Le linee guida del 2002 introducono alcune innovazioni negli indicatori sociali ed economici e descrivono più compiutamente i principi a sostegno della rendicontazione sociale. La nuova versione introduce anche il concetto di conformità del rendiconto alle Guidelines, che richiede più alti standard di trasparenza e di copertura delle informazioni e conferisce ai rendiconti “conformi” un riconoscimento di maggiore affidabilità e credibilità.

Sulla base delle osservazioni delle organizzazioni che le hanno applicate, GRI ha avviato un ulteriore processo di revisione, il cui risultato ha portato nel 2006 alla terza generazione delle linee-guida, conosciute come G3, aggiornate successivamente nel 2011 con la versione “G3.1” e nel 2013 con le “G4 Guidelines”.

Le linee guida sono destinate all’uso volontario da parte delle organizzazioni che vogliono adottare uno strumento di comunicazione che integri le tre dimensioni: economica, ambientale e sociale. Le linee guida GRI-G3 si propongono come uno standard di contenuto che supporta l’organizzazione nella redazione del Bilancio di Sostenibilità, promuovendone la comparabilità nel tempo e fra organizzazioni similari. Oltre a individuare i principi di redazione

del Bilancio Sociale, ne descrive i contenuti sviluppandoli in: strategia e analisi, profilo dell'organizzazione, parametri del report, governance, coinvolgimento degli stakeholder e indicatori di performance economici, ambientali e sociali.

La struttura delle Linee Guida GRI- G3 si compone di due elementi principali:

1. i Principi e la Guida al reporting, che individuano i contenuti del report e descrivono gli elementi principali del processo di reporting. I principi permettono di individuare il contenuto del report e il loro perimetro e di garantire la qualità delle informazioni diffuse.
2. Informativa standard, che espone la struttura generale del report, con l'indicazione delle informazioni ritenute rilevanti, e presenta gli indicatori di performance. Fornisce inoltre indicazioni su argomenti tecnici specifici legati alla redazione del documento.

I Principi cui le aziende devono attenersi per redigere un report (bilancio sociale) secondo il framework del GRI sono classificabili in due macrocategorie:

- Principi per la definizione del contenuto: materialità, inclusività degli stakeholder, contesto di sostenibilità, completezza;

- Principi a garanzia della qualità: equilibrio, comparabilità, accuratezza, tempestività, chiarezza, affidabilità.

L'Informativa Standard fa riferimento a tre aree tematiche:

- a. **Strategia e profilo:** definisce il contesto generale in cui opera l'organizzazione, quali strategia, profilo, governance, impegni e coinvolgimento degli stakeholders, parametri dei report: l'organizzazione definisce i propri impegni in merito allo sviluppo sostenibile e spiega come intende rispettarli.
- b. **Modalità di gestione:** illustra il modo in cui l'organizzazione affronta una determinata serie di argomenti, allo scopo di mostrare il contesto in cui sono maturate le performance nelle diverse aree.
- c. **Indicatori di performance.**

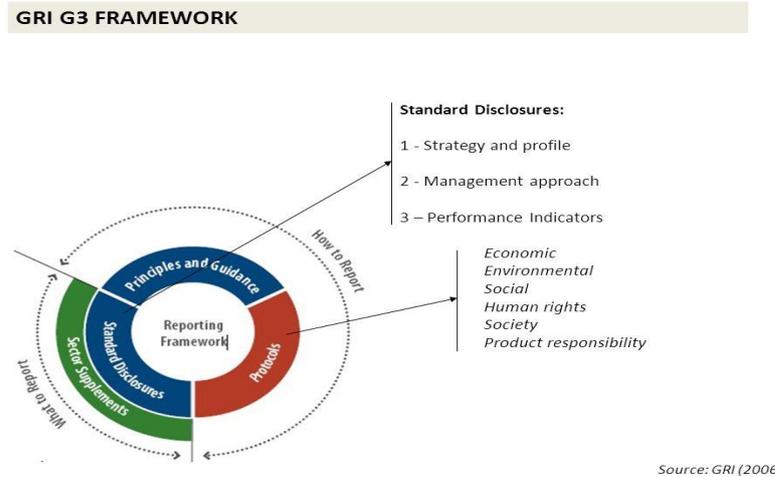
Gli indicatori si distinguono in tre categorie: indicatori economici, ambientali e sociali. Per ognuna delle tre categorie sono poi definiti degli indicatori: *Core Indicator* e *Additional Indicator*. Il primo gruppo è di applicazione generale, si tratta di indicatori importanti per la maggior parte delle organizzazioni e sono da presentare sempre, a meno che si considerino non materiali

(rilevanti), ovvero occorre spiegare il motivo per il quale questi non sono applicabili, secondo il principio del “*comply or explain*”. Gli indicatori Additional sono importanti solo per alcune organizzazioni (a seconda del settore) e quindi possono essere usati a discrezione dell’organizzazione.

Per ciascun indicatore di performance esiste un “*Protocollo di Indicatore*”, che fornisce definizioni e informazioni utili alla redazione del report e assicura un’interpretazione coerente degli indicatori.

La GRI, riconoscendo i limiti dell’applicazione di un unico schema di rendicontazione ad industrie di settori tra loro molto eterogenei, ha sviluppato dei “modelli settoriali integrativi” da utilizzare congiuntamente alle Linee Guida. I supplementi di settore integrano le Linee Guida con interpretazioni e consigli sull’applicazione delle stesse nei singoli settori e comprendono indicatori di performance specifici, per dare una rappresentazione più accurata e calibrata delle specifiche realtà settoriali.

Figura 2 - Il processo di reporting secondo le GRI Guidelines



Fonte - standard GRI-G

L'impresa che ha applicato il GRI *Reporting Framework* può auto-dichiarare il livello di conformità del proprio report ai criteri enunciati dal GRI, basandosi sulla propria valutazione del contenuto del documento pubblicato. Il sistema "GRI *Application Levels*" prevede tre livelli di applicazione, indicati come C, B e A. I criteri di ciascun livello riflettono il grado crescente di applicazione o trattazione del GRI *Reporting Framework*.

La dichiarazione del livello di applicazione indica gli elementi usati nella preparazione del report ed è finalizzata a fornire un'indicazione chiara ai lettori sul livello con cui sono state seguite le linee guida del GRI. Inoltre fornisce ai redattori del documento un'indicazione degli obiettivi da raggiungere.

Oltre all'auto-dichiarazione l'impresa può decidere di avvalersi di una società di *assurance* che rilasci una certificazione o chiedere che il GRI verifichi l'auto-dichiarazione. Se l'impresa ha ottenuto un'*assurance* può decidere di aggiungere un "più" al proprio livello di applicazione, ad esempio, C+, B+, A+, questo al fine di dimostrare che il contenuto offre una valida rappresentazione in relazione al livello di applicazione.

Nel 2011 viene lanciata sia la versione G3.1 delle linee guida che include aggiornamenti su temi specifici ma anche un sondaggio che preannuncia ulteriori modifiche. Dopo un lungo processo di consultazione multi-stakeholder durato 2 anni, che ha coinvolto 120 esperti di diversi paesi, il Global Reporting Initiative (GRI) ha presentato G4, una nuova versione delle linee guida di rendicontazione del Bilancio di sostenibilità. Il G4 è strutturato su 2 livelli principali: "Reporting principles and Standard disclosures", "Implementation Manual".

Il focus è sulla materialità e sul perimetro degli impatti con riferimento alle tematiche materiali. Inoltre viene posta una maggiore enfasi sul management approach: disclosure su come viene gestito ogni aspetto di sostenibilità.

Il principio di materialità è uno degli elementi di maggior cambiamento nella quarta edizione delle Linee Guida del GRI.

Per materialità si intende l'identificazione dei temi che hanno un impatto

diretto o indiretto sulla capacità dell'organizzazione di creare, preservare o intaccare il valore economico, ambientale e sociale dell'organizzazione stessa, dei suoi stakeholder e della società in senso più ampio. Le organizzazioni dovranno pertanto riportare all'interno dei bilanci solo ciò che conta e ciò che ritengono essere importante.

Un secondo aspetto che differenzia le nuove linee guida G4 dalle precedenti è che scompaiono i livelli A, B, C di applicazione che ne definivano il grado di applicabilità, e viene proposto un nuovo schema, composto da solo due opzioni: "core" e "comprehensive".

Quella "core" potrà essere intesa come più semplice, mentre la "comprehensive" includerà tutta l'informativa standard e tutti gli indicatori pertinenti per ogni aspetto materiale.

Il terzo aspetto rilevante delle G4 è legato alla supply chain a cui viene dato un ruolo maggiore, considerando il fatto che per una visione completa della sostenibilità del business è essenziale una valutazione del livello di integrazione verticale delle istanze di sostenibilità presenti nella catena di fornitura.

Dopo un processo lungo e articolato le vecchie linee guida G4 sono state riformulate e aggiornate dal gruppo di esperti del *Global Sustainability Standards Board* dando vita ai nuovi *GRI Sustainability Reporting Standards*

(*GRI Standards*). I *GRI Standards* rappresentano, dunque, l'ultima evoluzione e la versione più aggiornata degli originali parametri sviluppati dall'organizzazione. Il contenuto delle linee guida è stato ristrutturato in un sistema modulare e interconnesso di standard. Questo permetterà di aggiornarli e di poterne aggiungere di nuovi senza interferire con il sistema generale. Questa flessibilità darà modo di adattare con maggiore facilità gli standard alle diverse necessità, contesti e sviluppi nel settore del sustainability reporting.

Nello specifico, il sistema ha una struttura che distingue tra 3 standard universali (*Universal Standards*) e 33 standard specifici (*Topic-specific Standards*) basati sugli aspetti del G4 e organizzati in tre serie che riflettono le tre dimensioni fondamentali della sostenibilità.

Il punto di partenza è il GRI 101 (Foundation), che contiene i Principi di redazione del report definendone contenuto (*stakeholder inclusiveness, sustainability context, materiality, completeness*) e qualità (*accuracy, balance, clarity, comparability, reliability, timeliness*) e le Linee Guida sia per una loro corretta applicazione che per l'elaborazione dei rapporti. Applicando principi e linee guida è quindi possibile identificare gli specifici aspetti della propria attività che hanno impatti più significativi – positivamente e negativamente – sugli stakeholder (comunità locali, dipendenti, ambiente, consumatori, ecc.). In questo modo è possibile poi individuare e applicare gli standard ad hoc,

scegliendoli fra quelli elencati nelle serie di standard specifici per settore.

Parallelamente vanno applicati anche gli altri due standard universali:

- GRI 102 (General Disclosures), che contiene le informazioni generali di contesto relative all'organizzazione (profilo, strategia, etica e integrità, governance, stakeholder engagement) e le sue pratiche di rendicontazione;

- GRI 103 (Management Approach), il quale, invece, è utile per spiegare la gestione di quegli aspetti della propria attività ritenuti significativi e a rilevante impatto sugli stakeholder.

Ogni standard ha una struttura simile e dispone di una chiara distinzione tra requisiti (Reporting requirements), raccomandazioni (Recommendations) e suggerimenti (Guidance) per facilitare la comprensione di cosa mettere a bilancio e come farlo.

L'applicazione degli standard è senza dubbio una *best practice*, ma soprattutto permette di sviluppare una lingua comune per parlare e riflettere di rendicontazione di sostenibilità. La diffusione di parametri comuni di valutazione, misurazione e rendicontazione di performance e impatti diventa ancora più significativa se calati nel contesto dell'Agenda 2030, un sistema ampio e complesso dove tutti sono chiamati a contribuire per il raggiungimento degli obiettivi.

Al fine di valutare se un'azienda sia socialmente responsabile, sono nate a

livello internazionale diverse agenzie di rating specializzate, quali ad esempio SAM, EIRIS o Vigeo.

Tali agenzie realizzano analisi extra finanziarie, basate su criteri economici, sociali e ambientali. Il processo di selezione delle aziende svolto da queste società di rating è periodico e si basa su questionari di valutazione e su informazioni disponibili pubblicamente, tenendo in considerazione anche le opinioni espresse dai media e dagli stakeholder. In questo contesto la valutazione è finalizzata a verificare la conformità dei risultati dell'azienda agli indici di sostenibilità più prestigiosi, quali *Dow Jones Sustainability Indexes*, *FTSE4Good* o *Ethibel Sustainability Indexes*. L'ammissione in tali indici riveste un'importanza strategica per le aziende, sia per le implicazioni positive che ne derivano in termini di reputazione, sia perché, oltre ai fondi pensione e ai fondi etici, sono sempre più numerosi gli investitori che prediligono le aziende sostenibili, in particolar modo se incluse in determinati indici. L'appartenenza a un determinato indice fornisce infatti agli investitori socialmente responsabili informazioni "certificate" utili alla creazione dei loro portafogli di investimento.

CAPITOLO 2

Caratteristiche del board e disclosure

2.1. La corporate governance

Il governo delle imprese da sempre rappresenta un fenomeno d'interesse per studiosi, manager e responsabili politici (Zattoni, 2004; Zattoni, 2015; Bushman, e Smith, 2001). L'interesse per la tematica, tuttavia, ha assunto maggiore rilevanza nell'ultimo decennio conseguentemente allo sviluppo dei mercati finanziari, al nuovo ruolo degli investitori istituzionali, alla globalizzazione delle economie, ecc. (Zattoni, 2015).

In effetti, oggi il tema sembra quanto mai attuale, soprattutto perché la rapida evoluzione dei fenomeni economici e la crisi economico-finanziaria generalizzata hanno imposto alle imprese di operare in contesti sempre più caratterizzati da incertezza, dinamicità, asimmetrie informative, conflitti e comportamenti opportunistici dei soggetti che partecipano alla produzione ed alla distribuzione del valore.

La corporate governance può essere intesa, almeno in una prima accezione, come l'attività di governo dell'impresa, ossia l'insieme di sistemi, regole e meccanismi - interni ed esterni - attraverso cui le organizzazioni sono dirette e controllate (Cadbury, 1992). L'attività di direzione e controllo è volta

a gestire i business aziendali per migliorare la prosperità, la responsabilità e la trasparenza aziendale con l'obiettivo principale di incrementare il valore a lungo termine per gli azionisti, tenendo comunque presente l'interesse degli altri stakeholder (Keasey et al. .1997; Sheifer & Vishny, 1997; OCSE, 1999).

Il termine corporate governance deriva da un'analogia tra il governo di città, nazioni o stati e il governo delle società. Al termine governance, utilizzato in Gran Bretagna sin dal XIV secolo, infatti, viene comunemente associato il significato di guidare e governare con saggezza e senso di responsabilità. Il termine deriva dal latino "gubernare" che significa appunto guidare, governare.

L'associazione del termine governance alla parola corporate è invece più recente. Si ritiene che i due termini assieme siano stati utilizzati per la prima volta da Richard Eells (1960, pag. 8) per indicare "la struttura e il funzionamento della politica aziendale" e quindi il governo delle imprese⁹. Il termine composito si diffonde poi negli anni Ottanta a seguito di vari avvenimenti che attirarono l'attenzione di studiosi, della finanza, della politica e degli esponenti dell'industria sulle diverse tematiche ad esso sottostanti. Tuttavia, nonostante i numerosi contributi teorici ed empirici prodotti nelle ultime decadi

⁹ Per un approfondimento si veda Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1-109). Elsevier. Gli autori affermano: "The precise term "corporate governance" itself seems to have been used first by [Richard Eells (1960, p. 108)], to denote "the structure and functioning of the corporate polity".

e il crescente interesse del mondo economico per il tema, ad oggi ancora non si è giunti ad una definizione condivisa del termine “corporate governance” (Zattoni, 2004). Le numerose definizioni proposte differiscono per diversi aspetti, che vanno dalla ampiezza, numerosità e varietà dei soggetti coinvolti e dei relativi interessi da tutelare (azionisti, management, lavoratori, fornitori, collettività, Stato, ecc.), alla ampiezza e varietà degli organi e dei meccanismi di governo (consiglio d’amministrazione, management, collegio sindacale, società di revisione, comitati, mercati finanziari e per il controllo societario, ecc.). Incrociando soggetti e interessi da tutelare da un lato con organi e meccanismi di governo dall’altro si possono distinguere due diverse concezioni della governance d’impresa (2015; 2004a):

- una *concezione ristretta* di corporate governance, secondo cui la stessa riguarda i meccanismi di governo interni all’impresa, per esempio il consiglio d’amministrazione, e considera esclusivamente gli interessi dei portatori del capitale di rischio. Le istanze avanzate dagli altri *stakeholder* sono intese esclusivamente come vincoli esterni all’azione aziendale;
- una *concezione allargata* di governance aziendale che, invece, considera tutti i soggetti che in diverso modo sono interessati alle sorti

aziendali e tutti i meccanismi, aziendali ed istituzionali, che condizionano il governo aziendale e la capacità di creare valore. In quest'ultima accezione, si tiene conto di tutte le categorie di soggetti i quali, partecipando in diversi modi all'attività aziendale e alla creazione di valore, esigono adeguate ricompense. Gli interessi di tutti gli *stakeholder*, dunque, devono essere sistematicamente contemperati dalla governance che deve essere in grado di limitare eventuali comportamenti opportunistici dei soggetti che esercitano il controllo, quali il management o gli azionisti di maggioranza, a danno delle altre categorie di *stakeholder*, garantendo un'adeguata ripartizione del valore.

La separazione dei ruoli tra la proprietà e il controllo, fisiologica conseguenza dello sviluppo dimensionale, è sempre stata il fulcro della letteratura riguardante la governance aziendale. In una *prospettiva di mercato o esterna* della corporate governance il problema principale è quello di trovare dei meccanismi in grado di rendere efficiente l'assetto proprietario di una specifica tipologia d'impresa, in cui la separazione tra manager e proprietari genera il tipico conflitto di agenzia tra principale e agente. “*Shareholder supremacy*” e “*utilitarismo*” sono le premesse teoriche al modello, che deve essere orientato alla massimizzazione del valore per gli *shareholder*. La prospettiva

esterna ha, dunque, come riferimento principale la relazione tra *top management* e azionisti nella tipica *public company* anglosassone, e va alla ricerca dei meccanismi che garantiscano il funzionamento del mercato attraverso la tutela degli investitori di minoranza.

Secondo una *prospettiva* teorica definita *manageriale o interna*, invece, il paradigma dello “*stakeholder approach*” sostituisce la supremazia degli azionisti, la massimizzazione del valore azionario viene cioè superata dalla massimizzazione del valore per tutti gli *stakeholder* e la “*stewardship theory*”, che ipotizza un rapporto di collaborazione tra azionisti e *manager*, sostituisce l'utilitarismo che caratterizza il modello precedente.

Il concetto di corporate governance risulta dunque molto ampio e complesso e, quindi, di non facile definizione data anche la presenza di diverse prospettive d'indagine (economica, politica, finanziaria, giuridica, manageriale e contabile)¹⁰.

Come accennato sopra, la corporate governance, infatti, fa riferimento ad una serie molto ampia di aspetti. Si tratta di istituzioni, regole, sistemi di direzione e sistemi di controllo, relazioni e processi, tramite i quali è esercitato il governo aziendale. Airoidi e Forestieri (1998), per esempio, includono la

¹⁰ Per un approfondimento si rinvia a Coda (1997); Cavalieri e Ferraris Franceschi (2005); Di Carlo (2008); Bainbridge (2003); Bushee (2001); Demsetz e Villalonga (2001); Gompers e Metrick (2001); Bushman e Smith (2001); Hoskisson et al. (2002); Pugliese (2008); Di Pietra (2005).

nozione di corporate governance all'interno del più vasto concetto di assetto istituzionale, il quale comprende i soggetti che configurano il sistema impresa, gli interessi di cui sono portatori, i loro fini e le regole del gioco in merito a chi ha il diritto e il dovere di governare.

La corporate governance, dunque, riguarda tutti gli *stakeholder*, come la proprietà, il management, gli amministratori, le autorità di regolazione, nonché i dipendenti e gli altri portatori di interesse¹¹. La stessa riguarda, poi, i sistemi di governo e controllo dell'impresa, i quali si riferiscono ai meccanismi predisposti per l'esercizio del potere decisionale e del controllo¹². Ancora, il concetto di corporate governance riguarda le istituzioni e le regole che definiscono il *setting* istituzionale del Paese in cui l'azienda opera, per esempio le leggi poste a tutela degli *shareholder*, come pure le norme societarie interne¹³. In fine, la corporate governance riguarda anche la misurazione delle performance, la disclosure e il reporting¹⁴. Come affermato in letteratura, si

¹¹ Bruni (2002) afferma che la corporate governance riguarda contemporaneamente il sistema di diritti, i processi e i meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell'amministrazione di un'impresa, al fine di salvaguardare gli interessi degli *stakeholders*.

¹² In questo senso, Coda (1997) definisce la corporate governance facendo riferimento al funzionamento degli organi di governo e di controllo nelle relazioni con gli esponenti della proprietà e con la struttura manageriale.

¹³ Per un approfondimento si rinvia per esempio a La Porta et al. (2000) e Shleifer e Vishny (1997). Per questi ultimi la corporate governance riguarda i modi in cui i fornitori dei capitali d'impresa si assicurano di ottenere il rendimento degli investimenti e la restituzione dei capitali.

