

# **POLITECNICO DI TORINO**

**Corso di Laurea Magistrale  
in Ingegneria Gestionale**

**Tesi di Laurea Magistrale**

**Eterogeneità nel board e propensione all'innovazione:  
Analisi empirica sulla diversità di genere nelle imprese quotate italiane**



**Relatore**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidata**

Mary Azer

A.A. 2017/2018

*Alla mia famiglia, ciò che di più importante esista nella mia vita,  
A me stessa che nonostante tutto non mi sono mai arresa,  
Alla mia Fede.*

## Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	1
<b>PARTE PRIMA</b> .....	4
<b>CAPITOLO 1 INTRODUZIONE ALLA CORPORATE GOVERNANCE</b> .....	5
<hr/>	
1.1 Premessa .....	5
1.2 Separazione tra proprietà e controllo all'interno dell'impresa.....	5
1.2.1. Meccanismi Interni.....	10
a) Il Consiglio Di Amministrazione (CdA).....	10
b) Disciplina Del Debito .....	13
c) Struttura dei diritti di voto .....	14
d) Large Shareholders e Investitori Istituzionali .....	14
e) Manager proprietario e imprese familiari.....	15
f) Incentivi e schemi di retribuzione .....	17
1.2.2. Meccanismi Esterni .....	18
a) Pressione competitiva sul mercato .....	18
b) Minaccia di takeover .....	19
1.2.3. Contesto istituzionale.....	20
a) L'informativa societaria.....	20
b) Ordinamento giuridico e grado di tutela degli investitori.....	21
c) Conseguenze della protezione degli investitori .....	26
1.3 Conclusioni .....	30
<b>PARTE SECONDA</b> .....	31
<b>CAPITOLO 2 IL TEMA DELLA DIVERSITY NEL CDA</b> .....	32
<hr/>	
2.1 Premessa .....	32
2.2 Importanza della diversity.....	33
2.2.1 La diversità e il valore generato .....	34
2.2.2 Gli svantaggi della diversità.....	37
2.2.3 La gestione della diversità .....	38
2.2.4 La diversità come strategia aziendale .....	40
2.3 Fondamenti teorici della diversity nel CdA .....	45
2.3.1 Agency theory: board diversity e valore dell'impresa.....	45
2.3.2 Dependence resource theory: board diversity e valore dell'impresa.....	46
2.4 Composizione del board.....	48

2.4.1	Variabili tradizionali di <i>governance</i> .....	49
a)	CEO duality .....	49
b)	Indipendenza .....	50
c)	Interlocking (o busy directors) .....	52
d)	Dimensione del board .....	53
2.4.2	Variabili sulla diversità.....	55
e)	Gender diversity .....	55
f)	Diversità culturale .....	56
f.1)	Confronto tra la diversità culturale e quella di genere .....	59
f.2)	Diversità culturale e performance aziendali .....	64
g)	Diversità di età.....	71
h)	Diversità di background formativi .....	72
2.5	Conclusioni .....	74
<b>CAPITOLO 3 L'IMPORTANZA DELLA GENDER DIVERSITY NEL CDA</b>		
<hr/>		77
3.1	Premessa .....	77
3.2	Argomenti a favore della diversità di genere nei CdA.....	78
3.3	Argomenti a sfavore della diversità di genere nei CdA .....	91
3.4	La teoria del Tokenism .....	93
3.5	Conclusioni .....	96
<b>CAPITOLO 4 GENDER DIVERSITY NEL CDA - GRADO DI INNOVAZIONE DELL'IMPRESA</b>		
<hr/>		97
4.1	Premessa .....	97
4.2	Stimolo o disincentivo per l'innovazione: monitoring delle amministratrici .....	99
4.3	Studi sull'innovazione di prodotto .....	101
4.4	Studi sull'innovazione organizzativa .....	111
4.5	Studi su differenti tipologie di innovazione .....	114
4.6	Conclusioni .....	117
<b>CAPITOLO 5 GENDER DIVERSITY NEL CDA E NEL MERCATO DEL LAVORO – INTERVENTI LEGISLATIVI</b>		
<hr/>		118
5.1	Premessa .....	118
5.2	Quadro generale delle donne nel mondo del lavoro .....	118
5.3	Italia: evidenze empiriche .....	123
5.3.1	Caratteristiche del mercato italiano.....	123
a)	La segregazione in ingresso .....	127