¹⁴ Per un approfondimento si rinvia a Coda (1997); Bushman e Smith (2001); Di Pietra (2005).

tratta, *dunque, di un insieme ampio di meccanismi interni ed esterni all'impresa posti a salvaguardia degli interessi degli stakeholder* (Rajan e Zingales 1998; Shleifer e Vishny 1997; La Porta et al. 2000)¹⁵.

A ben vedere, come sostenuto da Ferraris Francheschi (2005), un buon sistema di *corporate governance* non solo deve riuscire a contrastare i comportamenti opportunistici¹⁶ e tutelare gli interessi degli *stakeholder*, ma ha anche l'obiettivo di garantire lo sviluppo sostenibile e duraturo dell'impresa, sviluppare opportunità d'investimento e di crescita, migliorare la competitività sul mercato. In tal modo, la stessa crea le premesse per tutelare e sviluppare il valore economico dell'impresa.

Una buona corporate governance deve essere in grado di contemperare gli interessi e garantire l'equilibrio fra tutte le istanze, tra loro anche molto diverse, dei vari soggetti cointeressati all'attività aziendale. La corporate governance deve, dunque, favorire la creazione di ricchezza e valore per gli azionisti come per i risparmiatori, per i dipendenti come per i finanziatori, per i

¹⁵ Con una prospettiva ampia, Zingales (1998a) vede i sistemi di governance come l'insieme complesso di vincoli che modellano la contrattazione ex post sui profitti generati dall'azienda. Shleifer e Vishny (1997) definiscono il governo societario come il meccanismo attraverso il quale i finanziatori si assicurano di ottenere un rendimento sul proprio investimento. Con una prospettiva ancora più ampia Gillan e Starks (1998) definiscono il governo societario come il sistema di leggi, regole e fattori che governano le operazioni in un'azienda.

¹⁶ Sono classificabili come operazioni opportunistiche di espropriazione la vendita di *asset* o *output* della società a imprese di proprietà del manager a prezzi inferiori a quelli di mercato, un'appropriazione indebita da parte del management oppure l'attribuzione di cariche sociali e delle relative remunerazioni a membri della famiglia senza che ne abbiano le necessarie competenze o, ancora, l'attribuzione di stipendi e bonus elevati, oppure l'acquisto di beni e servizi da imprese di proprietà del manager a prezzi superiori a quelli di mercato.

clienti, i fornitori, la collettività territoriale e nazionale, in vista delle esternalità che lo sviluppo di un sistema aziendale induce sul contesto economico (Ferraris Franchesci, 2005).

Esiste dunque un legame forte fra *corporate governance* e valore: un sistema efficace di *corporate governance* deve essere in grado di raggiungere un duplice obiettivo: lo sviluppo del valore economico e la proficua distribuzione dello stesso fra tutti gli *stakeholder*.

Come accennato sopra, la crisi economico-finanziaria di molte imprese in diversi Paesi del mondo ha messo in evidenza alcune debolezze del sistema di governo. Tali debolezze vanno ricercate sia nella struttura interna della *corporate governance* che in quella esterna. Come sottolineato sopra, infatti, la *corporate governance* si compone di meccanismi interni ed esterni (Gillan, 2006)¹⁷.

¹⁷ Gillan (2006) afferma che, indipendentemente dalla particolare definizione utilizzata, gli studiosi spesso classificano i meccanismi di governo societario in meccanismi interni alle imprese ed esterni alle imprese. Alla base dei meccanismi interni si pone il management. I manager, infatti, in qualità di agenti degli azionisti, decidono in quali attività investire e come finanziare tali investimenti. Il Consiglio di amministrazione, all'apice dei sistemi di *governance* interno, invece, ha il compito di consigliare e monitorare la gestione e ha la responsabilità di assumere, licenziare e compensare il senior management team (Jensen, 1993). Naturalmente, fra i meccanismi interni di *governance* rientrano anche la struttura finanziaria e l'assetto proprietario. Gli azionisti eleggono i membri del consiglio di amministrazione e i consigli di amministrazione hanno un obbligo fiduciario verso gli azionisti. Incorporando la comunità in cui opera l'impresa, l'ambiente politico, le leggi e i regolamenti e, più in generale, i mercati in cui le imprese sono coinvolte, la definizione di governo societario riflette la prospettiva stakeholder (Jensen, 2001). Gillan (2006) divide la *governance* interna in 5 categorie: 1) il consiglio di amministrazione (e il loro ruolo, la struttura e gli incentivi), 2) gli incentivi manageriali, 3) la struttura del capitale, 4) le disposizioni dello statuto e dell'atto costitutivo e 5) i sistemi di controllo interno. Allo stesso modo, l'autore divide la *governance* esterna in 5 gruppi: 1) il sistema legale; 2) i mercati 1 (i mercati dei capitali, il mercato per il controllo societario, i mercati del lavoro e dei prodotti); 3) i mercati 2, che sono quelli in cui operano i fornitori di informazioni sui mercati dei capitali (credit, equity, and

I primi fanno riferimento al governo interno dell'impresa, ossia a meccanismi quali ad esempio: i sistemi e gli organi di direzione e controllo; la struttura finanziaria e l'assetto proprietario; il sistema di remunerazione e incentivazione manageriale, la comunicazione aziendale, ecc..

Relativamente agli organi di amministrazione e controllo e al ruolo degli stessi ai fini della creazione del valore e del miglioramento delle performance aziendali, la letteratura ha analizzato diversi aspetti e caratteristiche riguardanti i consigli di amministrazione, per esempio, la loro composizione, il numero di riunioni, la sovrapposizione di ruoli, quale quello di presidente del consiglio d'amministrazione ed amministratore delegato (*role duality*), la diversità di genere, ecc.. Fra i temi maggiormente indagati c'è senza dubbio l'indipendenza dei consigli d'amministrazione e la loro influenza sulle performance aziendali. Tali studi sono stati realizzati con l'obiettivo di dimostrare che l'indipendenza dei board rappresenta un buon meccanismo di governance.

Alcune ricerche empiriche, infatti, suggeriscono che la presenza di amministratori indipendenti in seno al consiglio potrebbe essere un meccanismo di controllo utile per ridurre l'asimmetria informativa e i problemi d'agenzia tra

governance analysts); 4) i mercati 3, ossia i mercati incentrati sui servizi contabili, finanziari e legali prodotti da soggetti esterni all'azienda (inclusi audit, assicurazione sulla responsabilità degli amministratori e dei dirigenti e consulenza in materia di investimenti bancari); e 5) Fonti private di controllo esterno, in particolare i media e le cause esterne.

i vari soggetti (Armstrong et al. 2010; Lim et al. 2007; Fama e Jensen 1983). Rosenstein e Wyatt (1990), per esempio, hanno messo in evidenza come l'utilità di consigli indipendenti risieda nella loro maggiore capacità di monitorare l'operato del management e nel perseguire gli interessi degli azionisti. Nello specifico la ricerca degli studiosi, relativa a società statunitensi di grandi dimensioni, ha evidenziato una relazione positiva fra il prezzo dei titoli delle società e la comunicazione al mercato della nomina di amministratori indipendenti.

Esistono anche studi che dimostrano l'esistenza di relazioni opposte, per esempio lo studio di Yermak (1996) ha evidenziato una relazione inversa fra presenza di amministratori indipendenti e valore dell'impresa legata alle minori esperienze e conoscenze che questi amministratori hanno della società oppure ai loro scarsi incentivi rispetto alle sorti aziendali e alla funzione di monitoraggio, con effetti negativi per le performance.

Al di là dei risultati evidenziati dalla ricerca empirica, la rilevanza dell'indipendenza dei consigli d'amministrazione è evidenziata anche nel Codice di Autodisciplina emesso dalla Borsa Italiana, il quale propone alle società quotate di avere almeno un certo numero di amministratori indipendenti nel *board*, al fine di incrementare l'indipendenza di giudizio dello stesso. Inoltre,

la Borsa Italiana suggerisce alle aziende caratterizzate da una proprietà concentrata, o dove sia identificabile un gruppo di comando, di avere amministratori indipendenti dagli azionisti di controllo, al fine di indurre gli amministratori esecutivi a operare nell'interesse di tutte le parti interessate.

Come evidenziato sopra, fra i meccanismi di governance interni rientrano anche la struttura finanziaria e gli assetti proprietari. In merito agli stessi, la letteratura (Zattoni 2006; La Porta et al. 2000) ha evidenziato come entrambi possano svolgere un ruolo centrale nel disciplinare il comportamento dei manager verso la creazione di valore.

La struttura proprietaria di una impresa gioca un ruolo di rilievo quale meccanismo di corporate governance (Connelly et al., 2010). Il fatto cioè che il capitale dell'impresa sia diffuso fra molti azionisti o concentrato nelle mani di pochi non è influente ai fini della dinamica dei problemi d'agenzia che si generano nelle imprese. Non è influente, inoltre, l'identità degli *shareholder* di maggioranza, il fatto cioè che al comando di un'impresa ci sia una famiglia, o una società finanziaria o, ancora, lo Stato.

Se la proprietà dell'azienda è concentrata nelle mani di pochi azionisti, o addirittura di uno solo, si possono creare problemi di agenzia fra tali soggetti e gli azionisti di minoranza, perché gli azionisti dominanti possono utilizzare

il loro potere decisionale per servire i propri interessi anziché l'interesse di tutti gli azionisti (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983).

A ben vedere, in una situazione del genere, gli azionisti di maggioranza possono esercitare due ruoli asimmetrici e alternativi, ossia monitorare il management nell'interesse di tutti gli *stakeholder* oppure agire nel proprio interesse, espropriando ricchezza di spettanza delle minoranze.

Anche la struttura finanziaria, al pari della struttura del capitale di proprietà, può intendersi come meccanismo di governance. Il debito, infatti, può essere considerato un meccanismo di controllo dell'asimmetria informativa tra manager e azionisti (Jensen 1993; Shleifer & Vishny 1997; Aggarwal e Aung Kyaw 2009), poiché può prevenire l'uso improprio delle risorse finanziarie dell'impresa da parte del management. Quando l'azienda è indebitata, infatti, il management è disincentivato ad utilizzare opportunisticamente i flussi di cassa disponibili nell'impresa dalla presenza del sistematico obbligo di restituzione ai creditori delle somme di denaro prese a prestito e degli interessi. Tale obbligo impone al management di impegnarsi affinché l'impresa possa adempiere puntualmente alle proprie obbligazioni finanziarie.

In merito ai meccanismi di remunerazione manageriale, il sistema di incentivazione-sanzione su cui gli stessi si fondano ha l'obiettivo di allineare gli schemi di rischio e preferenza del management con quelli della proprietà,

ottenendo in tal modo l'allineamento di obiettivi e interessi e limitando eventuali comportamenti opportunistici del management.

In merito alla comunicazione volontaria aziendale, va sottolineato che la stessa viene intesa in questo lavoro come meccanismo di governance interno, poiché l'azienda può utilizzare in maniera discrezionale tale strumento per comunicare con gli investitori attuali e potenziali e con i fornitori del capitale di credito, come pure con tutti gli altri stakeholder che apportano risorse e contributi alla creazione del valore aziendale, riducendo le asimmetrie informative che caratterizzano le interazioni di questi soggetti con l'impresa. In tal senso, la comunicazione aziendale contribuisce all'acquisizione del consenso, della fiducia e della legittimazione sociale e, in tal modo, può contribuire a migliorare le performance aziendali (Coda 1989 e 1991; Bushman e Smith, 2001; Alvino, 1999a; 2001).

La letteratura ha indagato approfonditamente il ruolo della comunicazione volontaria come meccanismo di governance finalizzato alla riduzione delle asimmetrie informative ed alla gestione dei problemi di agenzia (Haniffa e Coke, 2005; García-Sánchez al, 2014; Prado-Lorenzo, Gallego-Alvarez, & García-Sánchez, 2009; Chen & Jaggi, 2000; Cheng e Courtenay, 2006; Karmanou e Vafeas, 2005), analizzando anche le interazioni di questo meccanismo con gli altri meccanismi di governance, per esempio le caratteristiche

delle strutture proprietarie, (livello di concentrazione e diffusione proprietaria o l'identità degli azionisti dominanti), l'indipendenza dei board e le altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione.

Il tema delle interazioni fra disclosure non finanziaria e caratteristiche dei consigli d'amministrazione sarà approfondito in maniera dettagliata nelle pagine successive di questa tesi.

I meccanismi esterni, invece, riguardano gli assetti istituzionali dei Paesi in cui le imprese operano, ossia l'insieme di regole e istituzioni concepite per tutelare i diritti di tutti i soggetti in qualche modo cointeressati alle sorti aziendali (azionisti, creditori e altri *stakeholder*). Fra i meccanismi esterni vanno ricompresi: il sistema legale che definisce i confini entro i quali devono essere contemperati gli interessi delle parti cointeressate¹⁸; i mercati, per esempio quelli finanziari e per il controllo societario¹⁹; il sistema di regolamentazione

¹⁸ Dall'efficienza dei sistemi legali e giudiziari dipendono le opportunità delle imprese di accesso al credito e al capitale di rischio, così come i costi di tali capitali. Essenzialmente, infatti, i potenziali investitori nel capitale di rischio, come pure i creditori, sono disposti a finanziare l'impresa a condizione che i diritti discendenti dal capitale siano adeguatamente delineati dal sistema legale e protetti dal sistema giudiziario. Gli studi che si sono posti l'obiettivo di chiarire in quali modi possa essere limitata l'attività di espropriazione a danno dei soggetti più deboli, focalizzando il ruolo della protezione degli investitori esterni, sia azionisti di minoranza che creditori, hanno dato vita ad un approccio giuridico al governo societario (La Porta et al., 2000).

¹⁹ Il ruolo dei mercati finanziari è quello di agevolare l'incontro fra la domanda e l'offerta di risorse finanziarie, tale mercato tuttavia non funziona allo stesso modo nei vari sistemi istituzionali. Nei Paesi anglosassoni ove è diffuso il modello della società a capitale disperso, il potere di direzione dell'azienda è concentrato nelle mani del *top management* esterno e il controllo societario risulta altamente contenibile. Ciò accade per via dell'elevata efficienza del mercato dei capitali nell'esercitare le funzioni di monitoraggio e disciplina e per via dell'elevata rotazione della base azionaria che il mercato stesso è capace di garantire. Nei Paesi caratterizzati, invece, da aziende con una base proprietaria stabile, più tipica dei contesti europei e latini, il controllo dell'azienda è tipicamente nelle mani di coalizioni di

e standardizzazione della comunicazione aziendale²⁰, ecc..

Il sistema di comunicazione aziendale può essere inteso come un meccanismo di governance interno ed esterno allo stesso tempo. È da intendersi quale meccanismo interno con riferimento a quella parte della comunicazione che l'azienda è in grado di manovrare autonomamente per comunicare con gli investitori e gli altri stakeholder, ossia la comunicazione volontaria e la comunicazione obbligatoria per la parte che risente della discrezionalità delle scelte aziendali. Le decisioni dell'azienda in merito alla qualità e quantità della disclosure volontaria di natura finanziaria e non finanziaria rappresentano difatti una leva di manovra importante per il miglioramento dell'immagine aziendale, per l'acquisizione del consenso, della fiducia e della legittimazione sociale (Coda 1989 e 1991; Bushman e Smith, 2001; Alvino, 1999a; 2001). Si pensi, per esempio, al ruolo che ha acquisito negli ultimi anni la

azionisti di maggioranza –famiglie, imprese industriali o finanziarie e Stato – ed è molto poco contendibile, tendendo a rimanere immutato per intervalli temporali anche molto ampi. In questa diversa caratterizzazione delle imprese e dei Paesi che le ospitano, il mercato finanziario gioca un ruolo di primaria importanza, poiché è proprio dal livello di efficienza che caratterizza lo stesso che derivano i vincoli e le opportunità alla mobilitazione dei capitali e, dunque, alla stabilità o alla contendibilità delle basi azionarie da cui discende il controllo. Il mercato per il controllo societario ha dunque la funzione di garantire che l'allocazione del controllo dell'impresa avvenga a favore di coloro che le possono attribuire il maggior valore.

²⁰ Fra i meccanismi esterni va ricompreso anche il complesso sistema di regolamentazione e standardizzazione della comunicazione aziendale. La comunicazione aziendale e gli altri meccanismi di governo sono intrinsecamente legati. Il legame è evidente se si ricorda che la qualità della comunicazione economico-finanziaria alimenta il circuito del consenso esterno e della fiducia di cui gode l'azienda e, dunque, il favore dell'ambiente in cui la stessa opera (Coda 1989 e 1991). La relazione tra comunicazione economico-finanziaria e corporate governance è stata oggetto di numerosi studi empirici e teorici. Lo stesso processo di convergenza delle regole contabili verso un corpus unico di principi internazionali è prova dell'ampiezza del legame (Di Pietra, 2005). Per un approfondimento si veda Coda (1989 e 1991); Alvino (1999a e 2001). Si veda, inoltre, Bushman e Smith (2001) per una *review* sul tema.

comunicazione in materia di Corporate Social Responsibility (CSR) e tutta l'altra comunicazione di natura non finanziaria. In tal senso, la comunicazione può intendersi come un meccanismo di governance interno. La comunicazione aziendale rappresenta, a ben vedere, anche un importante strumento a disposizione degli organi di controllo, per esempio il Cda, per monitorare l'operato dei manager e ridimensionare o eliminare eventuali comportamenti opportunistici dagli stessi posti in essere.

Il sistema di regolamentazione e standardizzazione della comunicazione aziendale e il relativo sistema di enforcement che operano a livello nazionale ed internazionale (Brown et al., 2014) sono da intendersi, invece, quali meccanismi di governance esterni, poiché al di fuori dei confini della discrezionalità aziendale²¹.

2.2. Il ruolo del consiglio d'amministrazione

Il consiglio di amministrazione è tradizionalmente assegnatario di due ruoli importanti: il monitoraggio (ruolo di controllo) e la consulenza (ruolo di servizio) (Hillman e Dalziel, 2003).

La funzione di monitoraggio ha fondamento nella teoria dell'agenzia (Jensen & Meckling 1976; Fama & Jensen 1983) secondo la quale sono necessari

²¹ Per un approfondimento si vedano Brown et al. (2014), Bushman e Smith (2001) e Di Pietra R. (2005).

meccanismi di governance interni ed esterni con l'obiettivo di monitorare e controllare il comportamento del management per conto degli azionisti, data la possibilità di conflitti d'interesse derivante dalla separazione tra proprietà e controllo e il rischio di comportamenti opportunistici (Berle & Means, 1932). Il consiglio di amministrazione è, dunque, un meccanismo nelle mani dei piccoli azionisti diffusi, con limitatissimo potere contrattuale e scarsi incentivi all'esercizio dei diritti proprietari, nel tentativo di limitare o evitare i possibili comportamenti opportunistici dei manager.

La funzione di monitoring si concretizza nello svolgimento di alcuni compiti, quali: controllare il top management dell'impresa, monitorare le performance dell'impresa e delle unità di business; monitorare i rischi dell'impresa; assicurare la trasparenza con accurate comunicazioni periodiche, non solo nell'ambito economico-finanziario ma anche in quello sociale ed ambientale; condurre periodicamente l'autovalutazione; rimuovere l'amministratore delegato per performance insoddisfacenti o comportamenti inappropriati, e nominare i consiglieri. Si tratta di una visione ristretta che limita il ruolo del Cda alla tutela degli interessi degli azionisti.

Una teoria alternativa a quest'ultima che viene utilizzata per spiegare il comportamento dei Cda è la *stewardship theory* (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997). Essa enfatizza una visione diversa del comportamento

umano, non più orientato al self-interest ma ad un approccio collettivistico e pro-organizzativo capace di generare un'utilità complessiva superiore rispetto ai comportamenti individualistici (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997; Stiles e Taylor, 2001). Di conseguenza, in molte circostanze i manager saranno spinti ad agire nei migliori interessi del principal (gli azionisti). Secondo questa teoria, quindi, i manager sono considerati "good steward" (servitori) dell'impresa che privilegiano comportamenti collettivistici i quali, generando un valore superiore per tutti gli stakeholder, facilitano il consenso sociale dell'impresa ed innescano un circuito virtuoso di creazione del valore di cui essi stessi saranno beneficiari, in termini di autorità, reputazione, prestigio professionale. In tal senso, la stewardship theory si pone come un approccio teorico complementare alla teoria dell'agenzia. In merito al comportamento del Cda questa teoria contribuisce a spiegare l'atteggiamento collaborativo e di supporto che il Cda può avere nei confronti del management, in aggiunta all'atteggiamento di controllo cui solitamente si fa riferimento (Huse, 2004). La stewardship theory spiega la pratica della divulgazione volontaria in materia di sostenibilità poiché l'informativa finanziaria e non finanziaria può ridurre il problema informativo, in un'ottica di cooperazione. Teoria dell'agen-

zia e *stewardship theory* sono state spesso contrapposte in quanto rappresentano visioni alternative, se non addirittura opposte, sia dell'impresa che del comportamento umano.

Anche la *teoria degli shareholders* considera gli azionisti come l'unico gruppo di cui il management deve preoccuparsi. Secondo questa prospettiva, i dirigenti essendo dipendenti dei proprietari dell'azienda, e quindi agenti, hanno una responsabilità diretta verso i loro datori di lavoro e devono pertanto gestire l'attività secondo i loro desideri e interessi, ossia hanno il dovere morale di massimizzare il valore dell'investimento dei loro principali (azionisti). In merito all'informazione non finanziaria, bisognerà soddisfare le richieste degli azionisti divulgando informazioni circa le prospettive di performance future e la sostenibilità dei driver del valore, nonché informazioni sui rischi che incidono sui piani strategici e informazioni sulle azioni necessarie a fronteggiare le minacce e a cogliere le opportunità emergenti. Pertanto, sulla base della teoria degli shareholder, l'impresa persegue le pratiche di CSR e ne dà comunicazione ai mercati al fine di soddisfare i propri azionisti.

Per comprendere quali sono i diversi ruoli che il Cda può svolgere al fine di soddisfare le attese di tutti i suoi portatori di interessi, occorre andare oltre tali approcci.

Altre prospettive, infatti, privilegiano una visione della corporate governance come il modo in cui un'impresa governa e gestisce le relazioni con tutti i suoi stakeholder (Blair, 1995; Freeman e Reed, 1983; Huse, 1998, Huse e Rindova, 2001; Zattoni, 2006). In tal senso, la corporate governance può essere definita come l'insieme delle interazioni che si verificano tra gli stakeholder interni (incluso il management), gli stakeholder esterni (incluso gli azionisti) ed il consiglio di amministrazione, nel guidare l'impresa verso l'obiettivo di creazione di valore (Huse, 2002). La diversità degli stakeholder comporta una diversità nelle attese e nelle pressioni nei confronti del Cda che generano i differenti ruoli che il Cda dovrà svolgere. L'efficacia dell'attività del Cda deriverà dalla congruenza dei ruoli svolti rispetto alle attese degli stakeholder.

Secondo la teoria degli stakeholder, l'obiettivo principale dell'azienda è quello di gestire e integrare le relazioni e gli interessi dei diversi stakeholder, al fine di garantire il successo a lungo termine dell'azienda (Freeman & McVea, 2001). I manager, pertanto, devono porsi l'obiettivo di soddisfare le istanze di tutti i portatori di interesse nel business di un'azienda (Freeman, 1984), non solo quelle degli azionisti. La disclosure sulla sostenibilità, al di là di quella obbligatoria, si pone, quindi, come strumento a disposizione del management per gestire le esigenze informative e soddisfare le aspettative

degli stakeholder, in particolare di quelli più importanti, manipolando l'informazione al fine di ottenere il loro supporto, necessario per la sopravvivenza (Gray, Owen e Adams, 1996). In altre parole, questa prospettiva suggerisce che la corporate governance e la disclosure in tema di CSR dovrebbero mirare a migliorare il coinvolgimento di tutti gli stakeholder e la legittimazione dell'impresa. Le relazioni tra azienda e stakeholder legittimano quest'ultimi ad essere presi in considerazione nel processo decisionale delle imprese e, di conseguenza il Cda dovrebbe rappresentare e preservare non solo gli interessi degli azionisti ma anche quelli di tutti gli stakeholder. La disclosure sulla CSR, a sua volta, può considerarsi una risposta strategica alle aspettative e alle pressioni della società (Gray, Kouhy e Lavers, 1995); la riduzione delle asimmetrie informative esistenti tra management e stakeholder permette di aumentare la trasparenza e la credibilità delle attività aziendali, e quindi lo sviluppo di una reputazione aziendale, attraverso performance realizzate e disclosure, rappresenta un approccio strategico alla gestione delle relazioni con gli stakeholder (Dias et al., 2017), garantendo pertanto la legittimazione dell'impresa. Tuttavia, il team manageriale potrebbe non essere interessato alle questioni relative alla CSR a causa di vantaggi e interessi personali. La teoria degli stakeholder ipotizza, pertanto, che i Cda sono meccanismi di mo-

monitoraggio in grado di proteggere gli interessi di tutti gli stakeholder e, di conseguenza, saranno efficaci nel coinvolgere il team manageriale nelle questioni relative alla CSR. Efficacia che, si presume, possa essere legata a talune sue caratteristiche.

L'attenzione al ruolo consultivo del Cda è la prospettiva adottata nella *resource dependence theory* (Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978). Gli studiosi in questo filone sostengono che il Cda rappresenta un meccanismo di gestione delle interdipendenze con l'ambiente esterno e il suo ruolo principale è quello di garantire l'accesso alle risorse critiche per l'impresa (Pfeffer & Salancik, 1978), mediante il network di relazioni personali e istituzionali che i consiglieri apportano al Cda con la loro presenza in consiglio (Conger, Lawler e Finegold, 2001). In questa prospettiva si evidenzia che il ruolo del Cda, e soprattutto dei consiglieri che lo compongono, è quello di massimizzare la capacità di accedere a risorse importanti per l'impresa (Lynall, Golden & Hillman, 2003).

L'elemento distintivo della funzione consultiva (altrimenti detta, di supporto o strategica) del Cda, quindi, è dato dall'accesso a risorse chiave e dal supporto alla formulazione della strategia. Il termine "risorse" è, allora, da intendersi in senso ampio. La teoria in questione suggerisce che il consiglio di

amministrazione può fornire quattro diversi tipi di risorse: supporto alla formulazione della strategia, legittimazione del management e dell'impresa verso gli attori esterni ed interni, canali utili per lo scambio di informazioni con attori esterni all'impresa, accesso preferenziale a fornitori di risorse critiche in termini di conoscenza, legami, legittimità.

Un'ulteriore approccio teorico potenzialmente utile a spiegare i comportamenti e i ruoli del Cda, sebbene più nota negli studi di strategic management, è la *resource-based view* dell'impresa (Barney, 1991; Peteraf, 1993; Wernerfelt, 1984). Secondo questa prospettiva, i consiglieri possono svolgere non solo una funzione di cooptazione delle risorse critiche negli organi di governo, ma anche una funzione diretta di consulenza e di supporto al management attraverso le proprie professionalità e competenze. In questi termini, il ruolo del Cda è soprattutto un ruolo consulenziale dove i consiglieri, ed in particolare quelli esterni, forniscono ai manager dell'impresa un'informazione ed un'analisi di elevata qualità circa le congiunture di mercato, l'andamento del settore, la competitività dell'impresa e le possibili alternative strategiche.

La *resource dependence theory* e la *resource-based view* possono essere visti, pertanto, come approcci complementari che considerano il Cda e i suoi membri risorse fondamentali perché aiutano le aziende a gestire le interdipendenze ambientali grazie alle loro cooperazione e connessione con l'ambiente

esterno e quindi con gli stakeholder. In questo senso, un consiglio d'amministrazione con certe caratteristiche, per esempio di indipendenza e diversità di genere, consente alle aziende di adottare le migliori pratiche di disclosure per gli stakeholder (Hoang et al., 2016), di migliorare la legittimità e l'immagine, e agevolare l'accesso alle risorse strategiche tramite il collegamento con stakeholder chiave.

La *legitimacy theory*, invece, afferma che la legittimazione è essenziale per la sopravvivenza di qualsiasi organizzazione, per cui un'impresa cerca continuamente di garantire che le sue attività rispettino i limiti e le norme delle società in cui opera (Cuganesan, Ward e Guthrie, 2007), ossia rispettino le aspettative di quest'ultima sul suo operato. La legittimazione sociale sarebbe, in tal senso, una percezione o un'assunzione generalizzata secondo cui le azioni di un'entità siano desiderabili, proprie o appropriate all'interno di un sistema di costrutti sociali fatto di norme, valori, credenze e definizioni (Suchman, 1995). Le aziende non hanno il diritto intrinseco di esistere, ma hanno bisogno della società dalla quale sono inseparabili e che conferisce loro la legittimità. Inoltre, le aspettative da rispettare per guadagnarsi legittimazione sociale cambiano di continuo, per cui le organizzazioni devono necessariamente adattare le proprie attività ai nuovi requisiti. Tuttavia, quando le

aziende non riescono ad adeguarsi, e quindi i comportamenti effettivi divergono da quelli desiderati, la legittimazione può risultarne compromessa. La disclosure delle informazioni di sostenibilità si configurano, pertanto, come un modo per andare incontro alle richieste degli stakeholder e aiutare a creare e mantenere il loro supporto e approvazione (Carnevale & Mazzuca, 2014; Martinez-Ferrero, Ruiz-Cano, & García_Sánchez, 2016; Odriozola & Barriabar-Díez, 2017) portando ad un'auspicata legittimità. Al fine di recuperare tale divergenza, quindi, le aziende possono adottare varie strategie, per esempio possono informare i propri stakeholder sull'effettivo cambiamento delle proprie performance e cambiare le percezioni degli stakeholder sulle proprie attività. La comunicazione, dunque, assume un ruolo fondamentale. La capacità di soddisfare le aspettative informative dell'ambiente in cui opera consente alle aziende di procurarsi in modo più agevole le risorse strategiche di cui ha bisogno per sopravvivere. In questo senso, "la teoria della legittimità suggerisce che il reporting sia usato come meccanismo di comunicazione per informare e manipolare le percezioni delle azioni dell'azienda" (Tilt, 2009, p. 15). Pertanto, la disclosure sarebbe uno strumento efficace per realizzare tali strategie. La disclosure sulla CSR, cioè, può incrementare l'effetto di reputazione della CSR perché rappresenta un segnale di miglioramento della condotta sociale e ambientale (Branco & Rodrigues, 2006) e può così indurre

anche un miglioramento delle performance poiché agevola l'accesso delle imprese alle risorse critiche.

2.3. Le caratteristiche del board che influenzano la disclosure

Come abbiamo visto nel precedente paragrafo e come affermato da Bear et al. (2010), due teorie organizzative, la teoria dell'agenzia e la teoria della dipendenza dalle risorse costituiscono gli schemi teorici principali che aiutano a spiegare i modi in cui le caratteristiche delle strutture di governance e in particolare la configurazione del Board influenzano la CSR disclosure. Il Cda, infatti, è assegnatario, tra gli altri, di un ruolo fondamentale per la governance delle imprese, ossia lo stimolo verso la disclosure o la comunicazione verso l'esterno. Tuttavia, anche la teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità sono utili nel contesto di questa ricerca.

La teoria dell'agenzia aiuta a comprendere la relazione tra proprietari e manager, il conseguente problema di agenzia e i modi in cui può essere superato attraverso diversi meccanismi di governance di cui fanno parte i consigli di amministrazione. La separazione tra proprietà e controllo potrebbe generare un disallineamento tra gli interessi a lungo termine degli azionisti e quelli dei manager. Poiché il costo delle iniziative di sostenibilità è difficile da recuperare nel breve termine (Burke & Longsdone, 1996), è poco probabile che

manager opportunisti siano a loro favore. Per tale ragione, livelli più alti di rappresentazione esterna o un Cda indipendente, che si presume persegua il successo di lungo termine dell'azienda, potrebbe essere positivamente collegato alla CSR (Harjoto & Jo, 2011; Johnson & Greening, 1999). Alcuni studi fondati sulla teoria dell'agenzia hanno, infatti, indagato come la composizione del consiglio e le caratteristiche individuali dei membri che lo compongono influenzano l'intensità del monitoraggio e il processo decisionale relativo alle azioni e al reporting di sostenibilità (Wang & Coffey, 1992; Bear, Rahman e Post., 2010), per evitare che vengano assunte decisioni contrarie agli interessi degli azionisti. Inoltre, la teoria dell'agenzia si focalizza sull'asimmetria informativa, e la disclosure in generale e il reporting di sostenibilità in particolare aiutano a ridurre tali asimmetrie informative tra manager e azionisti (Reverte, 2012), e stakeholder in generale. Pertanto, le caratteristiche del board potrebbero promuovere la CSR disclosure (Rao & Tilt, 2016) come modo per ridurre l'asimmetria informativa. In altre parole, le caratteristiche dei board potrebbero esercitare un'azione di contenimento delle asimmetrie informative e della discrezionalità dei manager, contribuendo a correggere o mitigare possibili conflitti d'agenzia.

La teoria della dipendenza dalle risorse (Pfeffer e Salancik, 1978) sottolinea la dipendenza delle organizzazioni dall'ambiente esterno per l'acquisizione di risorse critiche che garantiscano la loro sopravvivenza. Tale prospettiva evidenzia il ruolo del consiglio di amministrazione nell'assicurare all'azienda il flusso di risorse critiche in termini di conoscenza, legami personali e legittimità.

Esistono molti gruppi di persone all'interno dell'ambiente in cui l'azienda opera, come azionisti, creditori, dipendenti, clienti e fornitori, comunità locali, ecc. che potrebbero essere interessati alle attività sociali e ambientali di un'organizzazione. Questi gruppi, identificati da Freeman (1984) come "stakeholder", possono influenzare o essere influenzati dal processo di raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione. Pertanto, secondo la teoria degli stakeholder (Freeman, 1984) un'organizzazione deve estendere le sue responsabilità anche verso questi soggetti, oltre che verso gli azionisti. Gli stakeholder di un'organizzazione hanno il potere di influenzare le decisioni strategiche gestionali sotto forma di controllo delle risorse necessarie alla sopravvivenza dell'organizzazione stessa (Ullmann, 1985). Perciò una buona corporate governance deve assicurare che i board rappresentino e preservino non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli di tutti gli stakeholder. La

disclosure sulla sostenibilità dovrebbe essere un'efficace strategia per sviluppare e mantenere relazioni soddisfacenti con i gruppi di stakeholder, anche al fine di legittimare l'operatività dell'azienda e garantirgli un accesso più agevole alle risorse. In questo senso, la teoria della dipendenza dalle risorse trova un punto d'incontro con la teoria della legittimità e quella degli stakeholder. La disclosure delle informazioni sulla sostenibilità mira a soddisfare norme, limiti e aspettative della società sull'agire aziendale, migliorando la trasparenza e i giudizi degli stakeholder, portando ad un'auspicata legittimità. La legittimità, a sua volta, si configura come strumento di reputazione per le aziende e, di conseguenza per gli amministratori.

Sulla base di questi framework teorici si rileva che ci sono diverse caratteristiche del modello di governance che influenzano la disclosure. Ad esempio, all'interno del Cda, considerato il più importante meccanismo di governance interna (Jensen & Meckling 1976), possiamo identificare alcuni attributi quali la dimensione, la presenza di amministratori indipendenti, la separazione tra CEO e presidente del Cda, la presenza di comitati di controllo, ecc. che possono rafforzare, o allentare, il controllo nei confronti di manager e azionisti dominanti, la loro propensione alla responsabilità sociale e, dunque, la propensione verso la disclosure di sostenibilità.

In termini più generali, il Cda, in particolare una certa configurazione dello stesso, e la disclosure sulla sostenibilità possono essere considerati meccanismi di governance adatti a monitorare e limitare il palesarsi di comportamenti opportunistici, potendo agire in modo complementare o sostitutivo.

Molte ricerche empiriche svolte negli anni passati hanno esaminato la governance aziendale e il reporting di sostenibilità in modo separato. In altre parole, le verifiche empiriche che hanno indagato la possibile interazione tra caratteristiche dei consigli di amministrazione, in particolare l'indipendenza, e la CSR disclosure sono ancora limitate (Chan, Watson e Woodliff, 2014; Jain & Jamali, 2016).

L'obiettivo della ricerca, quindi, è quello di verificare l'esistenza di tale interazione con riferimento ad un campione di aziende italiane, ossia esaminare se e come alcune caratteristiche dei consigli d'amministrazione, in particolare l'indipendenza, influenzano la disclosure delle aziende in merito alla sostenibilità, ossia agli impatti dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, ai riflessi delle attività aziendali in merito al rispetto dei diritti umani e del personale e al livello di corruzione. Inoltre, si vuole verificare l'efficacia di altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione quali determinanti della disclosure sulla sostenibilità, fra cui per esempio la role-duality,

la dimensione dei board, la multidirectorship, nonché il ruolo della società di revisione e quello del settore in cui l'impresa opera.

La letteratura ha ampiamente sottolineato l'importanza dell'adozione di un Cda indipendente (Bell, Moore, & Filatotchev, 2012), evidenziando che consigli con una maggioranza di amministratori non esecutivi e indipendenti sono essenziali per prevenire comportamenti opportunistici da parte del top management e/o degli azionisti dominanti (Hillman & Daziel, 2003; Zattoni & Cuomo, 2010).

Sulla base di queste considerazioni, per più di un decennio, legislatori e autorità di regolamentazione di tutto il mondo hanno ribadito l'importanza cruciale dell'indipendenza dei board, sottolineandone la necessità nei testi normativi, nei regolamenti e nei codici di governo societario (Johanson & Ostergren, 2010).

La presenza di amministratori indipendenti è essenziale per assicurare una maggiore trasparenza aziendale, poiché essi prendono decisioni più oggettive rispetto ai manager, non essendo legati né a quest'ultimi né all'azienda, e hanno interessi indipendenti da quelli degli azionisti (Pincus, Rusbarsky, & Wong, 1989). Secondo l'approccio teorico della teoria dell'agenzia, la presenza di amministratori indipendenti nel consiglio è considerata un impor-

tante meccanismo di governo societario (Khan et al., 2013; de Andres e Vallelado, 2008; Rao, Tilt , & Lester, 2012; Said, Zainuddin, & Haron, 2009) in quanto potrebbe incrementare la qualità del controllo. Gli amministratori indipendenti, tuttavia, non solo contribuiscono a garantire che la società agisca nel migliore interesse di tutti i suoi azionisti, riducendo i conflitti d'agenzia fra shareholder di maggioranza e di minoranza, ma possono anche contribuire a ridurre i conflitti di interesse tra azionisti e altri stakeholder (de Andres & Vallelado, 2008).

Secondo l'approccio della *resources dependancy theory* gli amministratori indipendenti potrebbero essere visti come un meccanismo di collegamento tra l'azienda e il suo ambiente (Gabriellson & Huse, 2005); essi conoscono meglio l'ambiente e di solito sono più efficienti nel controllo delle contingenze esterne (Fernández-Gago, Cab Cabeza-García e Nieto, 2016).

Inoltre, essi hanno rapporti più stretti con gli stakeholder, conoscono meglio le loro aspettative e, quindi, tendono a prendere in considerazione le loro richieste, non solo quelle degli shareholder (Ibrahim & Angelidis, 1995). Pertanto, dovrebbe essere meno probabile che vengano conservate informazioni importanti per gli stakeholder (Chau & Grey, 2010). Di conseguenza, ci si aspetta che questi amministratori tendano a stimolare le attività (Haniffa &

Cooke, 2005; Khan, 2010) e la disclosure in merito alla CSR (Lefort & Gonzàles, 2008), utili ad una vasta gamma di gruppi d'interesse.

In aggiunta, questi membri hanno interesse a dimostrare il rispetto delle regole e il comportamento responsabile delle aziende (Zahara & Stanton, 1988; Garcìa-Sànchez, Rodrìguez-Domìnguez, & Gallego-Alvàrez, 2011), poiché sono interessati alla loro reputazione e al loro prestigio professionale (Garcìa-Sànchez, Cuadrado-Ballesteros, & Sapùlveda, 2014), evidentemente legati alla salvaguardia della reputazione aziendale (Hasseldine, Salama, & Toms, 2005). Secondo Zahra e Stanton (1988), questo è il motivo per cui gli amministratori indipendenti sono particolarmente interessati a dimostrare il rispetto delle normative e sono più preoccupati per il comportamento socialmente responsabile delle loro società. Di conseguenza, i Cda con più amministratori indipendenti hanno maggiori probabilità di garantire che le loro società si comportino in modo socialmente responsabile e rispettoso dell'ambiente (Rao et al., 2012). A tal proposito, ci attendiamo che gli amministratori indipendenti tendano anche a favorire la disclosure di informazioni che dimostrano un comportamento dell'azienda socialmente responsabile, che riflette il loro stesso comportamento, a fini reputazionali.

Come sostenuto in letteratura (Fama e Jensen, 1983; Roberts et al., 2005), un ruolo importante nel definire l'efficacia del board quale meccanismo di

governance è giocato anche dalla *role duality*, vale a dire l'attribuzione di due cariche congiunte, di presidente e amministratore delegato, nella medesima persona. Secondo questi studiosi la dualità del CEO limita l'indipendenza del consiglio di amministrazione, poiché compromette il sistema di controlli, riducendo così l'accountability dell'impresa. Secondo Fama e Jensen (1983) la *role duality* "segnala l'assenza di separazione tra *decision control* e *decision management*". Attraverso la separazione dei due ruoli si garantisce l'esistenza ed il funzionamento di controlli ed equilibri essenziali sull'operato del management (Argenti, 1976; Boyd, 1995).

Anche la dimensione dei board è stata considerata in letteratura come variabile determinante dell'efficacia dei consigli d'amministrazione in generale e del livello di disclosure in particolare (Gales & Kesner, 1994; Dalton et al., 1999).

Secondo l'approccio delle dinamiche di gruppo, i boards con pochi membri saranno più efficienti ed efficaci nella supervisione e nel monitoraggio dei managers rispetto ai boards con più membri. Le piccole dimensioni si tradurranno in un miglior coordinamento e una migliore comunicazione tra gli amministratori e in una maggiore responsabilità e coinvolgimento individuale di tutti i consiglieri (Dey, 2008). Tuttavia, John e Senbet (1998) evidenziano

delle carenze, poiché i singoli amministratori avranno più compiti e responsabilità, e ciò può limitare il loro ruolo di controllo e supervisione. Inoltre, come suggerisce Guest (2009), i consigli di amministrazione con pochi membri potrebbero avere carenze nella diversità di competenze e capacità, il che influenzerebbe negativamente i ruoli di consulenza e controllo del consiglio. Da ciò ne potrebbero derivare conseguenze negative per la disclosure di sostenibilità.