b)	La segregazione orizzontale e verticale.....	131
5.3.2	Rappresentanza femminile nei CdA italiani .....	133
5.3.3	Legislazione Italiana.....	144
5.4	Europa: evidenze empiriche .....	148
5.4.1	Caratteristiche del mercato europeo .....	148
5.4.2	Rappresentanza delle donne nei CdA europei.....	151
5.4.3	Legislazione europea.....	156
5.5	Stati Uniti: evidenze empiriche .....	162
5.5.1	Caratteristiche del mercato statunitense.....	162
5.5.2	Rappresentanza delle donne nei CdA statunitensi .....	163
5.5.3	Legislazione USA.....	167
5.6	Conclusioni e considerazioni: misure vincolanti o volontarie .....	170
<b>PARTE TERZA</b>	.....	<b>174</b>
<b>CAPITOLO 6 ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE QUOTATE ITALIANE</b>	.....	<b>175</b>
<hr/>		
6.1	Premessa .....	175
6.2	Ricerca dei dati e costruzione del dataset.....	175
6.3	Definizione delle variabili .....	179
6.4	Limiti della ricerca e possibili sviluppi futuri .....	186
6.5	L'analisi descrittiva del campione .....	188
6.5.1	La composizione del consiglio di amministrazione .....	189
a)	Uno sguardo generale sulla corporate governance .....	189
b)	La corporate governance prima e dopo la legge 120/2011 .....	196
c)	La corporate governance nelle imprese familiari.....	199
d)	La corporate governance nelle imprese familiari prima e dopo la legge.....	201
e)	I comitati interni alla società .....	206
f)	Le riunioni interne alla società .....	208
g)	I ruoli al vertice dell'impresa .....	211
6.5.2	L'innovazione.....	213
a)	Uno sguardo generale sull'innovazione .....	213
b)	La corporate governance nelle imprese altamente innovative .....	215
c)	La corporate governance nelle imprese familiari altamente innovative .....	218
d)	La corporate governance nelle imprese manifatturiere altamente innovative .....	220
e)	La corporate governance nelle imprese ad alta intensità di R&S .....	222
f)	La corporate governance nelle imprese familiari ad alta intensità di R&S .....	225

6.5.3	Le performance economiche.....	226
a)	Le performance economiche nelle imprese altamente innovative .....	226
b)	Performance economiche nelle imprese familiari .....	229
c)	Performance economiche nelle imprese altamente innovative a controllo familiare .....	230
a)	Performance economiche nelle imprese con almeno un'amministratrice.....	231
6.6	L'analisi dei modelli di regressione .....	232
6.6.1	Innovazione e board gender diversity.....	233
6.6.1.1	Modello a effetti fissi e temporali: i brevetti come proxy dell'innovazione .....	234
6.6.1.2	Modello logit con effetti temporali: imprese altamente innovative.....	240
6.6.2	Performance aziendale, innovazione e board gender diversity.....	246
6.6.2.1	L'influenza sul ROA.....	247
6.6.2.2	L'influenza sulla Q di Tobin.....	254
	<b>CONCLUSIONE</b> .....	259
	<b>ALLEGATI</b> .....	267
	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	271
	<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....	280

## Indice delle Figure

Figura 1: Importanza del grado di tutela degli investitori e conseguenze relative alla bassa protezione .	22
Figura 2: Struttura proprietaria delle imprese in base all'ordinamento giuridico del Paese .....	25
Figura 3: Struttura proprietaria dell'impresa in base al grado di protezione degli investitori (e al sistema giuridico del Paese di riferimento) .....	27
Figura 4: Sviluppo dei mercati finanziari in base al sistema giuridico del Paese .....	29
Figura 5: Propensione alla distribuzione dei dividendi in base al grado di tutela degli investitori.....	30
Figura 6: Atteggiamento di leadership delle donne e conseguenze sulle performace organizzative.....	95
Figura 7: Schema delle variabili utilizzate da Miller e Triana (2009).....	103
Figura 8: Modello di ricerca e ipotesi testate.....	113
Figura 9: Percentuali di donne e uomini che affermano che ci sia disuguaglianza nel raggiungimento di posti al top nelle imprese .....	120
Figura 10: Indice di Gender Gap italiano relativo all'anno 2016.....	127
Figura 11: Tassi di occupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni .....	128
Figura 12: Tassi di disoccupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni .....	128
Figura 13:Tassi di occupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni.....	129
Figura 14: Livello dei tassi di occupazione tra lavoratori (15-64 anni) con titolo di laurea, diploma e licenza media tra donne e uomini nel Mezzogiorno .....	130
Figura 15: Differenziale nel tasso di occupazione tra donne e uomini (15-64 anni) con titolo di laurea e diploma.....	130
Figura 16: Distribuzione delle professioni per genere in Italia, negli anni 2004-2012.....	132
Figura 17: Distribuzione delle professioni per genere in Italia, negli anni 2004-2012.....	132
Figura 18: Classificazione dei membri dei CdA per tipologia di laurea nel 2014 .....	133
Figura 19: Livello di education dei membri del CdA delle imprese quotate italiane nel periodo 2011-2016 .....	134
Figura 20: Percentuale di stranieri nei CdA delle imprese italiane, anni 2011-2016 .....	134
Figura 21: Presenza di genere nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, nel periodo 2008-2016 .....	135
Figura 22: Percentuale di donne indipendenti nei consigli di amministrazione dal 2013 al 2017 calcolata sul totale di amministratori di sesso femminile .....	135
Figura 23: Percentuale di membri aventi altri incarichi in altre società, 2013-2017, calcolata sul totale di amministratori per categoria .....	136
Figura 24: Percentuale di donne che ricoprono la carica di CEO e Presidente nei CdA, 2013-2017, calcolata sul totale dei membri del CdA (a sx) e sul totale delle imprese quotate (a dx) .....	136
Figura 25: Caratteristiche delle amministratrici prima e dopo l'introduzione della legge 120/2011 .....	137
Figura 26: Timeline delle elezioni del board .....	138
Figura 27: Percentuale di membri family-affiliated nel periodo 2011-2016.....	140
Figura 28: Percentuale di membri in possesso di una laurea, un titolo post-laurea e che ricoprono incarichi manageriali, suddivisi per genere dal 2013 al 2016 .....	141
Figura 29: Tasso di partecipazione alle riunioni del CdA, suddiviso per genere, nel periodo 2013-2016	141