I consigli di amministrazione di grandi dimensioni potrebbero avvantaggiare le imprese in diversi modi. Seguendo l'approccio della teoria della dipendenza dalle risorse, si è affermato che i consigli di amministrazione di maggiori dimensioni connettono l'impresa con un maggior numero di stakeholder, creando in tal modo migliori opportunità per l'impresa di accedere a risorse critiche necessarie per lo sviluppo del business (Abeysekera, 2010; Musteen et al., 2010). Inoltre, consigli di amministrazione più grandi includono membri con un background di conoscenze e competenze settoriali più vasto e diversificato e ciò fornisce all'impresa consulenza di più alta qualità (Zahra e Pearce, 1989). Dalla prospettiva degli stakeholder, i boards più grandi rappresentano non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli del resto degli stakeholder. Pertanto, le diverse sensibilità rappresentate nei con-

sigli di amministrazione potrebbero esercitare una pressione sui manager affinché agiscano nei loro interessi con adeguate azioni e informazioni sulla sostenibilità.

Un'altra variabile a cui si è attribuito un ruolo di determinate del livello di disclosure sociale è la multidirectorship, intesa come misura del numero totale degli amministratori che hanno incarichi in altre società.

Si è detto che le interconnessioni fra il Cda e le altre organizzazioni esterne costituiscono un elemento di arricchimento del capitale relazionale dei consigli di amministrazione, capace di agevolare l'accesso a risorse critiche e aumentare l'efficacia del processo decisionale del Cda. Tuttavia, gli interlocking directorates possono tradursi nell'attenuazione degli incentivi dei consiglieri, in particolare dei consiglieri non esecutivi, nell'esercizio delle loro funzioni: nella misura in cui i consiglieri non esecutivi, già consiglieri in altre imprese, siano stati cooptati nel Cda su chiamata dell'amministratore delegato, e si sentono in qualche misura in debito, essi difficilmente vorranno esercitare un controllo stringente e/o dissentire sulle proposte strategiche, anche in tema di sostenibilità, in una logica di reciprocazione di favori (Zona, 2012).

Il livello e la qualità di disclosure in materia di sostenibilità può, tuttavia, essere influenzato anche da aspetti esterni al Cda quali la presenza di una

società di revisione appartenente al gruppo delle *big four* (Deloitte & Touche, PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young) e la tipologia di settore in cui l'impresa opera. Sulle dichiarazioni non finanziarie che le società quotate devono produrre sono previste, infatti, specifiche forme di controllo del collegio sindacale e della società di revisione. Il collegio deve preoccuparsi di monitorare l'osservanza delle disposizioni del decreto e ne riferisce nella relazione annuale all'assemblea. Il revisore legale del bilancio, invece, deve verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria ed attestare la conformità delle informazioni fornite alle norme di riferimento e agli standard di rendicontazione impiegati. Quindi, la presenza di una fra le società di revisione appartenenti al gruppo delle big four può influire sul livello e sulla qualità di tale disclosure. Per quanto riguarda il settore di appartenenza, risultati di ricerche empiriche svolte in passato, suggeriscono che le aziende tendono a divulgare informazioni in linea con le caratteristiche dei loro settori (Dye e Sridhar, 1995; Haniffa e Cooke, 2002) e l'influenza del settore sulla comunicazione di sostenibilità dipende secondo diversi studiosi anche da quanto l'attività economica di un'azienda impatta sulla società.

2.3.1 I risultati della ricerca empirica in materia di relazione fra attributi del board e CSR disclosure

Le considerazioni sviluppate nel precedente paragrafo hanno indotto larga parte degli studiosi ad analizzare empiricamente la relazione fra attributi del board e CSR disclosure.

Sebbene Haniffa e Cooke (2005) rilevano che gli amministratori indipendenti giocano un ruolo non rilevante nella divulgazione delle informazioni di sostenibilità, in generale, la letteratura evidenzia una relazione positiva tra il numero degli amministratori indipendenti nel board e la disclosure di sostenibilità. Per esempio, García-Sánchez et al. (2014) e Prado-Lorenzo, Gallego-Alvarez, & García-Sánchez (2009) evidenziano una relazione positiva usando un campione di aziende spagnole quotate non finanziarie. Barako e Brown trovano risultati simili nel settore bancario keniano, mentre Chen & Jaggi (2000), Cheng e Courtenay (2006), e Karamanou e Vafeas (2005) dimostrano che l'indipendenza del board aumenta la disclosure di informazioni finanziarie.

L'effetto della dualità del CEO sulla CSR disclosure è stato esaminato nella ricerca passata, fornendo risultati contraddittori. Coerentemente con la teoria dell'agenzia, è probabile che gli interessi personali dei managers influenzino il loro impegno nelle azioni e nella disclosure di sostenibilità. Il potere gestionale della dualità del CEO potrebbe scoraggiare ulteriormente

l'interesse del team manageriale verso le attività di CSR, qualora esso le ritenga poco significative. Gli amministratori interni, a loro volta, difficilmente desiderano confrontarsi con un CEO-Presidente, di fatto avallando le sue possibili decisioni contro gli interessi di azionisti e stakeholder. Per questo motivo, la dualità del CEO potrebbe avere un effetto negativo sul CSR reporting. In altre parole, la dualità del CEO potrebbe mitigare l'efficacia del ruolo di monitoraggio degli amministratori, limitare la trasparenza nei confronti di azionisti e stakeholder (ad es. Giannarakis, 2014; Sundarasan et al., 2016) e scoraggiare l'esecuzione di alcuni ruoli di governance, come quello della CSR disclosure. Autori come Chau e Gray (2010) e Donnelly e Mulcahy (2008) mostrano l'impatto negativo di una figura di CEO-Presidente sulla trasparenza di un'azienda perché riduce la disclosure volontaria, comprese le informazioni sulla CSR.

Da una prospettiva diversa, come quella di Finkelstein e D'Aveni (1994), la dualità del CEO può anche essere efficace svolgendo un ruolo di supervisione importante. Il CEO-Presidente potrebbe essere interessato a incoraggiare il CSR reporting per segnalare alla società e agli stakeholder il suo impegno verso le questioni relative alla CSR, al fine di ottenere benefici in termini di reputazione, di mandato e di legittimazione presso l'ambiente esterno. Lungo questa linea, Jiraporn e Chintrakarn (2013) sostengono che i CEO-

Presidenti usano la disclosure di sostenibilità come strumento opportunistico per migliorare la loro reputazione. Inoltre, gli amministratori delegati possono supportare il CSR reporting perché può aiutarli a evitare la pressione degli stakeholders dominanti e può ridurre il monitoraggio da parte dei boards, del mercato dei capitali o del legislatore (Jizi et al., 2014). Precedenti ricerche (Jiraporn e Chintrakarn, 2013; Jizi et al., 2014; Mallin, Michelin e Raggi, 2013) riportano l'associazione positiva tra CEO-duality e CSR reporting, a sostegno dell'idea che la dualità del CEO non sia sempre dannosa. Tamini e Sebastianelli (2017) trovano anche che la dualità del CEO nei boards aumenta la comunicazione di maggiori informazioni ambientali, sociali e di governance e, quindi, le imprese saranno più trasparenti.

Sebbene le prove empiriche sull'associazione tra la dualità del CEO e la divulgazione della CSR siano contrastanti, la maggior parte delle ricerche svolte sostiene un effetto negativo della dualità della CEO-duality sul CSR reporting.

Anche la dimensione dei board è stata considerata in letteratura come variabile determinante dell'efficacia dei consigli d'amministrazione in generale e del livello di disclosure in particolare (Gales & Kesner, 1994; Dalton et al., 1999). Malgrado vi siano prove contrastanti sull'associazione tra dimensione del consiglio e CSR disclosure, la maggior parte delle ricerche in letteratura

mostra una relazione positiva. A questo proposito, autori come Brown, Hel-land e Smith (2006), Frías-Aceituno, Rodríguez-Ariza e García-Sánchez (2013), Ntim e Soobaroyen (2013), Jizi et al. (2014), García-Meca e Pucheta-Martínez (2017) e Jizi (2017) rilevano che i boards di grandi dimensioni influenzano positivamente i reports di CSR.

CAPITOLO 3

L'analisi empirica

3.1. L'obiettivo della ricerca

Come sottolineato nei capitoli precedenti, la ricerca in materia di corporate governance e valore posta in essere nelle ultime due decadi non è addivenuta a risultati convergenti in merito all'efficacia di alcuni meccanismi di governance. In particolare, sono state sostenute e verificate empiricamente relazioni positive e negative, come pure l'assenza di relazioni causali, fra indipendenza dei board e disclosure.

La maggior parte degli studi ha verificato empiricamente l'esistenza di una relazione positiva, supportando in tal modo uno dei ruoli principali del consiglio di amministrazione, ossia la sua funzione di organo di controllo (Fama, 1980; Akhtaruddin, Hossain, Hossain, & Yao, 2009; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Chau & Gray, 2010; Chen & Jaggi, 2000; Cheng & Courtnenay, 2006; Cuadrado-Ballesteros, Rodríguez-Ariza, & García-Sánchez, 2015; Donnelly & Mulcahy, 2008; Garcia-Sanchez et al., 2014; Jaggi, Allini, Macchioni, & Zagaria, 2018; Karamanou & Vafeas, 2005; Liao, Luo, & Tang, 2015; Lim et al., 2007; Patelli & Prencipe, 2007; Pavlopoulos, Magnis, & Iatridis, 2017; Yunus, Elijido-Ten e Abhayawansa, 2016). Gli amministratori indipendenti,

in pratica, sono percepiti come uno strumento per monitorare in modo più stringente il comportamento del management o degli azionisti di controllo. Quando riescono ad esercitare adeguatamente tale ruolo, dunque, la loro presenza nei consigli si traduce in una maggiore e migliore divulgazione delle informazioni aziendali (Chau & Gray, 2010; Forker, 1992; Ho & Wong, 2001; Lim et al., 2007). Tuttavia, esistono anche alcuni studi (Barako, 2007; Barako et al., 2006; Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004; Haniffa & Cooke, 2005; Tejedo-Romero, Rodrigues, & Craig, 2017) che hanno verificato empiricamente l'esistenza di una relazione negativa. Secondo Williamson (1983), una relazione negativa tra indipendenza del consiglio e disclosure suggerisce la presenza di un'ipotesi di sostituzione fra i due meccanismi di governance. In altre parole, quando l'azione di contenimento delle asimmetrie informative e dei conflitti di agenzia è esercitata da un meccanismo di governance, per esempio l'indipendenza dei board, l'altro, la disclosure, diviene meno necessario. Secondo l'autore, quindi, l'indipendenza dei board e la disclosure possono operare quali meccanismi sostitutivi per controllare e ridurre i conflitti d'agenzie. Tuttavia, un'altra motivazione che potrebbe giustificare l'esistenza di una relazione negativa tra indipendenza del consiglio e disclosure potrebbe essere che gli amministratori indipendenti non sono real-

mente tali, perché in qualche maniera sono espressione degli azionisti dominanti (Li & Qi, 2008; Connelly et al., 2010). Una situazione di questo tipo potrebbe essere agevolmente riscontrabile in contesti come quello italiano, caratterizzati da elevati livelli di concentrazione proprietaria.

Infine, ci sono autori che non hanno rilevato l'esistenza di relazioni statisticamente significative (Bueno, Marcon, Pruner-da-Silva, & Ribeirete, 2018; Forker, 1992; Ho & Wong, 2001; Haniffa & Cooke, 2002; Leung & Horwitz, 2004; Michelon, Bozzolan e Beretta, 2015; Miras-Rodríguez, Martínez-Martínez, & Escobar-Pérez, 2019; Prado-Lorenzo & Garcia-Sanchez, 2010; Prado-Lorenzo, Gallego-Alvarez, & Garcia-Sanchez, 2009; Wan-Hussin, 2009).

La presenza di risultati non convergenti in merito alla relazione fra indipendenza dei board e disclosure è probabilmente una delle ragioni che ha ispirato la prosecuzione degli studiosi su questo tema, sia con riferimento alla disclosure finanziaria, sia, più recentemente, relativamente a quella di carattere non finanziario. Infatti, negli ultimi anni è cresciuta notevolmente l'attenzione degli stakeholder aziendali per le questioni legate alla sostenibilità, alla Corporate Social Responsibility e, quindi, per la relativa disclosure.

Da queste considerazioni nasce l'obiettivo di questo studio, che è quello di verificare se e come alcune caratteristiche dei consigli d'amministrazione, in

particolare l'indipendenza, influenzino la disclosure delle aziende in merito alla sostenibilità, ossia agli impatti dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, ai riflessi delle attività aziendali in merito al rispetto dei diritti umani e del personale e al livello di corruzione. Si è provveduto, inoltre, anche a verificare l'efficacia di altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione quali determinanti della disclosure sulla sostenibilità, fra cui per esempio la *role duality*, la dimensione dei board, la *multidirectorship*, nonché il ruolo della società di revisione e quello del settore in cui l'impresa opera.

In particolare, si è scelto il contesto italiano per l'analisi empirica per verificare se l'elevato livello di concentrazione proprietaria che caratterizza le imprese che operano nel nostro Paese possa compromettere l'efficacia dei meccanismi di governance indagati. Alcune ricerche empiriche, infatti, hanno messo in evidenza come l'indipendenza dei board, il principale dei meccanismi di governance, divenga un meccanismo meno efficace nel contenimento delle asimmetrie informative in contesti caratterizzati dalla presenza di grandi shareholder (Brunello et al., 2000; Connelly et al., 2010).

Alla luce delle considerazioni evidenziate, il progetto di ricerca svolto con riferimento ad un campione di società italiane quotate, i cui risultati sono illustrati nelle pagine seguenti, prova ad offrire un modesto contributo alla

sistematizzazione dei risultati della ricerca empirica in merito alle determinanti della disclosure sulla sostenibilità, in particolare con riferimento alla relazione fra indipendenza dei board e disclosure non finanziaria nei processi di governance aziendale.

3.2. Le ipotesi e il modello empirico di ricerca

L'analisi della letteratura relativa alla relazione fra disclosure in materia di sostenibilità e caratteristiche dei consigli d'amministrazione è alla base della formulazione delle ipotesi di ricerca che sono state testate con l'analisi empirica illustrata in queste pagine.

In particolare, in merito all'indipendenza dei board, la letteratura ha ipotizzato e verificato empiricamente che un maggior livello di indipendenza dei consigli d'amministrazione possa influenzare positivamente il livello di disclosure non finanziaria e, in particolare, il livello di disclosure in materia di sostenibilità (Harjoto & Jo, 2011; Johnson & Greening, 1999), affermando che un consiglio d'amministrazione più indipendente è meglio in grado di svolgere la sua funzione di monitoraggio.

Secondo l'approccio teorico della teoria dell'agenzia, la presenza di amministratori indipendenti nel consiglio è considerata un importante meccanismo di governo societario (Khan et al., 2013; de Andres e Vallelado, 2008;

Rao, Tilt , & Lester, 2012; Said, Zainuddin, & Haron, 2009). Gli amministratori indipendenti, infatti, non solo contribuiscono a garantire che la società agisca nel migliore interesse di tutti i suoi azionisti, riducendo i conflitti d'agenzia fra shareholder di maggioranza e di minoranza, ma possono anche contribuire a ridurre i conflitti di interesse tra azionisti e altri stakeholder (de Andres & Vallelado, 2008).

Secondo la resources dependancy theory (Pfeffer e Salancik 1978), inoltre, gli amministratori indipendenti attraggono preziose risorse vitali per le performance dell'azienda, stabilendo collegamenti esterni con gli stakeholder e altre organizzazioni e migliorano la reputazione dell'azienda (Certo et al. 2001). La presenza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione dovrebbe aumentare l'obiettività del consiglio di amministrazione e la sua capacità di rappresentare molteplici punti di vista in merito al ruolo dell'impresa nell'ambiente e tra le parti interessate (Haniffa e Cooke 2005).

Secondo Johnson and Greening (1999, p. 569), rappresentando vari stakeholder e conoscendo le contingenze critiche con cui le imprese devono confrontarsi, tali amministratori potrebbero “essere più inclini a rispettare gli standard ambientali per evitare sanzioni, multe e esposizione negativa ai media, con una conseguente perdita di reputazione”. In questo senso, gli amministratori indipendenti riflettono il cambiamento dei valori della società nel

plasmare l'identità aziendale, perché i consigli mancano del potere necessario per realizzare i cambiamenti desiderati nel ruolo della società” (Zahra and Pearce 1989, p. 304).

Provenendo dall'esterno della società, gli amministratori indipendenti sono più propensi a garantire l'osservanza della legge e la difesa degli interessi degli azionisti di minoranza (Fama & Jensen, 1983). Inoltre, essi hanno rapporti più stretti con gli stakeholder e conoscono meglio le loro aspettative (Ibrahim & Angelidis, 1995); conoscono meglio l'ambiente e di solito sono più efficienti nel controllo delle contingenze esterne (Fernández-Gago, Cabeza-García e Nieto, 2016). Dunque, i consigli di amministrazione caratterizzati da più elevati livelli di indipendenza motiveranno meglio le aziende a impegnarsi in attività di CSR (Haniffa & Cooke, 2005; Khan, 2010).

Inoltre, essendo esterni alla società e “legati” all'ambiente esterno, ossia agli stakeholder, gli amministratori indipendenti hanno un'immagine e una reputazione che possono essere agevolmente collegate al comportamento etico e responsabile delle loro società. Secondo Zahra e Stanton (1988), questo è il motivo per cui gli amministratori indipendenti sono particolarmente interessati a dimostrare il rispetto delle normative e sono più preoccupati per il comportamento socialmente responsabile delle loro società. Di conseguenza, i consigli di amministrazione con amministratori più indipendenti

hanno maggiori probabilità di garantire che le loro società si comportino in modo socialmente responsabile e rispettoso dell'ambiente (Rao et al., 2012).

Wang e Dewhirst (1992) scoprono che gli amministratori esterni hanno probabilmente un maggiore orientamento verso gli stakeholder e sono più consapevoli delle loro aspettative. Johnson e Greening (1999) trovano un supporto empirico per la loro ipotesi che la presenza di amministratori esterni sia positivamente associata alla performance sociale dell'azienda.

L'argomento teorico alla base di questi risultati è che, essendo più dedicati alle aspettative degli stakeholder, gli amministratori indipendenti aumenteranno il loro prestigio e il loro ruolo nella società e quindi avranno maggiori probabilità di incoraggiare la società a intraprendere attività di CSR.

Se la propensione degli amministratori indipendenti a rispettare gli obblighi dell'azienda verso gli stakeholder è maggiore, allora è più probabile che essi si impegnino agevolando la responsabilità sociale dell'impresa, perché in questo modo aumentano il loro prestigio e il ruolo nella società (Zahra e Stanton 1988, Haniffa e Cooke 2005).

Considerazioni di questo tipo hanno indotto gli studiosi a ritenere e verificare empiricamente che la presenza di amministratori esterni indipendenti sia un fattore determinante per la divulgazione di informazioni (Chen & Jaggi, 2000; Cheng & Courtenay, 2006; Prado - Lorenzo, Gallego - Alvarez e García

- Sánchez, 2009). Amran, Pink e Devi (2014), per esempio, hanno affermato che una maggiore indipendenza del consiglio incoraggia l'azienda ad assumere un livello più elevato di accountability e trasparenza, agevolando livelli più elevati di disclosure in materia di sostenibilità. Diversi altri studi hanno dimostrato che la disclosure delle informazioni sulla CSR possa essere influenzata dalla composizione dei consigli di amministrazione in termini di numero di amministratori indipendenti (Hertz, Brown e Scott, 2012; Michelson & Parbonetti, 2010; Amran et al., 2014; García - Sánchez, Cuadrado - Ballesteros e Sepulveda, 2014; Sundarasan, Je - Yen e Rajangam, 2016; García - Sánchez & Martínez- Ferrero, 2017; Barako & Brown, 2008; Khan, 2010; Khan et al., 2013; Kilic et al., 2015; Lone & Khan, 2016; Rao et al., 2012). Sulla base di queste considerazioni, si è ipotizzato quanto segue:

H₁: esiste una relazione positiva tra indipendenza dei consigli d'amministrazione e livello della comunicazione in materia di sostenibilità.

Inoltre, come sostenuto in letteratura (Fama e Jensen, 1983; Roberts et al., 2005), un ruolo importante nel definire l'efficacia del board quale meccanismo di governance è giocato anche dalla *role duality*, ossia dal fatto che un

individuo funge sia da presidente del consiglio di amministrazione che da amministratore delegato. Secondo questi studiosi la dualità del CEO limita l'indipendenza del consiglio di amministrazione, poiché compromette il sistema di controlli, riducendo così l'accountability dell'impresa. Secondo Fama e Jensen (1983) la *role duality* “segnala l'assenza di separazione tra *decision control* e *decision management*”. Della stessa opinione anche Forker (1992) secondo cui una personalità dominante che assume i due ruoli al vertice di una società può essere dannosa per l'interesse degli azionisti.

La necessità di separare i due ruoli per un migliore funzionamento del consiglio d'amministrazione è suggerita anche dai principi di corporate governance dell'OECD (2004), che considerano tale elemento come una best practices in materia di corporate governance. Attraverso la separazione dei due ruoli si garantisce l'esistenza ed il funzionamento di controlli ed equilibri essenziali sull'operato del management (Argenti, 1976; Boyd, 1995).