Figura 30: Tasso di partecipazione alle riunioni del CdA prima e dopo l'introduzione della legge sulle quote rose (2012).....	142
Figura 31: Eterogeneità nei board italiani per settore.....	142
Figura 32: Caratteristiche del consiglio di amministrazione in base al genere e ai legami familiari .....	143
Figura 33: Numero medio di amministratrici appartenenti ai Comitati interni della società, 2011-2016.....	144
Figura 34: Numero medio di riunioni tenute dal consiglio di amministrazione, 2011-2016 .....	144
Figura 35: Trend dei tassi di occupazione per genere (età 20-64), UE-28, 2010-2016q3.....	149
Figura 36: tassi di occupazione per genere negli Stati membri dell'UE-28, età 20-64, 2016q3 .....	150
Figura 37: Gender Gap Index dei Paesi in Europa nel 2016 .....	150
Figura 38: Percentuali di donne e uomini nei CdA delle imprese pubbliche europee, EU-27, 2003-2012. .....	151
Figura 39: Percentuale di donne nei CdA delle principali imprese quotate europee, EU-28, 2010-2016.....	152
Figura 40: Distribuzione delle imprese secondo il numero di donne nel CdA, EU-27, 2012.....	153
Figura 41: Equilibrio dei generi nei board, nelle cariche di Presidente e CEO delle maggiori imprese quotate europee, ottobre del 2016 .....	153
Figura 42: Rappresentazione delle donne e degli uomini nel CdA delle maggiori imprese quotate .....	154
Figura 43: Percentuale di donna nei CdA aziendali e nei Comitati esecutivi nei principali paesi nel mondo .....	156
Figura 44: Trend dell'indice di diversità di genere relativo agli anni 2011-2016 .....	165
Figura 45: Tassi di partecipazione femminile nei CdA aziendali nel mondo .....	172
Figura 46: Andamento nel tempo della dimensione del board .....	191
Figura 47: Relazione tra % donne e dimensione del board.....	191
Figura 48: Andamento nel tempo della percentuale di amministratrici nelle società quotate italiane del campione.....	191
Figura 49: Andamento nel tempo delle percentuali di osservazioni relative alle imprese aventi almeno il 20% (a sinistra) e il 30% (a destra) di donne nei CdA.....	192
Figura 50: Andamento nel tempo degli incarichi non esecutivi.....	193
Figura 51: Andamento nel tempo delle donne con incarichi non esecutivi.....	193
Figura 52: Andamento nel tempo degli incarichi esecutivi.....	193
Figura 53: Andamento nel tempo delle donne con incarichi esecutivi.....	193
Figura 54: Andamento nel tempo della percentuale di indipendenti nelle società quotate italiane del campione (a sx) e di amministratrici indipendenti (a dx).....	194
Figura 55: Andamento nel tempo della presenza di busy director donne.....	195
Figura 56: Andamento nel tempo delle cariche al vertice dell'impresa ricoperta dalle figure femminili calcolato sul totale delle osservazioni.....	195
Figura 57: Percentuale di osservazione relative alle imprese altamente innovative suddivise per settore .....	220
Figura 58: Percentuale di osservazione relative alle imprese ad alta intensità di R&S suddivise per settore e per struttura proprietaria .....	225

## Indice delle Tabelle

Tabella 1: Grado di protezione degli outsider secondo il sistema giuridico di riferimento .....	25
Tabella 2: Motivazioni che spingono le varie organizzazioni a ad accogliere la diversità al loro interno..	43
Tabella 3: Principali tipologie di diversità volute dalle imprese pubbliche e private.....	44
Tabella 4: Schema degli step richiesti per determinare se una variabile è di mediazione e risultati emersi nello studio di Miller et al. (2009) .....	105
Tabella 5: Analisi descrittiva del campione di imprese analizzate dagli autori del paper Ferrari et al., (2016) .....	139
Tabella 6: Indici di segregazione di genere per occupazione e per settore, anni 2005, 2010, 2015 .....	151
Tabella 7: Codici degli Stati europei .....	154
Tabella 8: Percentuale di donne e uomini la carica di presidenti nella società (UE-27 2003-2012).....	155
Tabella 9: Percentuale di donne nei CdA in Francia (CAC 40 e SBF 120), Gran Bretagna (FTSE 100), Germania (DAX 30).....	160
Tabella 10: Regolazioni sulle quote di genere nei paesi europei .....	162
Tabella 11: Percentuale di donne nel CdA delle imprese americane e Gender Diversity Index (F100, F500, F501-1000, F1000).....	164
Tabella 12: percentule di donne nei board delle imprese statunitensi (WOB) nel 2017, suddiviso per settori .....	166
Tabella 13: Descrizione delle variabili di coporate governance .....	179
Tabella 14: Descrizione delle variabili relative all'innovazione.....	182
Tabella 15: Descrizione delle variabili relative alla struttura proprietaria dell'impresa .....	183
Tabella 16: Descrizione delle variabili di stato patrimoniale .....	185
Tabella 17: Descrizione delle variabili di conto economico .....	185
Tabella 18: Descrizione delle variabili di performance .....	186
Tabella 19: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance nelle imprese del campione .....	189
Tabella 20: Statistica descrittiva relativa ai legami delle amministratrici con la proprietà nelle imprese del campione.....	190
Tabella 21: Percentuali di amministratrici indipendenti, calcolata sul numero di amministratrici nel board nell'anno di riferimento .....	194
Tabella 22: Statistica descrittiva relativa ai ruoli apicali nelle imprese del campione.....	195
Tabella 23: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance pre e post riforma nelle imprese del campione.....	197
Tabella 24: Statistica descrittiva relativa ai legami delle donne con la proprietà prima e dopo la legge.198	198
Tabella 25: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, pre e post riforma... 199	199
Tabella 26: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance nelle imprese familiari e non. .... 199	199
Tabella 27: Statistica descrittiva relativa ai legami delle donne con la proprietà nelle imprese familiari e non.....	200
Tabella 28: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, nelle imprese familiari e non.....	201
Tabella 29: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, pre e post riforma nelle imprese familiari e non. ....	202
Tabella 30: Statistica descrittiva nelle imprese familiari e non, pre e post riforma. ....	203
Tabella 31: Statistica descrittiva pre e post riforma nelle imprese familiari e non. ....	204
Tabella 32: Statistica descrittiva nelle imprese familiari e non, pre e post riforma. ....	205

Tabella 33: Composizione dei comitati interni nelle imprese aventi almeno un'amministratore di sesso femminile .....	207
Tabella 34: Statistica descrittiva sulla partecipazione alle riunioni interne nelle imprese aventi almeno una figura femminile nel CdA e non.....	209
Tabella 35: Statistica descrittiva sulla partecipazione alle riunioni interne in base alla struttura proprietaria .....	210
Tabella 36: Statistica descrittiva relativa alle cariche al vertice della società nel campione di imprese italiane. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board .....	212
Tabella 37: Statistica descrittiva sull'innovazione nell'intero campione .....	213
Tabella 38: Statistiche descrittive dettagliate sulla variabile patent_count .....	214
Tabella 39: Statistica descrittiva sull'innovazione nell'intero campione di imprese altamente innovative .....	215
Tabella 40: Statistica descrittiva sulla corporate governance distinguendo tra imprese altamente innovative e no.....	215
Tabella 41: Statistica descrittiva delle imprese altamente innovative prima e dopo la legge 120/2011.	216
Tabella 42: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle donne nelle imprese altamente innovative.....	217
Tabella 43: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari nelle imprese altamente innovative.....	217
Tabella 44: Statistica descrittiva sull'innovazione distinguendo tra imprese familiari e non familiari....	218
Tabella 45: Statistica descrittiva sulla corporate governance nelle imprese familiari distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.....	219
Tabella 46: Statistica descrittiva sui legami con la proprietà delle donne nelle imprese familiari distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board. ....	219
Tabella 47: Statistica descrittiva sulla corporate governance nelle imprese manifatturiere distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.....	221
Tabella 48: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne nelle imprese manifatturiere distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board. ....	221
Tabella 49: Statistiche descrittive sui legami con la proprietà delle amministratrici nelle imprese manifatturiere. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board .....	222
Tabella 50: Statistica descrittiva delle imprese manifatturiere tra le imprese familiari.....	222
Tabella 51: Statistica descrittiva sulla corporate governance distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non.....	223
Tabella 52: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non.....	224
Tabella 53: Statistica descrittiva sulle donne relativa alle imprese ad alta intensità di R&S prima e dopo la legge 120/2011. ....	224
Tabella 54: Statistica descrittiva sulla corporate governance nelle imprese familiari distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.....	225
Tabella 55: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne nelle imprese familiari distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board....	226
Tabella 56: Statistica descrittiva sulle performance distinguendo tra imprese altamente innovative e non .....	227

Tabella 57: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese familiari e non familiari .....	229
Tabella 58: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese familiari e non familiari, nel sottocampione di imprese altamente innovative .....	230
Tabella 59: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese aventi almeno una figura femminile .....	231
Tabella 60: Analisi econometrica sul grado di innovazione – Regressione a effetti fissi e temporali .....	238
Tabella 61: Analisi econometrica sul grado di innovazione con ulteriori variabili di controllo – Regressione a effetti fissi e temporali .....	239
Tabella 62: Analisi econometrica sul grado di innovazione – Modello logit con effetti temporali .....	243
Tabella 63: Analisi econometrica sul grado di innovazione con ulteriori variabili di controllo – Modello logit con effetti temporali .....	244
Tabella 64: Analisi econometriche sulle performance (ROA) – Regressione a effetti fissi e temporali...	247
Tabella 65: Analisi econometriche sulle performance (ROA) con ulteriori variabili di controllo – Regressione a effetti fissi e temporali .....	250
Tabella 66: Analisi econometrica sulle performance (Q di Tobin) – Regressione a effetti fissi e temporali .....	254
Tabella 67: Analisi econometrica sulle performance (Q di Tobin) nelle imprese familiari – Regressione a effetti fissi e temporali .....	258