Sulla base delle argomentazioni precedenti, si è ipotizzato che la concentrazione di potere nelle mani di un unico soggetto riduca il ruolo di monitoraggio svolto dal consiglio di amministrazione (Haniffa and Cooke, 2002), formulando la seguente ipotesi:

H₂: esiste una relazione negativa tra *role duality* e livello della comunicazione in materia di sostenibilità.

Anche la dimensione dei board è stata considerata in letteratura come variabile determinante dell'efficacia dei consigli d'amministrazione in generale e del livello di disclosure in particolare (Gales & Kesner, 1994; Dalton et al., 1999). Si è affermato che consigli di amministrazione di maggiori dimensioni connettono l'impresa con un maggior numero di stakeholder, creando in tal modo migliori opportunità per l'impresa di accedere a risorse critiche necessarie per lo sviluppo del business (Abeysekera, 2010; Musteen et al., 2010). Inoltre, consigli di amministrazione più grandi includono membri con un background di conoscenze e competenze settoriali più vasto e diversificato e ciò fornisce all'impresa consulenza di più alta qualità (Zahra e Pearce, 1989). Sulla base di queste considerazioni, si è ipotizzato quanto segue:

H₃: esiste una relazione positiva tra dimensione del consiglio di amministrazione e livello della comunicazione in materia di sostenibilità.

Un'altra variabile a cui si è attribuito un ruolo determinate del livello di disclosure sociale è la *multidirectorship*, intesa come misura del numero di incarichi degli amministratori in altre società.

La letteratura ha sostenuto l'esistenza di relazioni positive e negative fra la *multidirectorship* e le performance aziendali, sostenendo che amministratori che siedono in più consigli d'amministrazione possono sia migliorare le performance aziendali grazie alla maggiore esperienza che hanno, sia produrre un effetto deprimente sulle performance dovuto all'impegno necessario nelle altre società (Elsakit e Worthington, 2014).

Con riferimento specifico alla relazione fra *multidirectorship* e disclosure Haniffa e Cooke (2005) hanno evidenziato come la ricerca specifica su questo tema non sia molto diffusa, tuttavia gli studi condotti hanno ipotizzato che a parità di altre condizioni la qualità della disclosure sulla sostenibilità sia positivamente correlata con la *multidirectorship*. Per esempio, analizzando le relazioni annuali di 139 società non finanziarie della Malesia nel periodo 1996 e 2002, gli autori hanno evidenziato una relazione significativa tra la presenza di amministratori con più incarichi e la disclosure sulla sostenibilità.

Alla luce di queste considerazioni, si è ipotizzata una relazione positiva fra multidirectorship e disclosure, immaginando che un elevato numero di amministratori che hanno incarichi in altre società apporti conoscenze all'azienda e ne migliori la disclosure:

H4: esiste una relazione positiva tra il livello di *multidirectorship* e il livello della comunicazione in materia di sostenibilità.

Il livello di disclosure in materia di sostenibilità può essere influenzato anche dalla presenza di una società di revisione che appartiene al gruppo delle *big four*, ossia Deloitte & Touche, PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young. Sulle dichiarazioni non finanziarie che le società quotate devono produrre sono previste, infatti, specifiche forme di controllo del collegio sindacale e della società di revisione. Il collegio deve preoccuparsi di monitorare l'osservanza delle disposizioni del decreto e ne riferisce nella relazione annuale all'assemblea. Il revisore legale del bilancio, invece, deve verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria ed attestare la conformità delle informazioni fornite alle norme di riferimento e agli standard

di rendicontazione impiegati. Quindi, la presenza di una fra le società di revisione appartenenti al gruppo delle big four può influire sul livello e sulla qualità di tale disclosure, per cui si è formulata la seguente ipotesi:

H₅: le imprese che hanno una *big four* quale società di revisione hanno un livello di disclosure in materia di sostenibilità più elevato;

Si è ipotizzata l'esistenza di una relazione positiva con la disclosure, poiché una società di revisione *Big four* può stimolare una maggiore accountability sociale e quindi un comportamento più trasparente e responsabile della società (Barako et al., 2006).

Fra le variabili determinanti del livello di disclosure sulla sostenibilità si è inclusa anche la tipologia di settore in cui l'impresa opera. I risultati di ricerche empiriche svolte in passato, infatti, suggeriscono che le aziende tendono a divulgare informazioni in linea con le caratteristiche dei loro settori (Dye e Sridhar, 1995; Haniffa e Cooke, 2002).

L'influenza del settore sulla comunicazione di sostenibilità dipende secondo diversi studiosi anche da quanto l'attività economica di un'azienda impatta sulla società. In virtù di ciò, ci si aspetta maggiore disclosure da aziende

che operano in settori *politically sensitive* o *environmentally sensitive*, tipicamente quello petrolifero, quello delle costruzioni e quelli in cui l'attività delle imprese che vi operano è soggetta a una forte regolamentazione (Clarkson et al., 2008).

Per esempio, si è sostenuto che le aziende del settore delle costruzioni, oppure quelle manifatturiere sono solitamente più sensibili alle tematiche di natura ambientale, probabilmente perchè i loro processi produttivi hanno un'influenza negativa sull'ambiente (Reverte, 2009), e quindi producono un livello più considerevole di informazioni di natura non finanziaria rispetto alle società di altri settori, in particolare in materia ambientale (Adams et al., 1998; Deegan & Gordon, 1996; Gray et al., 1995). Per esempio aziende attive in settori dal forte impatto ambientale, come il settore chimico, sceglieranno di pubblicare maggiori informazioni relative alle prestazioni ambientali.

Haniffa e Cooke (2005), inoltre, affermano che le aziende di questi settori possono fornire anche maggiori informazioni sulle questioni relative al personale, poiché solitamente sono ad alta intensità di lavoro. Un discorso analogo è stato fatto anche con riferimento alle aziende caratterizzate da un più forte orientamento al consumatore (*consumer-oriented*), oppure a quelle che operano in contesti regolamentati, le quali sono assoggettate a più elevati processi di controllo sociale. Tali aziende possono fornire maggiori informazioni

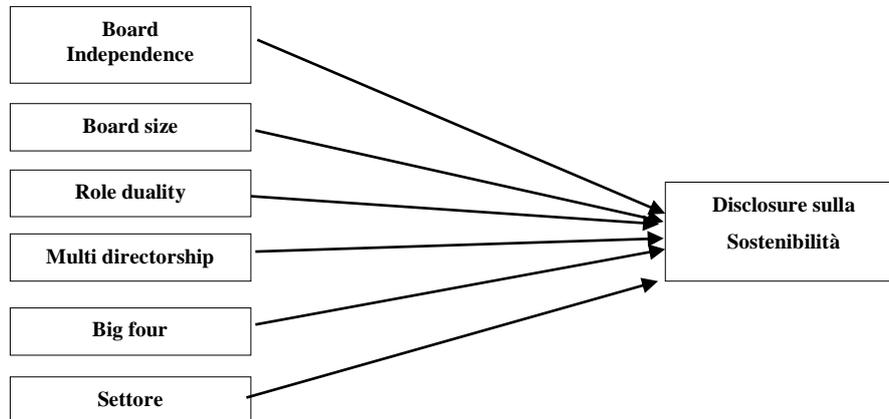
sociali per migliorare la loro immagine tra i consumatori e in generale tra i cittadini, che ne influenza fortemente il livello delle vendite (Morelli, 2002).

Pertanto, la letteratura ha spesso ipotizzato che il livello di disclosure in materia ambientale, sociale o più in generale di sostenibilità, possa essere influenzato dal settore in cui l'impresa opera o, più in particolare, dal livello degli impatti sulla società delle attività economiche che in tali settori si svolgono. Sulla base di queste considerazioni, abbiamo formulato la seguente ipotesi:

H₆: le imprese che operano in settori più sensibili alle tematiche della sostenibilità ambientale e sociale hanno un livello di disclosure in materia di sostenibilità più elevato;

La rappresentazione grafica presentata di seguito espone una possibile esplicitazione del modello di ricerca utilizzato per realizzare gli obiettivi conoscitivi di cui si diceva sopra.

Fig. 1 – Il modello di ricerca



Fonte: Ns elaborazione

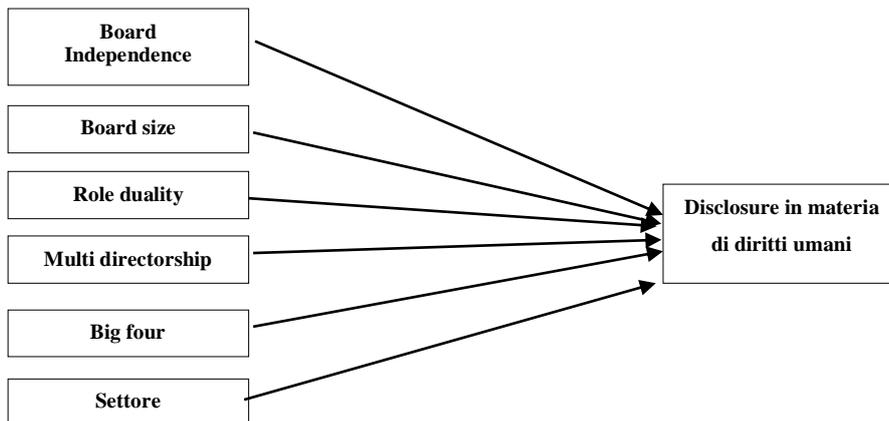
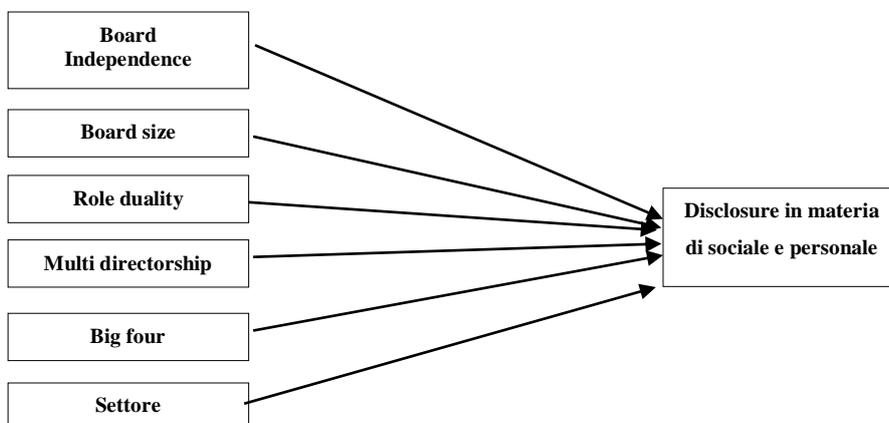
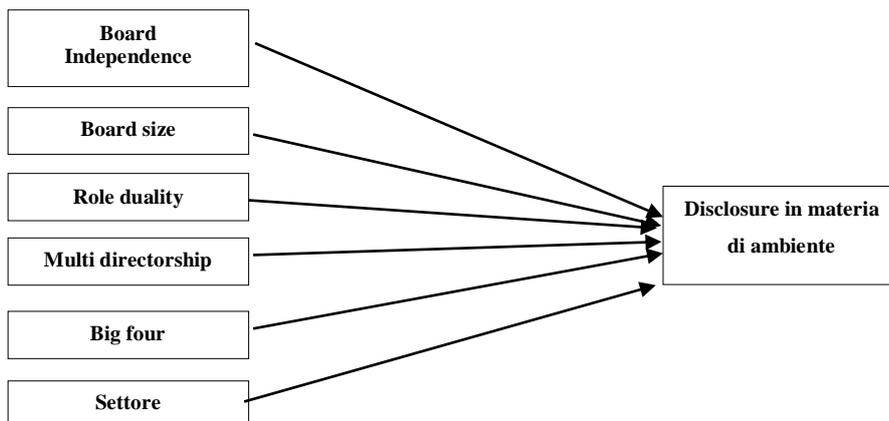
Come si evince dalla rappresentazione grafica del modello, al fine di testare le diverse ipotesi di ricerca, si è provveduto ad analizzare empiricamente le seguenti relazioni:

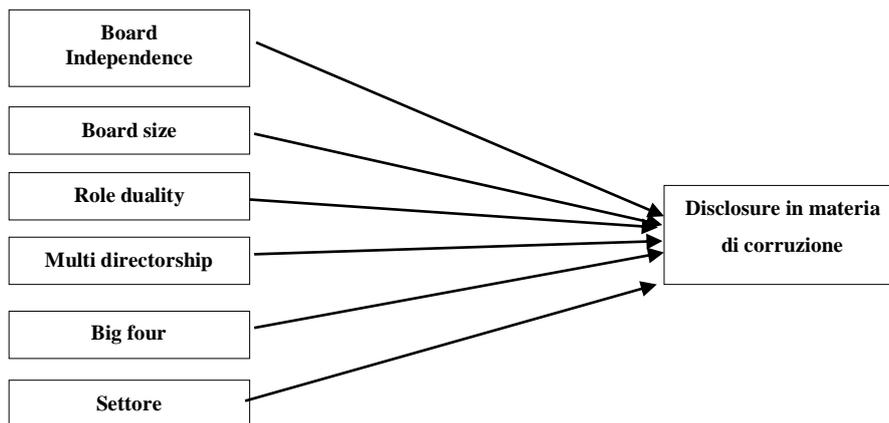
- l'effetto diretto dell'indipendenza del consiglio di amministrazione sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità;
- l'effetto diretto della *role duality* sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità;
- l'effetto diretto della dimensione del consiglio di amministrazione sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità;
- l'effetto diretto della multi directorship del consiglio di amministrazione sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità;

- l'effetto diretto della presenza di una *big four* come società di revisione sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità;
- l'effetto diretto del settore in cui opera l'azienda sul livello di divulgazione complessiva dei KPI in materia di sostenibilità.

Gli effetti dei diversi attributi della governance sulla disclosure in materia di sostenibilità sono stati indagati non solo con riferimento al livello complessivo di informativa fornita ai sensi del d.lgs. 254/2016 (Direttiva 2014/95/UE), ma anche con riferimento a distinti livelli di informativa riferiti specificamente alle questioni ambientali, alle questioni sociali e del personale, al rispetto dei diritti umani ed alla corruzione. Le ipotesi esplicitate sopra, cioè, sono state indagate anche sostituendo la variabile dipendente che misura la disclosure complessiva con quattro distinte variabili dipendenti, che misurano rispettivamente il livello di disclosure in materia ambientale, sociale e del personale, di rispetto dei diritti umani e di corruzione attiva e passiva. La rappresentazione grafica seguente illustra le relazioni indagate:

Fig. 2 – Il modello di ricerca





Fonte: Ns elaborazione

Come risulta dalle rappresentazioni grafiche, dunque, si è provveduto ad analizzare empiricamente le seguenti relazioni:

- gli effetti diretti delle caratteristiche del consiglio di amministrazione sul livello di divulgazione di KPI specificamente riferiti all'impatto dell'operato aziendale su:
 - a) ambiente;
 - b) stakeholder e personale;
 - c) rispetto dei diritti umani;

d) livello di corruzione;

3.3. La metodologia della ricerca

3.3.1. Il campione analizzato e la raccolta dei dati

Il campione di imprese analizzato era composto da tutte le società italiane quotate alla borsa valori al 31 dicembre 2017. Dal campione originario sono state escluse le società del settore finanziario e assicurativo, nonché tutte le altre società che non fornivano informativa di carattere non finanziario. In fine, si sono escluse anche alcune società per cui non è stato possibile reperire informazioni complete sulle variabili di governance e sulle variabili economico-finanziarie necessarie per condurre l'analisi.

Al termine del processo di pulizia dei dati, il campione risultava costituito da 119 imprese.

I dati di natura economico-finanziaria utilizzati per definire la misura delle variabili di controllo sono stati raccolti dal database *Orbis Bureau Van Dijk* e dai bilanci delle società. I dati sulle variabili di governance utilizzate nei modelli di regressione come variabili indipendenti sono stati attinti dal sito della borsa valori e dalle relazioni di corporate governance delle singole società.

Per quanto riguarda, in fine, le variabili dipendenti, ossia il livello di disclosure complessiva in materia di sostenibilità e i quattro distinti livelli di

disclosure in materia di ambiente, sociale e personale, rispetto dei diritti umani e corruzione, i dati sono stati raccolti attraverso *content analysis* dei report annuali, delle relazioni finanziarie, delle relazioni sulla gestione e dei report integrati.

3.3.2. Le variabili del modello

Le variabili utilizzate nel modello di ricerca, i dettagli in merito alla fonte dei dati utilizzati e alle specifiche modalità di calcolo di ciascuna sono esposti nelle tabelle presentate nel prosieguo.

3.3.2.1. Le variabili dipendenti

Le variabili dipendenti utilizzate nel modello di ricerca, ossia il livello di disclosure complessiva in materia di sostenibilità e i quattro distinti livelli di disclosure in materia di ambiente, sociale e personale, rispetto dei diritti umani e corruzione sono esposte nella tabella seguente:

Tabella 1 - Descrizione delle variabili dipendenti

Nome variabile	Descrizione	Misurazione	Fonte
<i>nKPI_Sust_Disc</i>	<i>Sustainability KPI Disclosure</i> Informazione sulla Sostenibilità	Somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti all'ambiente, alla sfera sociale e al personale, ai diritti umani ed alla corruzione comunicati all'esterno	Annual report, Relazione non finanziaria, Relazione sulla gestione, Report integrato
<i>nKPI_Ambient-Disc</i>	Informazione Ambiente	Somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti all'ambiente comunicati all'esterno	
<i>nKPI_Soc&PersDisc</i>	Informazione Sociale e Personale	Somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti alla sfera sociale e al personale comunicati all'esterno	
<i>nKPI_DirUm-Disc</i>	Informazione Rispetto dei Diritti Umani	Somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti ai diritti umani comunicati all'esterno	
<i>nKPI_CorruzDisc</i>	Informazione Corruzione	Somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti alla corruzione comunicati all'esterno	

La prima variabile dipendente utilizzata, denominata *nKPI_Sust_Disc*, rappresenta una misura dell'informativa complessiva in materia di sostenibilità rilasciata dall'azienda. Il valore assunto dalla variabile per ogni società analizzata è stato definito come somma del numero di indicatori di natura non finanziaria attinenti all'ambiente, alla sfera sociale e al personale, ai diritti umani ed alla corruzione comunicati all'esterno. Le altre quattro variabili dipendenti denominate *nKPI_AmbientDisc*, *nKPI_Soc&PersDisc*, *nKPI_DirUmDisc* e *nKPI_CorruzDisc* rappresentano una misura dell'informativa specificamente rilasciata dall'azienda relativamente:

- agli impatti ambientali, alla salute e alla sicurezza, ossia all'impiego delle risorse energetiche e idriche, alle emissioni in atmosfera di gas a effetto serra e inquinanti o ad altri fattori di rischio sia ambientale che sanitario;
- agli aspetti sociali e alla gestione del personale, con le azioni tese a garantire la parità di genere e l'attuazione delle convenzioni internazionali in materia;
- alle modalità di attuazione del dialogo tra le parti sociali e al rispetto dei diritti umani;
- agli strumenti adottati per la lotta alla corruzione, sia attiva che passiva.

Come anticipato sopra, tali dati sono stati raccolti attraverso *content analysis* dei report annuali, delle relazioni finanziarie, delle relazioni sulla gestione e dei report integrati di ciascuna azienda del campione.

3.3.2.2. Le variabili indipendenti

Coerentemente con gli scopi della ricerca e con la letteratura in materia, sono state utilizzate le seguenti variabili indipendenti e di moderazione.

Tabella 2 - Descrizione delle variabili indipendenti

Nome variabile	Descrizione	Misurazione	Fonte
<i>BoIndMin</i>	Indipendenza dei board	Rapporto fra il numero di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze e il numero complessivo di amministratori nel board	
<i>BoSize</i>	Dimensione del board	Numero complessivo di amministratori nel board	
<i>RoleDual</i>	CEO/Chairman duality	Variabile dummy che assume il valore 1 se il presidente del consiglio d'amministrazione della società è anche amministratore delegato e 0 nel caso alternativo	Corporate Governance report
<i>Big4Dum</i>	Società di revisione	Variabile dummy che assume il valore 1 se la società ha come revisore una delle <i>big four</i> , altrimenti 0	
<i>Multidir</i>	Multidirectorship	Numero totale degli amministratori che hanno incarichi in altre società	
<i>SustSensitSect</i>	Settore sensibile alla sostenibilità	Variabile dummy che assume il valore di 1 se la società opera in un settore sensibile alle questioni della sostenibilità, altrimenti 0	ORBIS database

La prima variabile, utilizzata per la misurazione dell'indipendenza dei board, definita *BoIndMin*, è rappresentata dal rapporto fra il numero di amministratori indipendenti nel CdA nominati dalle minoranze ed il numero totale di amministratori di cui si compone il CdA. Si è scelto di considerare il numero di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze, poiché tale misura può rappresentare una *proxy* migliore dell'indipendenza dei board, particolarmente in contesti come quello italiano, caratterizzati da elevata concentrazione proprietaria. In questi contesti, infatti, non è inusuale che l'attività di controllo degli amministratori indipendenti venga limitata dalla presenza di uno o più azionisti dominanti nella compagine societaria che svolgono un

ruolo attivo nella gestione, spesso sedendo anche nel CdA e assumendo perfino il ruolo di CEO (Brunello et al., 2000; Connelly et al., 2010).