## Indice degli Allegati

Allegato 1: Caratteristiche del board dal 2000 al 2014 .....	267
Allegato 2: Composizione del board dal 2003 al 2014 .....	268
Allegato 3: Cariche al vertice dell'impresa dal 2000 al 2014 .....	270

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro di tesi ha come scopo quello di indagare sul valore derivante dall'eterogeneità all'interno del Consiglio di Amministrazione e come tale valore si manifesta in una maggior livello innovativo e in *performance* economiche superiori per l'impresa.

Il concetto di eterogeneità preso in considerazione comprende le caratteristiche tradizionali del CdA come la CEO *duality*, la percentuale di amministratori indipendenti e di *busy directors* e la dimensione del CdA, ma anche le dimensioni demografiche osservabili come il genere, l'etnia, la nazionalità e il *background* professionale che rappresentano il contributo più originale dell'elaborato. Tra questi il genere costituisce la dimensione di diversità su cui si è incentrata la maggior parte dell'analisi della letteratura effettuata nel presente lavoro di tesi ed è stato l'oggetto dello studio empirico condotto su un campione di imprese italiane quotate sulla Borsa di Milano nel periodo tra il 2000 e il 2014.

Il tema di questo elaborato nasce a seguito dell'esperienza maturata dalla sottoscritta durante i molteplici progetti intrapresi nel corso degli ultimi due anni di studio universitari, caratterizzati da una composizione del *team* molto differente, ma che ha portato la squadra a raggiungere sempre risultati molto soddisfacenti sul piano accademico, non senza però qualche conflitto caratteriale.

Scaturisce dunque in maniera spontanea la volontà di investigare sull'importanza e sull'impatto dell'eterogeneità all'interno di un contesto che implica la collaborazione di due o più persone, o più in generale all'interno di una realtà più complessa quale può essere quella d'impresa.

A livello di *corporate governance* il tema della *diversity* assume importanza sempre crescente e rappresenta ciò su cui si discute maggiormente nell'ambito della composizione del consiglio di amministrazione in qualità di organo rappresentativo degli azionisti e strumento di controllo e monitoraggio dell'operato del *management*. In generale negli ultimi anni sono stati molti gli sforzi volti a riformare la *governance* aziendale, grazie anche ai numerosi *report* secondo cui la diversità all'interno del CdA porta ad una maggior efficienza, in particolare dove si osserva una diversità di genere e le donne sono meglio rappresentate.

In sintesi è necessario sottolineare almeno due aspetti ritenuti importanti secondo il vicepresidente esecutivo della Banca d'America, Karen J. Curtin: "Alcuni sostengono che ci dovrebbe essere maggior diversità perché è la giusta cosa da fare, mentre altri affermano che la diversità è necessaria in quanto incrementa il valore per gli azionisti"<sup>1</sup>. In generale la diversità può essere vista come un fattore etico non strettamente legato ai risultati dell'impresa in termini di *performance*; ma può essere anche considerata come uno degli strumenti guida che possono aiutare le organizzazioni ad essere più sostenibili nel lungo

---

<sup>1</sup> Aggiunge inoltre "Unless we get the second point across and people believe it, we're only going to have tokenism" (Brancato e Patterson, 1997:2).

periodo, indirizzandole verso le sfide socio-demografiche e dei *business* di domani (Mahadeo et al., 2012). Indubbiamente ci sono molteplici motivazioni a sostegno di entrambe le tesi, cionostante occorre mettere in evidenza che i cambiamenti di valore dell'impresa non sono attribuibili alla mera presenza o assenza di un determinato numero di individui con *background* differente all'interno del CdA. Tale elaborato dunque interpreta il concetto di "*good governance*" non tanto nell'ottica di inclusione di uno spettro più ampio di persone, ma nella prospettiva di incrementare il valore dell'impresa e generare un vantaggio competitivo sostenibile grazie alle competenze e alle qualità dei membri, esplorando le implicazioni economiche e strategico/innovative della diversità.

A tal proposito le evidenze empiriche nella letteratura sono numerose, eppure tra gli studiosi si osservano molti pareri contrastanti circa l'influenza che la *board diversity* genera sull'impresa. Alcuni infatti sostengono che ci sia un impatto positivo in termini di *governance* e *performance* aziendali, altri affermano invece che tale relazione è negativa, altri ancora non trovano alcuna evidenza statisticamente significativa che supporti l'ipotesi di creazione di maggior valore per gli azionisti grazie alla diversità nel *board*.