La seconda variabile indipendente, *BoardSize*, misura la dimensione del Cda quale numero di amministratori di cui lo stesso si compone (Elfeky, 2017). Si è ipotizzata un'associazione positiva con la divulgazione volontaria, considerando che un numero maggiore di amministratori può svolgere meglio il proprio ruolo di monitoraggio, riducendo l'asimmetria informativa tra le parti concorrenti (Cheng & Courtenay, 2006). Inoltre, è stata inclusa la variabile *RoleDual*, che assume il valore di 1 nel caso in cui il presidente del CdA sia anche l'amministratore delegato e 0 nel caso in cui le due posizioni siano occupate da persone diverse (Cheng & Courtney, 2006). In questo caso, si è prevista una relazione negativa con la disclosure volontaria, ipotizzando che la concentrazione di potere nelle mani di un unico soggetto riduca il ruolo di monitoraggio svolto dal consiglio di amministrazione, aumentando i costi di agenzia (Ho & Wong, 2001; Pisano, Lepore e Agrifoglio, 2015).

Si è inclusa nel modello anche la variabile *Big4Dum*, che assume valore uguale a 1 per l'impresa che ha una *Big four* come società di revisione e 0 altrimenti. Abbiamo previsto una relazione positiva con la divulgazione, ipotizzando che una società di revisione *Big four* possa stimolare un comportamento più trasparente e responsabile della società (Barako et al., 2006).

Inoltre, si è introdotta nel modello la multidirectorship (*Multidir*), che è una misura del numero totale degli amministratori che hanno incarichi in altre società, per la quale si è ipotizzata una relazione positiva, immaginando che un elevato numero di amministratori che hanno incarichi in altre società apporti risorse all'impresa e migliori il ruolo di monitoraggio del board e lo stimolo alla disclosure (Elsakit e Worthington, 2014; Haniffa e Cooke, 2005).

In fine, si è inclusa una variabile *dummy* per il settore (*SustSensitSect*), che assume valore 1 per le imprese che operano in settori caratterizzati da una maggiore sensibilità verso i temi della sostenibilità e 0 altrimenti. Si è utilizzata la classificazione NACE (versione 2) per selezionare le aziende appartenenti a tali settori. La NACE è la “classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea”, che impone l'uso uniforme della classificazione in tutti gli Stati membri.

La variabile *Sustainability Sensitive Sector* assume il valore 1 per le imprese che operano nei settori manifatturiero, dell'agricoltura e della pesca, nel settore edile, in quello delle risorse energetiche (per esempio gas e elettricità), nel settore metalmeccanico, in quello estrattivo, nel settore della fornitura di acqua, nella gestione delle attività fognarie e nella gestione dei rifiuti, nei settori *customer oriented*, quali per esempio il settore della vendita al dettaglio di abbigliamento e di *food and beverage*, il settore alberghiero e nei settori

regolamentati, quelli per esempio quelli in cui è ancora presente l'amministrazione pubblica.

Si è inserita anche questa variabile poiché la letteratura ha sostenuto che le aziende di tal settori siano assoggettate a più elevati processi di controllo sociale e, dunque, siano solitamente più sensibili alle tematiche di natura ambientale e sociale, alle tematiche relative al rispetto dei diritti umani e alla corruzione, e quindi producono un livello più considerevole di informazioni sulla sostenibilità.

3.3.2.3. Le variabili di controllo

Nei modelli di regressione sono state inserite tre tipologie di variabili di controllo che possono avere degli effetti sulla disclosure volontaria sulla sostenibilità (Chau & Gray, 2010), ossia due variabili di governance che spieghino ulteriormente la struttura e le modalità di funzionamento del CdA, tre variabili che definiscono la dimensione e le performance dell'impresa e una variabile che descrive il comportamento dell'impresa in termini di comunicazione volontaria di natura finanziaria (tabella 3).

Tabella 3 - Descrizione delle variabili di controllo

Nome variabile	Descrizione	Misurazione	Fonte
<i>BoExec</i>	Direttori esecutivi	Rapporto fra il numero di amministratori esecutivi e il numero complessivo di amministratori nel board	Corporate Governance report
<i>BoMeetings</i>	Numero di riunioni del board	Numero totale delle riunioni del board nell'anno	
<i>Size</i>	Dimensione dell'impresa	Logaritmo naturale del totale attivo	
<i>Leverage</i>	Leverage	Indebitamento a lungo termine fratto il totale dell'attivo	ORBIS database
<i>TobinQ</i>	Performance	Logaritmo naturale del Tobin's Q, misurato come rapporto fra valore di mercato degli assets e valore di bilancio degli stessi assets	
<i>Fin_Disc</i>	<i>Financial KPI Voluntary Disclosure</i>	Quantità dell'informativa finanziaria di natura volontaria comunicata dalla società nell'annual report, attraverso vari Financial Key Performance Indicators (FKPIs), al fine di comunicare le proprie performance economico-finanziarie e patrimoniali	Relazione sulla gestione

Fonte: *Ns* elaborazione

Nel primo gruppo rientra la variabile *BoExec* che misura il rapporto fra il numero di amministratori esecutivi e il numero complessivo di amministratori nel board. Si prevede una relazione negativa col livello di disclosure, supponendo che il potere degli amministratori esecutivi riduca il ruolo di monitoraggio potenzialmente svolto dai membri indipendenti del consiglio (Cheng & Courtenay, 2006).

Inoltre, si è inclusa la variabile *BoMeetings* che misura il numero di riunioni del CdA durante l'anno (Qadorah & Fadziah, 2018), per la quale si è prevista una relazione positiva con la disclosure volontaria, immaginando che

i membri del Cda svolgano meglio il loro ruolo di monitoraggio se si incontrano frequentemente (Adams & Ferreira, 2009). In effetti, le riunioni del consiglio e la partecipazione a queste riunioni sono canali importanti attraverso i quali gli amministratori ottengono informazioni specifiche sull'azienda e svolgono il loro ruolo di monitoraggio. Secondo Manfredi et al. (2014), la frequenza delle riunioni del consiglio di amministrazione e la presenza degli amministratori impattano le performance aziendali, in particolare nei periodi di crisi.

Nel secondo gruppo delle variabili di controllo rientrano: la dimensione dell'azienda (*Size*), misurata come logaritmo naturale del totale attivo; il livello di leverage (*Lev*), misurato come rapporto fra l'indebitamento a lungo termine e il totale dell'attivo; una misura di performance (*TobinQ*), ossia il logaritmo naturale del Tobin's Q, calcolato come rapporto fra il valore di mercato degli assets e il valore di bilancio degli stessi assets.

L'ultima variabile di controllo descrive il comportamento dell'impresa in termini di comunicazione volontaria di natura finanziaria.

La variabile è stata misurata attraverso una *content analysis* dell'annual report delle società del campione volta a misurare la quantità dell'informativa finanziaria di natura volontaria comunicata esponendo e spiegando il significato, la misura e l'evoluzione di vari Financial Key Performance Indicators

(FKPIs), quali per esempio, gli indicatori di redditività, quelli di liquidità e quelli di solidità patrimoniale.

Con riferimento a tale variabile, si è immaginata una relazione positiva con la disclosure in materia di sostenibilità, supponendo che le imprese che comunicano più elevati livelli di disclosure di natura finanziaria, siano anche più propense a comunicare informazioni di natura non-finanziaria.

3.4. La regressione

Al fine di testare le ipotesi esplicitate nelle pagine precedenti si è utilizzato un modello di regressione OLS.

Più specificamente, si è sviluppato il seguente modello di regressione per testare le ipotesi relative alle relazioni fra disclosure complessiva sulla sostenibilità e variabili indipendenti:

$$\begin{aligned} nKPI_{SustDisc} = & \alpha + \beta 1 BoIndMin + \beta 2 BoSize + \beta 3 RoleDual + \beta 4 Big4Dum \\ & + \beta 5 Multidir + \beta 6 SustSensitSect + \beta 7 Control + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Per testare, poi, gli effetti delle variabili indipendenti selezionate sui distinti livelli di informativa riferiti specificamente alle questioni ambientali,

alle questioni sociali e del personale, al rispetto dei diritti umani ed alla corruzione si è provveduto a sviluppare le regressioni esposte di seguito:

$$nKPIAmbientDisc = \alpha + \beta 1 BoIndMin + \beta 2 BoSize + \beta 3 RoleDual + \beta 4 Big4Dum + \beta 5 Multidir + \beta 6 SustSensitSect + \beta 7 Control + \varepsilon \quad (2)$$

$$nKPI Soc\&PersDis = \alpha + \beta 1 BoIndMin + \beta 2 BoSize + \beta 3 RoleDual + \beta 4 Big4Dum + \beta 5 Multidir + \beta 6 SustSensitSect + \beta 7 Control + \varepsilon \quad (3)$$

$$nKPIDirUmDisc = \alpha + \beta 1 BoIndMin + \beta 2 BoSize + \beta 3 RoleDual + \beta 4 Big4Dum + \beta 5 Multidir + \beta 6 SustSensitSect + \beta 7 Control + \varepsilon \quad (4)$$

$$nKPICorruzDisc = \alpha + \beta 1 BoIndMin + \beta 2 BoSize + \beta 3 RoleDual + \beta 4 Big4Dum + \beta 5 Multidir + \beta 6 SustSensitSect + \beta 7 Control + \varepsilon \quad (5)$$

Il software utilizzato per le elaborazioni statistiche è *Stata*.

3.5. I risultati empirici

L'analisi empirica svolta ha messo in evidenza una serie di interessanti risultati che sono esposti nelle pagine seguenti, a partire dalle statistiche descrittive.

3.5.1. Le statistiche descrittive

Le tabelle esposte di seguito mostrano la distribuzione (valori assoluti e percentuali) delle imprese indagate fra i vari settori di attività. Dalla tabella 4 si evince che il maggior numero di imprese del campione, cioè 66, opera nel

settore manifatturiero (55,46%); 14 imprese operano nel settore dell'informazione e della comunicazione (11,76%); 8 aziende nel settore della fornitura di elettricità, gas, vapore e aria condizionata (6,72%); 7 operano nel settore dei trasporti e dello stoccaggio (5,88%); 6 in quello del commercio (5,04%); 4 imprese lavorano nel settore dell'arte e intrattenimento (3,36%); le imprese restanti operano, rappresentando percentuali più piccole per ogni settore (1,68%), nei settori delle costruzioni, delle attività amministrative, della pubblica amministrazione, della fornitura di acque e gestione dei rifiuti, delle attività professionali e scientifiche; delle attività estrattive di combustibili fossili come carbone, petrolio greggio e gas naturale, comprese miniere e cave; una sola impresa opera nel settore dell'alloggio e dei servizi alimentari (0,84%).

Tabella 4 – Statistiche descrittive – Settori di appartenenza delle imprese

Settore	Numero di imprese	Percentuale di imprese
Alloggio e servizi alimentari	1	0,84%
Attività amministrative e di servizi di supporto	2	1,68%
Arti, intrattenimento e ricreazione	4	3,36%
Costruzione	2	1,68%
Fornitura di elettricità, gas, vapore e aria condizionata	8	6,72%
Informazione e comunicazione	14	11,76%
Manifatturiero	66	55,46%
Estrattive (petrolio, gas, ecc.), Miniere e cave	2	1,68%
Altre attività di servizi	1	0,84%
Attività professionali, scientifiche e tecniche	2	1,68%
Amministrazione pubblica e difesa; sicurezza sociale	2	1,68%
Trasporto e stoccaggio	7	5,88%
Fornitura di acqua; attività fognarie, gestione rifiuti e riparazione	2	1,68%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	6	5,04%
Totale	119	100,00%

La tabella 5 riporta la suddivisione delle imprese fra settori *customer-oriented*, *environmentally sensitive*, *politically sensitive* e altri settori. In particolare: 14 imprese (11,76%) operano in settori sensibili alle tematiche ambientali, ossia nel settore delle costruzioni, in quello della fornitura di elettricità, gas, vapore e aria condizionata, nel settore minerario e in quello della fornitura di acqua, attività fognarie, gestione rifiuti e riparazioni; 2 imprese (1,68%) operano in settori *politically sensitive*, ossia quello delle amministrazioni pubbliche, difesa e sicurezza sociale; 7 imprese (5,88%) operano in settori *customer-oriented*, ossia nel settore del commercio e in quello dell'alloggio e dei servizi alimentari.

Tabella 5 – Classificazione delle imprese in tipologia di settore (2)

Tipo Settore	Numero di imprese	Percentuale di imprese
Customer-oriented Sector	7	5,88%
Environmentally sensitive Sector	14	11,76%
Politically sensitive Sector	2	1,68%
Other Sectors	96	80,67%
Totale	119	100,00%

La classificazione riportata nella tabella precedente, operata sulla base della letteratura che si è occupata del tema (Adams et al., 1998; Deegan & Gordon, 1996; Gray et al., 1995), è stata poi utilizzata per distinguere fra imprese che operano in settori sensibili alle questioni della sostenibilità e altri settori non sensibili alla sostenibilità. Dalla tabella 6 si evince che 23 imprese (19,33%) operano in *Sustainability Sensitive Sectors*, mentre le restanti 96 imprese operano in altri settori (80,67%).

Tabella 6 – Classificazione delle imprese in tipologia di settore (1)

Tipo Settore	Numero di imprese	Percentuale di imprese
Sustainability Sensitive Sectors	23	19,33%
Other Sectors	96	80,67%
Totale	119	100,00%

La tabella seguente mostra le statistiche descrittive delle variabili utilizzate nelle regressioni, ossia la media, la deviazione standard e i valori minimo e massimo di ogni variabile.

Tabella 7 – Statistiche descrittive delle variabili usate nelle regressioni

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>nKPI_Sust_Disc</i>	119	30,9916	15,02455	9	87
<i>nKPI_Ambienet_Disc</i>	119	11,89916	7,80308	0	34
<i>nKPI_Soc&Pers_Disc</i>	119	16,35294	7,528013	4	43
<i>nKPI_DirUm_Disc</i>	119	1,756303	3,319093	0	27
<i>nKPI_Corr_Disc</i>	119	0,9831933	1,501317	0	10
<i>n. ammin. indep.</i>	119	4,840336	2,074801	1	13
<i>n. ammin. ind. da minor.</i>	119	1,084034	1,4705	0	8
<i>BoInd</i>	119	0,4893528	0,164612	0,1538462	0,8888889
<i>BoIndMin</i>	119	0,1065488	0,1367396	0	0,5714286
<i>BoSize</i>	119	9,882353	2,446639	5	17
<i>BoExec</i>	119	0,2626387	0,1454495	0,0666667	0,7142857
<i>BoMeetings</i>	119	9,588235	4,514406	2	29
<i>RoleDual</i>	119	0,2605042	0,4407656	0	1
<i>Big4dum</i>	119	0,9327731	0,2514734	0	1
<i>Multidir</i>	119	5,705882	3,090041	0	13
<i>FinDisc</i>	119	12,7563	3,422177	4	23
<i>Size</i>	119	13,89938	1,625785	11,03492	18,86306
<i>Lev</i>	119	0,1794182	0,1421403	0	0,6188938

<i>TobinQ</i>	119	0,7193755	0,7766337	0,02	3,62
<i>SustSensSect</i>	119	0,1932773	0,3965382	0	1

La variabile *nKPI_Sust_Disc* rappresenta una misura dell'informativa in materia di sostenibilità rilasciata dall'azienda. Il valore della variabile è definito come somma del numero di indicatori attinenti all'ambiente, alla sfera sociale e al personale, ai diritti umani ed alla corruzione comunicati all'esterno dall'impresa. Il valore medio è pari a 30,99 e i valori massimo e minimo sono rispettivamente di 9 e 87.

Questi dati indicano che mediamente le società incluse nel campione hanno divulgato 31 indicatori. Un valore minimo ed un valore massimo così distanti fra loro e una deviazione standard pari a 15,02 sono indicativi del fatto che vi è ancora tanta varietà di comportamenti da parte delle imprese in merito all'informativa sulla sostenibilità, con situazioni migliori, in cui qualche impresa arriva a divulgare fino a 87 indicatori, che si alternano a situazioni, come quella espressa dal valore minimo, in cui le imprese comunicano solo 9 indicatori. Livelli così bassi di comunicazione sono indicativi probabilmente del fatto che l'informativa sulla sostenibilità è ancora considerata da molte imprese come un mero adempimento normativo. Non se ne percepisce cioè il ruolo strategico che può giocare nella comunicazione con gli stakeholder e nei relativi processi di governance.

Considerando le tipologie di informazioni divulgate su ciascuna delle quattro categorie di KPI (*nKPI_AmbientDisc*, *nKPI_Soc&PersDisc*, *nKPI_DirUmDisc* e *nKPI_CorruzDisc*), le statistiche descrittive mostrano che, in particolare, le società divulgano informazioni relative agli impatti ambientali e agli aspetti sociali e relativi alla gestione del personale, mentre è molto più contenuta l'informativa relativa alla corruzione ed al rispetto dei diritti umani. Il numero medio delle prime due tipologie di indicatori è, infatti, pari rispettivamente a 11,89 e 16,35, contro valori di 1,75 e 0,98 per gli indicatori relativi al rispetto dei diritti umani e alla corruzione. Prevale, dunque, la comunicazione relativa all'impatto dell'attività aziendale sull'ambiente, sulla salute e sulla sicurezza, ossia l'informativa relativa all'impiego delle risorse energetiche e idriche, alle emissioni in atmosfera di gas a effetto serra e inquinanti o ad altri fattori di rischio sia ambientale che sanitario, nonché informazioni relative agli aspetti sociali e alla gestione del personale, con le azioni tese a garantire la parità di genere e l'attuazione delle convenzioni internazionali in materia. Sono invece poco presenti informazioni relative alle modalità di attuazione del dialogo tra le parti sociali e al rispetto dei diritti umani, nonché quelle attinenti agli strumenti adottati per la lotta alla corruzione, sia attiva che passiva.

Per quanto riguarda gli attributi di governance, i dati mostrano che la dimensione dei board (*BoSize*) è mediamente pari a 9,88 e i valori minimo e massimo sono pari a 5 e 17.

L'indipendenza del consiglio di amministrazione varia ampiamente nel campione, dallo 0 al 57,14%, la media è invece del 10,65%. Tale valore medio è relativamente basso e mette in evidenza come la proporzione di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze sia particolarmente contenuta nelle imprese del campione.

Il numero medio di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze, come si può vedere dalla tabella precedente, è pari a 1,08, laddove il valore minimo e massimo sono pari a 0 e 8 rispettivamente. Ciò significa che l'indipendenza del consiglio di amministrazione, misurata ponendo al numeratore del rapporto gli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze, è particolarmente bassa. Il valore medio della *board independence* sale a 48,93% se si considerano tutti gli amministratori indipendenti. Il valore minimo e massimo sono in questo caso pari a 15,38% e 88,8%. La *board independence* calcolata considerando tutti gli indipendenti è, dunque, sensibilmente più elevata. I valori assoluti del numero di amministratori indipendenti sono, infatti, i seguenti: media pari a 4,84 amministratori indipendenti, valore massimo pari a 13 e valore minimo pari a 1 amministratore indipendente.

I dati appena esposti indicano che le minoranze sono poco rappresentate nei Cda e ciò sembra essere in linea con le strutture proprietarie particolarmente concentrate delle imprese italiane, dove spesso i membri del Cda sono rappresentanti degli shareholder dominanti.

Il valore medio di *BoExec* che misura la proporzione dei membri esecutivi del consiglio è del 26,2%. In media, nel 26,05% delle società vi è una coincidenza tra il CEO e il presidente del consiglio di amministrazione (*RoleDual*). Il numero medio di riunioni del consiglio è di 9,58 all'anno, il valore minimo è 2 e il massimo è 29. Una società di revisione Big4 è presente nel 93,27% delle società del campione. La variabile *Multidir* ha un valore medio pari a 5,7 e valori minimo e massimo pari a 0 e 13. Il numero totale, per ogni azienda, degli amministratori che hanno incarichi in altre società è dunque mediamente quasi pari a 6. Considerando che mediamente un Cda delle imprese del campione è composto da 10 (9,88) amministratori, tale dato è indicativo di un discreto livello di impegno degli amministratori nei Cda di altre società.

La variabile *FinDisc* ha un valore medio pari a 12,75, e un minimo e un massimo pari a 4 e 23. Per quanto riguarda le variabili di controllo relative alla dimensione, al leverage ed al Tobin's Q dell'azienda, i dati mostrano che il valore medio della variabile utilizzata per misurare la dimensione

dell'azienda, ossia il logaritmo naturale del totale attivo, è pari a 13,89; il valore medio del leverage è 0,179; il valore medio dell'indicatore di performance Q di Tobin è 0,719.

Prima di eseguire l'analisi di regressione, si è provveduto ad operare l'analisi delle correlazioni tra le variabili del modello. La tabella seguente fornisce i risultati di tale analisi.

La variabile *nKPI_SustDisc* mostra correlazioni positive e significative con la misura di indipendenza del consiglio (*BoIndMin*), con la variabile dummy relativa alla presenza di una *big four* come revisore (*Big4dum*), con la dimensione dell'impresa (*Size*) e con il livello di indebitamento (*Lev*). La correlazione è invece negativa e significativa con la percentuale di amministratori esecutivi nel consiglio (*BoExec*), con la dummy relativa alla *role duality* (*RoleDual*) e con l'indicatore di performance *TobinQ*. Le correlazioni non sono significative con la dimensione del consiglio (*BoSize*), il numero di riunioni (*BoMeetings*), la multi directorship (*Multidir*), il livello di comunicazione di natura finanziaria (*FinDisc*) ed il settore (*SustSensSect*).

Inoltre, i risultati mostrano una correlazione significativa e negativa dell'indipendenza del board con la *role duality* e con la *board executive*, nonché una correlazione positiva e significativa fra indipendenza del board, *Size* e *SustSensSect*.

Tabella 8 – Matrice di correlazione

	<i>nKPI SustDisc</i>	<i>nKPI Ambient Disc</i>	<i>nKPI Soc&Pers Disc</i>	<i>nKPI DirUm Disc</i>	<i>nKPI Corr Disc</i>	<i>BoInd Min</i>	<i>Bo Size</i>	<i>Bo Exec</i>	<i>Bo Meetings</i>	<i>Role Dual</i>	<i>Big4 dum</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Tobin Q</i>	<i>Fin Disc</i>	<i>Sust Sens Sect</i>	<i>Multi dir</i>
<i>nKPI SustDisc</i>	1																
<i>nKPI_AmbientDisc</i>	0,8037*	1															
<i>nKPI_Soc&PersDisc</i>	0,8310*	0,4212*	1														
<i>nKPI_DirUmDisc</i>	0,5749*	0,2651*	0,3705*	1													
<i>nKPI_CorrDisc</i>	0,3922*	0,1482	0,2945*	0,3070*	1												
<i>BoIndMin</i>	0,3493*	0,105	0,3179*	0,4614*	0,3356*	1											
<i>BoSize</i>	0,1298	0,0464	0,2070*	0,0559	-0,1044	0,0937	1										
<i>BoExec</i>	-0,2183*	-0,1772	-0,1585	-0,1136	-0,2179*	-0,1992*	-0,2111*	1									
<i>BoMeetings</i>	0,1003	0,0686	0,1068	0,0074	0,0953	0,1003	-0,0374	-0,2227*	1								
<i>RoleDual</i>	-0,2428*	-0,0958	-0,2731*	-0,1474	-0,2367*	-0,2144*	-0,2228*	0,1981*	-0,099	1							
<i>Big4dum</i>	0,1883*	0,2513*	0,0619	0,0817	0,0868	0,042	0,2074*	-0,2253*	-0,1814*	-0,07	1						
<i>Size</i>	0,3182*	0,2298*	0,2409*	0,2402*	0,2507*	0,4527*	0,3699*	-0,4003*	0,0554	-0,2864*	0,1903*	1					
<i>Lev</i>	0,2001*	0,1991*	0,1135	0,1879*	-0,0165	0,1369	0,2123*	-0,1891*	0,1211	-0,0644	0,0228	0,3717*	1				
<i>TobinQ</i>	-0,1948*	-0,2533*	-0,1148	0,0365	-0,1372	-0,0529	0,1249	0,1496	-0,2223*	0,1157	0,0912	-0,0174	-0,1767	1			
<i>FinDisc</i>	0,067	0,1517	0,0396	-0,1224	-0,0453	0,02	0,0684	-0,0662	0,0203	-0,0137	0,2073*	0,3466*	-0,0069	-0,0297	1		
<i>SustSensSect</i>	0,0998	0,0995	-0,0145	0,1262	0,2760*	0,2643*	-0,0375	-0,2129*	0,2153*	-0,0966	-0,0386	0,3038*	0,0921	-0,0488	0,0787	1	
<i>Multidir</i>	0,0279	0,0037	0,0741	-0,0178	-0,0723	-0,0471	0,5682*	-0,3011*	-0,075	-0,1673	0,0725	0,2253*	0,083	0,2002*	0,014	-0,057	1

legend: * p<0,05

3.5.2. L'analisi di regressione

I dati delle tabelle seguenti mostrano i risultati delle analisi di regressione svolte. In particolare, la tabella seguente mostra i risultati della regressione relativa all'effetto delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente rappresentata dalla disclosure complessiva in materia di sostenibilità.

L'R quadro è pari al 23,3%, è in linea con quello degli studi sul tema e conferma un buon potere esplicativo della regressione.

Tabella 9 – Regressioni (I)

<i>Variabile dipendente</i>	<i>Disclosure sulla Sostenibilità (nKPI_Sust-Disc)</i>
Variable	Direct Effects
BoIndMin	27,130074**
BoSize	0,02993135
RoleDual	-3,9615534
Big4dum	9,8851756*
Multidir	0,00004467
SustSensSect	-1,226982
BoExec	-2,3137997
BoMeetings	0,15326671
Size	1,0396814
Lev	8,1958626
TobinQ	-3,033505*
FinDisc	-0,07508851
Constant	6,2102011
N	119
Prob > F	0,0034
r2	0,23321339

legend: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Dalla tabella si evince che i risultati della regressione confermano la nostra ipotesi H1, mostrando una relazione positiva e significativa tra l'indipendenza del consiglio d'amministrazione e la qualità dell'informativa non-finanziaria in materia di sostenibilità. Più specificamente, il coefficiente di *BoIndMin* risulta essere positivo e statisticamente significativo al livello del 5%. Ciò è coerente con l'ipotesi che le società che presentano un consiglio di amministrazione con un maggiore proporzione di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze tendono a divulgare informazioni non-finanziarie sulla sostenibilità in misura maggiore. Pertanto, più alta è la percentuale di amministratori indipendenti presenti nel consiglio di amministrazione, maggiore è la quantità dell'informativa non-finanziaria e la trasparenza in materia di sostenibilità. Ciò significa che l'asimmetria informativa tra azionisti e stakeholder diminuisce all'aumentare della percentuale di amministratori indipendenti espressione delle minoranze. Questo accade poiché gli amministratori indipendenti non solo contribuiscono a garantire che la società agisca nel migliore interesse di tutti i suoi azionisti, riducendo i conflitti d'agenzia fra shareholder di maggioranza e di minoranza, ma possono anche contribuire a ridurre i conflitti di interesse tra azionisti e altri stakeholder (de Andres & Vallelado, 2008). In altre parole, coerentemente con quanto affermato dalla letteratura (Chen & Jaggi, 2000; Cheng & Courtenay, 2006; Prado-Lorenzo,

Gallego-Alvarez e García-Sánchez, 2009; Amran, Pink e Devi, 2014), l'indipendenza del consiglio di amministrazione si dimostra essere un buon meccanismo di governo societario che stimola la disclosure sulla sostenibilità.

Il risultato può essere letto anche alla luce della *resources dependancy theory*, secondo cui gli amministratori indipendenti, stabilendo collegamenti esterni con gli stakeholder da cui attingono risorse vitali per l'impresa (Certo et al. 2001), aumentano l'obiettività del consiglio di amministrazione e la sua capacità di rappresentare molteplici punti di vista in merito al ruolo dell'impresa nell'ambiente e tra le parti interessate (Haniffa e Cooke 2005) e potrebbero perciò anche essere più inclini a rispettare gli standard ambientali, per evitare sanzioni, ma anche per non avere un'esposizione negativa ai media che genererebbe una conseguente perdita di reputazione (Johnson and Greening, 1999). Conseguentemente, i consigli di amministrazione caratterizzati da più elevati livelli di indipendenza possono essere un migliore stimolo per le aziende alla disclosure in materia ambientale e sociale.

Il risultato evidenziato in merito all'indipendenza dei board è in linea con i risultati di Amran, Pink e Devi (2014), i quali hanno affermato che una maggiore indipendenza del consiglio incoraggia l'azienda ad assumere un livello più elevato di accountability e trasparenza, agevolando livelli più elevati di disclosure in materia di sostenibilità. E' in linea, inoltre, con i risultati di vari altri studi che hanno dimostrato come la disclosure delle informazioni sulla CSR possa essere influenzata dalla composizione dei consigli di amministrazione in termini di numero di amministratori indipendenti (Hertz, Brown e

Scott, 2012; Michelon & Parbonetti, 2010; Amran et al., 2014; García - Sánchez, Cuadrado - Ballesteros e Sepulveda, 2014; Sundarasan, Je - Yen e Ranganam, 2016; García - Sánchez & Martínez- Ferrero, 2017; Barako & Brown, 2008; Khan, 2010; Khan et al., 2013; Kilic et al., 2015; Lone & Khan, 2016; Rao et al., 2012).

Dalla tabella precedente si evince, inoltre, come risulti confermata l'ipotesi H5 relativa al ruolo della società di revisione. Il coefficiente della variabile *Big4dum* è, infatti positivo e significativo al 10% e mette in evidenza che le imprese che hanno una *big four* quale società di revisione hanno un livello di disclosure in materia di sostenibilità più elevato. Tale risultato può essere letto alla luce del ruolo che è affidato alle società di revisione in materia di dichiarazione non finanziaria. Su tali dichiarazioni sono previste, infatti, specifiche forme di controllo del collegio sindacale e della società di revisione. Il collegio deve monitorare l'osservanza delle disposizioni del decreto e ne riferisce nella relazione annuale all'assemblea. Il revisore legale del bilancio, invece, deve verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria ed attestare la conformità delle informazioni fornite alle norme di riferimento e agli standard di rendicontazione impiegati. Il prestigio, la reputazione e l'immagine che le società appartenenti al gruppo delle *Big four* hanno costruito negli anni nel mercato impone loro di operare in maniera inappuntabile, per evitare perdite di credibilità e danni d'immagine, per cui tali aziende nell'esercitare il loro ruolo potrebbero influenzare in modo rilevante le società controllate verso la disclosure sulla sostenibilità. Ne discende, che quando

un'impresa ha una società *big four* quale revisore possa essere più sensibile ad interpretare adeguatamente il dettato normativo in materia di disclosure non finanziaria e fornisca un livello di informativa maggiore.

I risultati della prima regressioni non consentono di confermare, invece, le ipotesi H2, H3, H4 e H6, relative rispettivamente alla *role duality*, alla dimensione del Cda, alla *multidirectorship* e al settore.

Tra le variabili di controllo solo il *TobinQ* risulta avere una relazione negativa e statisticamente significativa col livello di disclosure.

Come sottolineato nelle pagine precedenti, oltre a testare gli effetti delle variabili indipendenti sul livello complessivo di informativa in materia di sostenibilità fornita ai sensi del d.lgs. 254/2016, attraverso ulteriori analisi di regressione sono stati indagati gli effetti dei diversi attributi della governance su distinti livelli di informativa riferiti specificamente alle questioni ambientali, alle questioni sociali e del personale, al rispetto dei diritti umani ed alla corruzione. Le ipotesi esplicitate sopra, cioè, sono state indagate anche sostituendo la variabile dipendente che misura la disclosure complessiva con quattro distinte variabili dipendenti, che misurano rispettivamente il livello di disclosure in materia ambientale, sociale e del personale, di rispetto dei diritti umani e di corruzione attiva e passiva.

La tabella seguente (n. 10) illustra i risultati di due regressioni. Nella prima la variabile dipendente è la disclosure in materia di ambiente, nella seconda la variabile dipendente è la disclosure in materia di sociale e personale.

La regressione numero 2 è relativa all'effetto diretto delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente che misura la disclosure in materia ambientale, la regressione numero 3, invece, è relativa all'effetto delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente che misura la disclosure in materia sociale e di personale.

Dalla regressione numero 2 si evince che con riferimento all'informativa sull'ambiente, solo l'ipotesi H5, relativa al ruolo della società di revisione *Big four*, risulta confermata. Il coefficiente della variabile *Big4dum* è, infatti positivo e significativo al 1% e mette in evidenza che le imprese che hanno una *big four* quale società di revisione hanno un livello di disclosure in materia di sostenibilità ambientale più elevato.

La regressione numero 3, relativa all'effetto delle variabili indipendenti sulla disclosure in materia sociale e del personale mette in evidenza che l'ipotesi H1 risulta confermata con riferimento a questo tipo di informativa. Il coefficiente della variabile *BoIndMin* è, infatti, positivo e significativo al 5%, il che significa che le aziende caratterizzate da una maggiore proporzione di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze nei board presentano livelli più elevati di disclosure relativamente agli aspetti sociali e alla gestione del personale. Risulta confermata anche l'ipotesi H2, relativa alla *role duality*. Il coefficiente della variabile *Roledual* è, infatti, negativo e significativo al 10%, il che indica che quando uno stesso soggetto ricopre il ruolo di presidente del Cda e amministratore delegato l'informativa relativa agli aspetti sociali e al personale risulta compromessa. Il risultato conferma le affermazioni

degli studiosi che ritengono che la dualità del CEO limiti l'indipendenza del consiglio di amministrazione, compromettendo il sistema di controlli e riducendo così l'accountability dell'impresa (Fama e Jensen, 1983; Roberts et al., 2005).

Tabella 10 – Regressioni (II)

<i>Variabile dipendente</i>	Disclosure su Ambiente (nKPI_Ambient- Disc)	Disclosure su Sociale e Personale (nKPI_Soc&PersDisc)
	Regressione 2	Regressione 3
Variables	Direct Effect Ambiente	Direct Effect Soc&Pers
BoIndMin	0,35417193	14,600561**
	0,06	2,58
CompSocInfl		
BoIndMin * CompSocInfl		
BoSize	-0,22098729	0,43958148
	-0,6	1,24
RoleDual	-0,16932985	-2,8532267*
	-0,1	-1,77
Big4dum	7,9665523***	0,24555486
	2,64	0,08
Size	0,55849694	0,19542629
	0,88	0,32
Lev	6,0638394	0,36965794
	1,12	0,07
TobinQ	-2,4482134**	-0,75659598
	-2,54	-0,82
FinDisc	0,11892582	0,02465874
	0,53	0,11
SustSensSect	0,7717005	-2,5989163
	0,41	-1,42
Multidir	0,10543208	-0,07346555
	0,36	-0,26
BoExec	0,24033483	-1,687749
	0,04	-0,3
BoMeetings	0,05462984	0,11620996
	0,33	0,72
constant	-3,2858302	8,6650129
	-0,38	1,03
N	119	119
Prob > F	0,0285	0,0221
r2	0,18667934	0,19275019

legend: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

La tabella 11 mostra i risultati di altre due regressioni. Nella prima la variabile dipendente è la disclosure in materia di rispetto dei diritti umani, nella seconda la variabile dipendente è la disclosure in materia di corruzione.

La regressione numero 4, relativa all'effetto delle variabili indipendenti sulla disclosure in materia di diritti umani, mette in evidenza che l'ipotesi H1 risulta confermata anche con riferimento a questo tipo di informativa. Il coefficiente della variabile *BoIndMin* è, infatti, positivo e significativo al 1%, il che significa che le aziende caratterizzate da board con una maggiore proporzione di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze presentano livelli più elevati di disclosure relativamente al rispetto dei diritti umani. Anche con riferimento a questa tipologia di informativa, dunque, la presenza di amministratori indipendenti si dimostra essere un buon meccanismo di governance. E' interessante notare come nella regressione numero 4 il coefficiente della variabile di controllo *FinDisc* sia negativo e significativo, evidenziando come la comunicazione finanziaria e quella non finanziaria relativa al rispetto dei diritti umani si muovano in senso inverso, contrariamente a quanto si sarebbe potuto immaginare.

La regressione numero 5 è relativa all'effetto delle variabili indipendenti sulla disclosure in materia di corruzione. La stessa evidenza che l'ipotesi H1 risulta confermata anche con riferimento a questo tipo di informativa. Il coefficiente della variabile *BoIndMin* è, infatti, positivo e significativo al 10%, il che significa che le aziende caratterizzate da board con una maggiore percen-

tuale di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze presentano livelli più elevati di disclosure in materia di corruzione. La presenza di amministratori indipendenti, dunque, dimostra ancora di essere un buon meccanismo di governance anche con riferimento all'informativa sulla corruzione. La regressione numero 5 non conferma l'ipotesi H3, secondo cui esiste una relazione positiva tra dimensione del consiglio di amministrazione e livello della comunicazione in materia di corruzione.

Tabella 11 – Regressioni (III)

<i>Variabile dipendente</i>	Disclosure su Rispetto dei Diritti Umani(nKPI_DirUmDisc)	Disclosure su Corruzione (nKPI_Corr- Disc)
	Regressione 4	Regressione 5
Variables	Direct Effect DirUman	Direct Effect Corruz
BoIndMin	10,128132***	2,0472086*
	4,26	1,9
BoSize	-0,0596137	-0,12904914*
	-0,4	-1,91
BoExec	-0,06060627	-0,80577924
	-0,03	-0,76
BoMeetings	-0,02111663	0,00354353
	-0,31	0,12
RoleDual	-0,43987234	-0,49912446
	-0,65	-1,62
Big4dum	1,038215	0,63485347
	0,85	1,15
Size	0,09460032	0,19115788
	0,37	1,64
Lev	3,1706764	-1,4083112
	1,44	-1,41
TobinQ	0,35702201	-0,18571757
	0,91	-1,05
FinDisc	-1,15239612*	-0,06627694
	-1,67	-1,6
SustSensSect	0,04689106	0,55334273
	0,06	1,59
Multidir	-0,0295539	-0,00236796
	-0,25	-0,04
constant	0,59382791	0,23719044
	0,17	0,15
N	119	119
Prob > F	0,0006	0,0008
r2	0,26532781	0,26127766

legend: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

Conclusioni

L'obiettivo che lo studio si è posto è quello di verificare se e come alcune caratteristiche dei consigli d'amministrazione, in particolare il livello di indipendenza, influenzino la disclosure aziendale in materia di sostenibilità delle società italiane quotate. Tale informativa diviene obbligatoria in conseguenza della recente introduzione del Decreto Legislativo del 30 dicembre 2016 n. 254 che, recependo la Direttiva 2014/95/UE, rende appunto cogente la diffusione delle informazioni di carattere non finanziario da parte di alcune imprese e gruppi di grandi dimensioni, ossia la disclosure in materia di impatti dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, sui diritti umani e sul personale, nonché sul livello di corruzione. La ricerca si è inoltre posta l'obiettivo di verificare l'efficacia di altre caratteristiche dei consigli d'amministrazione quali determinanti della disclosure sulla sostenibilità, fra cui per esempio la *role duality*, la dimensione dei board, la *multidirectorship*, nonché il ruolo della società di revisione e quello del settore in cui l'impresa opera.

Il campione analizzato è costituito dalle società non-finanziarie italiane quotate alla borsa valori alla data del 31 dicembre 2017. Si è scelto il contesto italiano per testare empiricamente le ipotesi di ricerca al fine di verificare se l'elevato livello di concentrazione proprietaria che caratterizza le imprese che operano nel nostro Paese possa compromettere l'efficacia dei meccanismi di

governance indagati. Diverse ricerche empiriche, infatti, hanno messo in evidenza come l'indipendenza dei board, il principale dei meccanismi di governance, divenga un meccanismo meno efficace nel contenimento delle asimmetrie informative e dei problemi di agenzia in contesti caratterizzati dalla presenza di grandi shareholder (Brunello et al., 2000; Connelly et al., 2010).

La comunicazione aziendale svolge un'importante funzione di governance come ampiamente sottolineato in letteratura (Bushman & Smith, 2001), poiché contribuisce a ridurre le asimmetrie informative, la discrezionalità dei manager ed i conseguenti problemi di agenzia che si creano tra i soggetti che partecipano alla creazione del valore aziendale. Tale comunicazione può svolgere una funzione di disciplina del management nella selezione dei progetti d'investimento e sui comportamenti opportunistici, fornendo al consiglio di amministrazione importanti informazioni per esercitare la sua funzione di monitoraggio (Bushman & Smith, 2001). Inoltre, l'informativa aziendale può supportare la funzione di monitoraggio esercitata dai mercati azionari, aumentandone l'efficienza e riducendo l'incertezza (Scharfstein, 1988; Stein, 1988). In fine, l'informazione, soprattutto quella finanziaria, è probabilmente un prerequisito per l'esistenza di un mercato finanziario efficiente in quanto consente di ridurre la selezione avversa e il rischio di liquidità grazie alla riduzione delle informazioni private nelle negoziazioni, al maggiore afflusso di risorse che ne deriva e al conseguente abbattimento del rischio di liquidità. Tali considerazioni, specificamente relative alla comunicazione di carattere

finanziario possono valere oggi, con i dovuti aggiustamenti, anche per l'informativa non finanziaria.

In effetti, la comunicazione di natura non finanziaria gioca oggi un ruolo di grande rilievo per via della maggiore attenzione di tutti gli stakeholder per le questioni di natura non strettamente finanziaria e per la Corporate Social Responsibility, come l'impatto dell'operato aziendale sull'ambiente e sugli stakeholder, i riflessi delle attività aziendali in merito al rispetto dei diritti umani e del personale o il livello di corruzione.

In funzione di tale maggiore attenzione, la comunicazione non finanziaria acquisisce anche un ruolo strategico per sviluppare e mantenere relazioni soddisfacenti e di successo con i gruppi di stakeholder, in particolare quelli che apportano le risorse chiave per il successo aziendale, per rispondere alle loro aspettative e alle loro pressioni, aumentando la trasparenza e la credibilità delle attività aziendali e garantendo così la legittimazione e quindi lo sviluppo di una solida reputazione e di conseguenza un accesso più agevole, e "riservato", alle risorse critiche.