In conclusione, nonostante i vari studi a supporto di ciascuna delle seguenti tesi, oggi il dibattito rimane ancora acceso. A tal proposito il seguente elaborato si pone come obiettivo in primo luogo di analizzare il contributo offerto dalla diversità nel CdA, mettendo in evidenza gli aspetti positivi e negativi. Successivamente, poiché nella letteratura non si raggiungono risultati univoci, risulta ragionevole pensare che la relazione tra la diversità nel CdA (più nello specifico la diversità di genere) e il valore dell'impresa non sia diretta ma che ci siano altri fattori che incidono sul risultato. Per tale ragione si è ritenuto opportuno includere nello studio un'analisi sul contesto culturale, sociale, istituzionale, legislativo del Paese in cui le imprese operano e la struttura proprietaria dell'impresa stessa. Tuttavia l'apporto originale della tesi si introduce inserendo il tema dell'innovazione aziendale come fattore contingente. Più specificatamente si cercherà di comprendere come il valore derivante dalla diversità di genere si traduce in un livello innovativo aziendale superiore e come questo a sua volta conduce a *performance* economiche più elevate.

Nel trattare i temi sopra menzionati il presente elaborato può essere suddiviso in tre sezioni. Nel dettaglio:

- La prima parte comprende il Capitolo 1 in cui viene presentata un'introduzione sulla *corporate governance*, partendo dal concetto di "impresa" e dei meccanismi, esterni ed interni all'impresa, introdotti per tutelare gli interessi degli azionisti;
- La seconda parte (dal Capitolo 2 al Capitolo 5) analizza il tema della diversità all'interno dei consigli di amministrazione delle imprese e ha lo scopo di offrire le motivazioni teoriche circa l'importanza di tale tema, basandosi sull'ampia letteratura accademica in materia di *corporate governance* e *board diversity*. A tal proposito verranno analizzate le varie tipologie di diversità nel CdA sopra menzionate;

- Segue nel capitolo 3 un approfondimento sulla *gender diversity* nei consigli di amministrazione presentando mediante evidenze empiriche di vari studiosi, gli argomenti a favore e a sfavore della presenza di figure femminile nel *board*;
- Nel capitolo 4 sono presentati i principali studi trovati circa l'impatto sull'innovazione aziendale generato dalla diversità di genere nei CdA;
- Il capitolo 5 focalizza l'attenzione sul tema della *gender diversity* nel mercato del lavoro con lo scopo di comprendere le motivazioni che portano ad avere una scarsa rappresentanza delle donne nei CdA e in generale dei tassi occupazionali inferiori rispetto alla controparte maschile. I seguenti temi sono affrontati nel contesto italiano e molto brevemente in quello europeo e statunitense. Successivamente verranno presentate le varie misure legislative e gli interventi governativi volti a incrementare la presenza di figure femminili all'interno dei consigli di amministrazione;
- Lo studio effettuato nel seguente elaborato si conclude con il Capitolo 6 (Terza parte), in cui viene presentato il contributo empirico offerto dalla sottoscritta mediante la raccolta di dati e l'implementazione di modelli econometrici specifici. La ricerca è orientata dall'obiettivo di evidenziare la struttura della composizione dei CdA italiani e l'influenza che la presenza di figure femminili nel *board* genera sul grado di innovazione e sulle *performance* dell'impresa. Occorre comunque sottolineare che nel database il perimetro dei dati relativo all'innovazione nelle imprese, messo gentilmente a disposizione dalla Professoressa Rondi, non nasce con l'obiettivo di focalizzarsi sulle imprese innovative. Per tale motivo il campione non è costituito da start-up o imprese di recente costituzione, ma al contrario si tratta di imprese storiche quotate nel mercato italiano.

# **PARTE PRIMA**

## **INTRODUZIONE ALLA CORPORATE GOVERNANCE**

# CAPITOLO 1

## INTRODUZIONE ALLA CORPORATE GOVERNANCE

---

### 1.1 Premessa

Oggigiorno a seguito di numerosi scandali e fallimenti accaduti a livello internazionale (Enron, WorldCom e Lehman Brothers negli Usa, Parmalat in Italia, Volkswagen in Germania e Toshiba in Giappone), le problematiche concernenti il governo societario dell'impresa hanno iniziato a suscitare un interesse sempre maggiore tra i vari studiosi e gli *stakeholder* dell'impresa. Per poter però comprendere il ruolo della *corporate governance* all'interno delle organizzazioni è necessario avere un quadro generale di come tale concetto ha iniziato a diffondersi.

Nel Paragrafo 1.2 del seguente Capitolo verrà presentata una panoramica introduttiva sulla nascita del concetto di separazione dei poteri tra proprietà e controllo dell'impresa e verrà effettuata una breve descrizione dei modelli di governo esistenti. In seguito viene posta particolare enfasi sulla teoria d'agenzia e sui problemi e costi ad essa associati: verrà quindi analizzata l'importanza della *corporate governance* e dei meccanismi interni (Paragrafo 1.2.1) ed esterni (Paragrafo 1.2.2) implementati per la mitigazione dei conflitti d'agenzia con un *focus* anche sulle imprese familiari, le quali presentano caratteristiche molto particolari.

Successivamente è presentata una panoramica dell'importanza del contesto istituzionale-giuridico in cui le aziende si inseriscono, distinguendo tra Civil Law e Common Law, in modo da comprendere più a fondo l'efficacia della *corporate governance* (Paragrafo 1.2.3).

### 1.2 Separazione tra proprietà e controllo all'interno dell'impresa

Nel mondo dell'economia d'impresa non esiste un'interpretazione unitaria e univoca d'impresa e neanche una teoria consolidata e sviluppata che permetta di avere una visione completa della sua complessità organizzativa. Esistono dunque differenti modi di intenderne il significato.

- Secondo la **teoria neoclassica**, l'impresa è gestita da un *manager* (non necessariamente identificato con il proprietario) il quale determina che cosa, come e quanto produrre al fine di massimizzare i profitti e minimizzare i costi aziendali (Laura Rondi, 2007). Si tratta principalmente di una teoria dei mercati in cui le imprese sono "semplicemente" attori importanti (Jensen e Meckling 1976) e non una teoria dell'impresa intesa come organizzazione. Per tale motivo:

- non viene esaminata l'organizzazione interna alla società dal punto di vista della struttura gerarchica e delle modalità di deleghe delle decisioni;
- non è prevista la possibilità di riscontrare comportamenti opportunistici o di rifiuto di adempimento della disposizione avuta né è riconosciuta l'esistenza di un problema di conflitti di interesse;
- non sono affrontati i meccanismi di incentivo interni all'impresa.

- Con la **teoria manageriale d'impresa** (Marris, 1964) si viene a introdurre un nuovo concetto, differente da quello neoclassico, e che implica il passaggio dalla visione di azienda come funzione di produzione a quella di produzione di squadra in cui "la produttività di un fattore dipende dalla presenza di un altro fattore e dall'interazione tra di essi". Questo nuovo modo di intendere l'impresa si afferma con il diffondersi di società di dimensioni sempre maggiori tali da non poter essere più gestite da una singola persona o un gruppo familiare. La struttura proprietaria inizia a essere molto frammentata per cui nessun soggetto detiene una quota da consentirgli di esercitare il controllo. Scompare quindi la figura dell'imprenditore classico e subentra il concetto di "capitalismo manageriale" in cui la produzione è concentrata nelle mani di grandi società per azioni e le funzioni direttive di tipo esecutivo sono delegate a figure *manageriali*. Il titolare dell'impresa diventa quindi il *manager* (o Amministratore delegato o CEO) a cui i proprietari del capitale (gli azionisti, ossia gli investitori, riuniti in assemblea) hanno delegato le funzioni di decisione, pianificazione e controllo.

In generale all'interno delle imprese si possono individuare tre **modelli di governo** che si distinguono in base al modo in cui le funzioni di amministrazione e controllo sono distribuite: modello tradizionale (o modello latino - diffuso in Italia e nella maggior parte delle società quotate -), monistico o *one-tier system* (derivazione anglosassone: Stati Uniti e Regno Unito), duale o *two-tier system* (derivazione tedesca: Germania, Paesi Bassi, Francia, Austria, Danimarca).

- Il modello monistico è caratterizzato dalla presenza di un'Assemblea dei soci che nomina un Consiglio di Amministrazione il quale a sua volta elegge al suo interno un Comitato per il controllo. Il CdA è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (detti *outsider directors*): i primi possono detenere una quota di capitale sociale (per cui vi è il rischio che non necessariamente adottino delle scelte e decisioni nell'esclusivo interesse della società), mentre i secondi sono quelli che hanno una funzione di monitoraggio sui primi. Tra gli amministratori non esecutivi, alcuni sono nominati per costituire il comitato di controllo interno. Il problema prevalente generato da questo tipo di sistema è quello legato al fatto che l'organo di controllo, essendo formato da amministratori scelti dall'interno del consiglio di gestione, è sostanzialmente appartenente allo stesso organo: emerge quindi una potenziale difficoltà a bloccare l'opposizione, a causa di conflitti di interessi.

- Nel sistema dualistico, invece, si distinguono un Organo di Gestione e un Consiglio di Sorveglianza separati: il primo è eletto dal secondo che a sua volta è nominato dall'Assemblea dei Soci. Questa struttura

può generare, nel caso di inefficienze informative e organizzative, dei rallentamenti nelle delibere decisionali in quanto richiedono l'autorizzazione del consiglio di sorveglianza.

- Infine nel sistema tradizionale l'Assemblea dei Soci nomina sia i membri del Consiglio di Amministrazione sia quelli del Collegio Sindacale. Quest'ultimo modello è caratterizzato da una scarsa indipendenza e autonomia di giudizio dei sindaci, i quali sono nominati dalla stessa maggioranza dei soci.

Da questa breve descrizione è necessario fare un'osservazione importante: non esiste un modello migliore in assoluto poiché questo dipende dalle esigenze strategiche e di *business* di ciascuna impresa, ma anche dal Paese in cui viene adottato e dal contesto economico e finanziario (Rayan e Zingales), legislativo (La Porta et al.), culturale e sociale (Stulz e Williamson) in cui si sviluppa.