Diverse ricerche empiriche hanno messo in evidenza come il livello e la qualità della disclosure aziendale sia legata a determinate caratteristiche degli organi di governance e, in particolare, del consiglio di amministrazione. Quest'ultimo, infatti, rappresenta il più importante meccanismo di governo progettato per il contenimento dei comportamenti opportunistici e per la risoluzione dei conflitti di agenzia.

In maniera piuttosto unanime, gran parte di queste ricerche ha evidenziato il ruolo della indipendenza dei consigli quale importante determinante della disclosure aziendale e più in generale come meccanismo efficace di contenimento dei problemi di agenzia, sebbene esistano anche dei risultati contrastanti che mettono in evidenza come gli amministratori indipendenti possano non svolgere efficacemente il loro ruolo di monitoraggio a causa della mancanza di incentivi alle sorti aziendali (Yermak, 1996) o al fatto che gli amministratori indipendenti non sono realmente tali ma espressione degli azionisti dominanti (Li & Qi, 2008; Connelly et al., 2010). Una situazione di questo tipo potrebbe essere agevolmente riscontrabile in contesti come quello italiano, caratterizzati da elevati livelli di concentrazione proprietaria.

La presenza di risultati non convergenti in merito alla relazione fra indipendenza dei board e disclosure è probabilmente una delle ragioni che ha ispirato la prosecuzione degli studi su questo tema, sia con riferimento alla disclosure finanziaria, sia, più recentemente, relativamente a quella di carattere non finanziario. Da queste considerazioni deriva l'obiettivo di questo studio.

La ricerca empirica svolta ha consentito di confermare che esiste una relazione positiva tra indipendenza dei board e disclosure sulla sostenibilità. In particolare, l'indipendenza è stata misurata come rapporto fra il numero di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze ed il numero totale di amministratori che compongono il board. Si è scelto di considerare il numero di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze poiché tale misura

può rappresentare una *proxy* migliore dell'indipendenza dei board. Tali amministratori, infatti, sono espressione più diretta degli stakeholder esterni, hanno meno legami con le coalizioni di comando e, perciò, potrebbero esercitare meglio la loro funzione di governance e di monitoraggio. Ciò è particolarmente vero in contesti come quello italiano, nel quale l'elevata concentrazione di potere nelle mani degli azionisti dominanti potrebbe "svuotare" e rendere inefficace la funzione degli amministratori indipendenti.

Alla luce di queste considerazioni, i risultati della ricerca potrebbero essere interpretati considerando che maggiore è la proporzione di amministratori indipendenti nominati dalle minoranze nel Cda, maggiore è il livello dell'informativa non finanziaria sulla sostenibilità veicolata verso l'esterno. Di conseguenza, sia il consiglio di amministrazione che i mercati azionari possono esercitare meglio le loro funzioni di monitoraggio e governance e, inoltre, l'azienda può rafforzare le relazioni con gli stakeholder chiave esterni che apportano risorse critiche per il successo aziendale.

Inoltre, la ricerca ha evidenziato che la *role duality*, la dimensione del board e la *multi-directorship* non sono legati da relazioni significative con il livello della disclosure. Stesso dicasi per il settore di appartenenza dell'impresa. Viceversa, la presenza di una società di revisione appartenente al gruppo delle *big-four* è legata da una relazione positiva e significativa con il livello di disclosure.

Sostituendo la variabile dipendente che misura il livello di disclosure com-

plexiva con le quattro variabili disaggregate relative alla comunicazione ambientale, sociale, sui diritti umani e sulla corruzione, l'analisi ha dimostrato l'esistenza di una relazione positiva e significativa solo fra l'indipendenza dei board e la comunicazione sociale, quella sui diritti umani e quella sulla corruzione. In altri termini, l'indipendenza dei board non è legata alla comunicazione ambientale. Tale risultato può essere interpretato nel senso che gli amministratori indipendenti esercitano una funzione di stimolo efficace alla disclosure sulla sostenibilità in materia sociale, in materia di diritti umani ed in materia di corruzione, ma non in materia ambientale. Le tematiche relative all'impatto dell'attività aziendale sull'ambiente, dunque, sembrano rivestire un ruolo meno importante rispetto alle altre analizzate.

Questo studio contribuisce alla letteratura accademica in due modi. In primo luogo, i risultati illustrati nelle pagine precedenti provano ad offrire un modesto contributo in merito alla identificazione delle determinanti della disclosure sulla sostenibilità, evidenziando come disclosure ed indipendenza dei board agiscano come meccanismi di governance complementari nell'azione di contrasto ai problemi di agenzia in un contesto come quello italiano caratterizzato da elevati livelli di concentrazione proprietaria.

In secondo luogo, lo studio ha evidenziato che l'indipendenza dei board può essere considerata un buon meccanismo di governance e di stimolo efficace alla disclosure sulla sostenibilità quando è misurata con riferimento agli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze, sottolineando il ruolo

fondamentale che tali soggetti svolgono rispetto agli altri amministratori indipendenti.

Da questi risultati derivano anche importanti implicazioni per il legislatore, per le imprese e per gli operatori del settore. La tipica riluttanza delle società caratterizzate da elevata concentrazione proprietaria verso la disclosure, dovuta al fatto che i grandi azionisti hanno canali privati per poter accedere alle informazioni di cui hanno bisogno e non esercitano dunque pressioni affinché le aziende divulgino elevati livelli di informazione, può essere superata rafforzando il ruolo degli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze e la loro presenza nei Cda.

Queste considerazioni possono essere utili al legislatore e agli organi di regolamentazione nel definire i ruoli e le funzioni degli amministratori indipendenti, ma anche alle società, ai loro dirigenti e ai proprietari nella definizione delle strategie di comunicazione con i mercati e in generale con gli stakeholder.

Ovviamente i risultati vanno letti alla luce della contenuta dimensione campionaria analizzata, quindi senza pretese di generalizzabilità. In altri termini, l'effetto positivo della indipendenza dei board sul livello di disclosure aziendale in materia di sostenibilità può essere considerato valido solo con riferimento al campione di aziende italiane analizzate. La limitata dimensione del campione e l'aver analizzato solo la disclosure dell'anno 2017 rappresenta, infatti, uno dei limiti più importanti di questo studio. Per poter superare

tale limite, in futuro si provvederà ad incrementare la dimensione del campione, magari estendendo l'analisi anche alle società quotate di altri Paesi europei e ad anni diversi dal 2017.

Un ulteriore prospettiva di ricerca potrebbe essere quella di estendere l'analisi anche alle società non quotate e magari verificare se esistono differenze con riferimento alla relazione indagata fra società quotate e non quotate.

Bibliografia

- Aggarwal R. & Aung Kyam N. (2009), "International variations in transparency and capital structure: evidence from European firms", *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 20: 1.
- Airoldi G. (1995), "Modelli di capitalismo e modelli d'impresa: schemi per l'analisi comparata", in Airoldi G, Amatori F., Invernizzi G. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, ed. Egea, Milano
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (1994), *Economia aziendale*, ed. Il Mulino, Bologna.
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- Airoldi G., Forestieri G. (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ed. Etas, Milano
- Airoldi G., Forestieri G. (a cura di) (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano.
- Aitken, M., Hooper, C. and Pickering, J. (1997), "Determinants of voluntary disclosure of segment information: a re-examination of the role of diversification strategy", *Accounting and Finance*, Vol. 37, No. 1, pp. 89-109.
- Akhtaruddin M., Hossain M. A., Hossain M., Yao L. (2009)," Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms", in *Journal of Applied Management Accounting Research* 7(1).
- Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- Allini, A., Giner, B., & Caldarelli, A. (2018), "Opening the black box of accounting for greenhouse gas emissions: The different views of institutional bodies and firms", *Journal of Cleaner Production*, 172, 2195-2205.
- Alsaeed, K. (2006), "The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 5, pp. 476-496.
- Alvino F. (1999a), "La qualità della comunicazione economica tra divergenza d'interessi ed asimmetrie informative", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5/6.
- Amaduzzi A. (1973), "Il sistema informativo aziendale nei suoi caratteri fondamentali", in *Rivista italiana di ragioneria e o economia aziendale*, n. 1.
- Amran A., S. H. Pink and S. Devi, 2014, "The influence of governance structure and strategic corporate social responsibility toward sustainability reporting quality". *Business Strategy and Environment*, 23: 217 -235.
- Armstrong C.S., Guay W.R. & Weber J.P. (2010), "The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50.
- Baiman S. & Verrecchia RE (1996), "The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading", *Journal of accounting research*, vol. 34, issue 1, 1-22.
- Barako, D. G. and A. M. Brown, 2008, "Corporate social reporting and board representation: Evidence from the Kenyan banking sector". *Journal of Management and Governance*, 12: 309 -324.

- Barney J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Bell R.G., Filatotchev I., Aguilera R.V. (2012), "Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective", *Academy of Management Journal*, 57 (1), 301-320.
- Brammer, S. and S. Pavelin, 2004, "Voluntary social disclosure by large UK companies". *Business Ethics: A European Review*, 13: 86 –99
- Brammer, S. and Pavelin, S. (2006), "Voluntary environmental disclosures by large UK companies", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 7/8, pp. 1168-1188.
- Branco M.C. & Rodrigues L.L. (2006), "Communication of Corporate Social Responsibility by Portuguese Banks: A Legitimacy Theory Perspective", *Corporate Communications An International Journal* 11(3):232-248.
- Brown L.D. & Caylor M.L. (2004), The Correlation Between Corporate Governance and Company Performance, *Research study ISS*.
- Brown, P., Preiato, J., & Tarca, A. (2014), "Measuring Country Differences in Enforcement of Accounting Standards: An Audit and Enforcement Proxy", *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1–2), 1–52.
- Bueno G., Marcon B. R., Pruner da Silva A. L., Ribeirete F. (2018), "The Role of the Board in Voluntary Disclosure", *Corporate Governance International Journal of Business in Society*.
- Bushman R., Smith A. (2001), *Financial Accounting Information e Corporate Governance*, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 32, Issues 1–3, 237-333.
- Cabeza-García, Fernández-Gago, Nieto (2018), "Do Board Gender Diversity and Director Typology Impact CSR Reporting", *European Management Review*, Vol. 15, 559–575.
- Caldarelli, A., & Fiondella, C. (2010), "La disclosure integrativa e suppletiva nel financial reporting", in AA.VV. *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino
- Caldarelli, A., Allini, A., & Spanò, R. (2014), "Il bilancio sociale nelle università tra compliance formale e disclosure sostanziale. Un'analisi empirica nel contesto italiano", *Azienda Pubblica*, 3, 243-259.
- Caldarelli, A., Allini, A., & Spanò, R. (2016), "La rendicontazione sociale come strumento di legittimazione. Un focus sugli atenei italiani "virtuosi", in Mio, C. (Ed.). (2016) "La rendicontazione sociale negli atenei italiani. Valori, modelli, misurazioni: Valori, modelli, misurazioni", FrancoAngeli.
- Caldarelli, A., Fiondella, C., Maffei, M., Spano, R., Zagaria, C., & Broadbent, J. (2011). *Environmental Accountability*.
- Caldarelli, A., Fiondella, C., Maffei, M., Spano, R., Zagaria, C., (2011), "The Common Good and Economia Aziendale theory: insights for corporate social responsibility from the Italian perspective", in *Journal of the Asia-Pacific Centre for Environmental Accountability*, Volume 17, Number 4.
- Carnevale C. & Mazzuca M. (2014), "Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets", *Business Ethics. A European review*, Volume 23, Issue1, 69-90
- Chiesi A.M., Martinelli A., Pellegatta M. (2001), "Il bilancio sociale: stakeholder e responsabilità sociale d'impresa", *Il Sole 24 Ore*

- Chan M.C.C., Watson J., Woodliff D., (2014) “Corporate governance quality and CSR disclosures”, *Journal of Business Ethics*, 59–73
- Chau GK & Gray SJ (2002), “Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore”, *The International journal of accounting*, 37(2), 247-265.
- Cheng Eugene C.M. & Stephen M. Courtenay (2006), “Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure”, in *The International Journal of Accounting* 41(3):262-289
- Coda V. (1989), “La comunicazione economica nella strategia aziendale”, in AA.VV, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano
- Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia d’impresa*, Giappichelli, Torino
- Coda V. (1997), “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, in *Scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele d’Orzano, Primo Tomo*, CEDAM, Padova.
- Connelly Brian L., Robert E. Hoskisson, Laszlo Tihanyi* and S. Trevis Certo (2010), “Ownership as a Form of Corporate Governance”, *Journal of Management Studies* 47:8
- Cormier D., Magnan M., Van Velthoven B. (2005), “Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?”, *European accounting review* 14 (1), 3-39
- Cormier, D., & Gordon, I. M. (2001) “An examination of social and environmental reporting strategies”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(5), 587–616.
- Craswell A.T. & Taylor S.L. (2012), “Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 19 (2).
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J.J. (2008), “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., Dalton, C. (2007), ‘The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control, *Academy of Management Annals*, 1, 1-64.
- Davies, Paul, 2000, “The board of directors: composition, structure duties, and powers”, Paper on Company Law Reform in OECD Countries: A Comparative Outlook of Current Trends.
- Davis James H., Schoorman F. David & Lex Donaldson (1997), “Toward a Stewardship Theory of Management”, *The Academy of Management Review* Vol. 22, No. 1 (Jan., 1997), pp. 20-47.
- De Andrés P., & Vallelado González, E. (2008), “Corporate governance in banking: the role of board of directors”, *Journal of Banking & Finance* 32(12):2570-2580.
- Demsetz, H. (1983), The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985), “The structure of corporate ownership: causes and consequences”, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001), “Ownership structure and corporate performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Diamond DW & Verrecchia RE (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

- Donaldson, L., & Davis, J.H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Donnelly, R. and Mulcahy, M. (2008), "Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland", *CG: An International Review*, Vol. 16, No. 5, pp. 416-429.
- Eng, L.L. and Mak, Y.T. (2003), "CG and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, No. 4, pp. 325-345.
- Fama E. (1980), Agency problem and the theory of the firm, *Journal of Political Economics*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama E. & Jensen M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.
- Ferraris Franceschi R. (2005), "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico" in Cavalieri E. (2005), *Economia Aziendale - Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.
- Freeman E.R. (1984), "Strategic management. A stakeholder approach", Pitman, Boston, p. 46.
- García Sánchez Isabel María (2014), "The effectiveness of corporate governance: Board structure and business technical efficiency in Spain", in *Central European Journal of Operations Research* 18(3):311-339.
- Gray, R., Owen, D. and Adams, C., Eds. (1996), "Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting", Prentice-Hall, London.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995), "Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002), " Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations", *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005), "The impact of culture and governance on corporate social reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430.
- Hillman, A., & Dalziel, T. (2003), "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives", *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Ho S.S.M. & Wong K.S. (2001), "A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing & taxation*, vol. 10.
- Hossain, M., Tan, L.M. and Adams, M.B. (1994), "Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange", *International Journal of Accounting*, Vol. 29 No. 4, pp. 334-51.

- Huafang, X., & Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.
- Huang, M.L. and Cao, L.H. (2016) The Relationship between Institutional Capital and Competitive Advantage: Literature Review and Future Research. *Open Journal of Business and Management*, 4, 94-104.
- Huse Morten & Rindova Violina P. (2001), "Stakeholders' Expectations of Board Roles: The Case of Subsidiary Boards", *Journal of Management and Governance* volume 5, pages153–178.
- Jaggi B, Allini A., Macchioni R., Zagaria C. (2018), "The Factors Motivating Voluntary Disclosure of Carbon Information: Evidence Based on Italian listed Companies", *Organization & Environment*.
- Jain T., Jamali D., (2016), "Looking Inside the Black Box: The Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility", *Corporate Governance: An International Review*.
- Jensen M.C., Meckling W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiang, H. and Habib, A. (2009), "The impact of different types of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand", *Accounting Research Journal*, Vol. 22, No. 3, pp. 275-304.
- Karamanou Irene & Vafeas Nikos (2005), "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis", in *Journal of Accounting Research*, Volume43, Issue, Pages 453-486.
- Lan, Y., Wang, L. and Zhang, X. (2013), "Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp. 265–285.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000), Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3-27.
- La Rocca M. (2012), "Il valore dell'assetto proprietario. Stato dell'arte ed evidenze in Italia", Egea, Milano.
- Lepore L., Pisano S., and D'Amore G., (2010) "The Moderating Role of Ownership Structure on the Relation between Board Independence and Voluntary Financial Disclosure: An Analysis of Italian Listed Company" in *Journal of Modern Accounting and Auditing*, July 2019, Vol. 15, No. 7
- Leuz C. & Verrecchia RE (2000), "Accounting information, disclosure, and the cost of capital", *Journal of accounting and economics*, 2007 - Wiley Online Library
- Levine R. (1997), "Law, finance and economic growth", in *Journal of finance intermediation*.
- Levine R., Loazya N. e Beck T., (2000), "Financial Intermediation and growth", in *Journal of monetary economics* n.3.
- Li, H., & Qi, A. (2008). Impact of corporate governance on voluntary disclosure in Chinese listed companies. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), 360-366.
- Li, H., Wang, Z., & Deng, X. I. (2008). "Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: Evidence from Chinese listed companies", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(5), 622-636.

- Liao L., Luo L., Tang Q., (2015), “Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure”, *British Accounting Review*, 47 (4), 409-24.
- Lynall Matthew D., Golden Brian R. & Amy Hillman (2003), “Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view”, *Academy of Management Review*, 28 (3), 416-431.
- Michelon, G. and A. Parbonetti, 2012, “The effect of corporate governance on sustainability disclosure”, *Journal of Management and Governance*, 16: 477 – 509.
- Odrizola M.D., Baraibar E. & Diez (2017), “Is Corporate Reputation Associated with Quality of CSR Reporting? Evidence from Spain”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Volume24, Issue2, 121-132.
- Patelli, L. and Prencipe, A. (2007), “The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder”, *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 1, pp. 5-33.
- Pavlopoulos A., Magnis C. and Iatridis G. E. (2017), “Integrated reporting: Is it the last piece of the accounting disclosure puzzle?”, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 41, issue C, 23-46
- Pfeffer, J., & Salancik, G.R. (1978), “The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective”, *Stanford University Press*.
- Pisano S., Lepore L. and Agrifoglio R. (2015), “Corporate governance and information asymmetry between shareholders and lenders: an analysis of Italian listed companies”, in *Financial Reporting*, n. 2.
- Porter M.E., Kramer M.R. (2007), “Strategia e società. Il punto d'incontro tra il vantaggio competitivo e la Corporate Social Responsibility”, *Harvard Business Review Italia*.
- Prado-Lorenzo, J. M., Gallego-Alvarez, I., & Garcia-Sanchez, I. M. (2009). Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: The ownership structure effect. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), 94-107.
- Prado-Lorenzo, J. M., & Garcia-Sanchez, I. M. (2010), “The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases”, *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391-424.
- Pucheta-Martínez, M. C., I. Belm-Oms and G. OlcinaSempere, 2016, “Corporate governance, female directors and quality of financial information”, *Business Ethics: An European Review*, 25: 363 –385.
- Raffournier B., “The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies”, *European accounting review*, 1995 - Taylor & Francis
- Rajan R., Zingales L. (1998), Power in a Theory of the Firm, in *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 387-432.
- Rao, K. K., Tilt, C. A., & Lester, L. H. (2012), “Corporate governance and environmental reporting: an Australian study”, *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Reverte, C. (2009). “Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms”, *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351–366.
- Rosenstein e Wyatt (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Volume 26, pp. 175-191.

- Said R., Zainuddin Y.H., Haron H. (2009), "The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies", *Social Responsibility Journal*.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. and Stapleton, P. (2012), "The extent of CG disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt", *Advances in Accounting*, Vol. 28, No. 1, pp. 168-178.
- Scharfstein D.-Bolton P. (1988), "Agency Problems, Financial Contracting, and Predation", *Massachusetts Institute of Technology 50 memorial drive Cambridge, Massachusetts 02139*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997), "A survey of corporate governance", *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Spence, C. (2009), "Social and environmental reporting and the corporate ego", *Business Strategy and the Environment*, 18(4), 254–265.
- Stein JC (1988), "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of political economy*.
- Tejedo-Romero, F., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2017), "Women directors and disclosure of intellectual capital information, *European Research on Management and Business Economics*, 23(3), 123-131
- Ullmann, A. A. (1985), "Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure and economic performance of US firms", *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.
- Walsh J.P. e Seward J.K. (1990), "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms", *Academy of Management Review*, vol. 15 n. 3 421-458.
- Wan-Hussin, W. N. (2009), "The impact of family-firm structure and board composition on corporate transparency: Evidence based on segment disclosures in Malaysia", *The International Journal of Accounting*, 44(4), 313-333.
- Yermack, D. (1996), "Higher market valuation of companies with small board of director", *Journal of Financial Economics*, Volume 40, pp. 185-221.
- Zattoni A. (2004a), "Il governo economico delle imprese", *Egea*. Milano.
- Zattoni A. (2004b), "L'assetto istituzionale delle imprese italiane", *Egea*. Milano.
- Zattoni A. (2005), "Chi dovrebbe governare un'impresa", *Economia & Management*, n. 4.
- Zattoni A. (2006), "Assetti proprietari e corporate governance", *Egea*, Milano.
- Zattoni A. (2015), "Corporate Governance", *Egea*, Milano.
- Zona F. (2012), "Corporate Governance", *Egea*, Milano.