Tuttavia è in un contesto di questo tipo che nasce il concetto di separazione tra proprietà e controllo all'interno dell'impresa e la **"teoria d'agenzia"**, sviluppata da M. Jensen e W. H. Meckling nel 1976. Secondo tale teoria l'impresa è definita come un insieme di contratti che definiscono il rapporto tra gli attori coinvolti nel processo decisionale. Il problema dell'impresa diventa quello di governare un "rapporto d'agenzia", ossia la relazione contrattuale con la quale una persona (il principale – proprietario) delega un'altra persona (l'agente – *manager*) a svolgere un servizio o un incarico per conto suo, sulla base di accordi formali o informali. Tuttavia poiché non vi è alcuna garanzia che l'agente (avverso al rischio) agisca nel massimo interesse del principale (neutrale al rischio), quest'ultimo sarà esposto al rischio di comportamenti opportunistici<sup>2</sup> da parte dell'agente il quale, essendo consapevole del contesto di asimmetria informativa in cui tale relazione si svolge<sup>3</sup>, sarà incentivato a massimizzare la propria funzione di utilità<sup>4</sup> anziché quella dei proprietari. I principali **conflitti di interesse** che si individuano sorgono tra:

- Azionisti e *management*;
- Azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza;
- Obbligazionisti (debito) e azionisti (*equity*).

Si parla dunque di **"problemi di agenzia"** che si sviluppano, in generale, ogni qual volta sia richiesto uno sforzo congiunto nell'ambito di una collaborazione tra due o più persone, non necessariamente legate da una relazione gerarchica.

---

<sup>2</sup> Esistono molteplici forme di espropriazione e di ottenimento di benefici non monetari ("*perquisites*" – Jensen e Meckling, 1976): diluizione degli investitori, assunzioni non meritocratiche, attribuzione di compensi elevati non correlati alle *performance*, sottrazione di valore dell'impresa acquistando a prezzi svantaggiosi input prodotti da imprese di proprietà del *manager* o vendendo asset dell'impresa a prezzi ribassati, aumento della dimensione dell'impresa oltre ai limiti di massimizzazione dei profitti, al fine di incrementare il prestigio dei *manager*, acquisto di beni privati con i fondi dell'impresa ecc.

<sup>3</sup> L'asimmetria informativa è relativa principalmente alla posizione privilegiata dell'agente (Jensen e Meckling, 1976; Morck et al., 1988) il quale ha accesso diretto alle informazioni relative al *management* strategico.

<sup>4</sup> Secondo Marris (1964) l'agente (*manager*) è interessato a massimizzare la crescita dell'impresa in modo da accrescere il proprio stipendio, la sua posizione e il suo prestigio all'interno dell'impresa, ottenendo un elevato potere decisionale e conservando il ruolo manageriale di comando. Il principale (principale), invece, ha l'obiettivo di massimizzare i profitti dell'impresa per reinvestire i propri dividendi o ottenere immediati cash flow.

I conflitti di interesse derivanti dalla separazione tra proprietà (azionista) e controllo (*manager*) dell'impresa (Berle e Means, 1932; Marris, 1964) implicano la necessità di introdurre schemi di *incentivi* economici appropriati e adeguate misure di *controllo* ("**costi di agenzia**") volte a mitigare la conflittualità tra i titolari dei diversi diritti sul profitto dell'impresa e la discrezionalità del *management*, che inevitabilmente ne riducono il valore (Shleifer e Vishny, 1997).

I costi di agenzia, secondo la teoria d'agenzia possono essere schematizzati nel seguente modo:

- costi di monitoring: legati al sistema di monitoraggio che può includere ad esempio le attività di *auditing* e controllo interno, valutazione delle *performance* e la definizione di limiti di *budget*;
- costi di bonding: si tratta di costi opportunità relativi agli sforzi del *manager* di mostrare agli azionisti dell'impresa il proprio allineamento d'interesse a quello della società e al suo impegno a non intraprendere azioni volte a danneggiare gli azionisti;
- perdita residua, ossia il costo associato all'inevitabile riduzione del benessere che gli azionisti si trovano a dover sostenere a causa della divergenza di interessi, seppur minima, tra principale e agente.

A parità di altre condizioni, il **contratto d'agenzia** più efficiente sarà quello che avrà minimizzato queste tre voci di costo. Come è facile intuire non è possibile stipulare un contratto completo che disciplini in maniera specifica tutti i compiti che ciascun attore deve adempiere, definendo i costi e i benefici e i piani d'azione qualora i vincoli contrattuali venissero violati. L'impossibilità è dettata dall'incapacità di prevedere e disciplinare in anticipo tutte le contingenze che potrebbero verificarsi nel corso della relazione contrattuale; anche qualora non fosse impossibile, l'eccessivo costo richiesto (in termini di tempo e risorse) risulterebbe superiore ai benefici che ne deriverebbero disincentivando conseguentemente tale soluzione. In generale i costi di agenzia aumentano in un contesto di elevata incertezza del contesto in cui si opera, in presenza di asimmetria informativa, alta aversione al rischio e scarsa misurabilità dei risultati e degli sforzi apportati per raggiungere il proprio obiettivo.

Occorre comunque sottolineare che la scelta di tale quadro interpretativo della teoria d'agenzia, non significa necessariamente che si ritenga che tutti i soggetti coinvolti nel sistema di governo dell'impresa si comportano in maniera opportunistica perseguendo il proprio interesse: la visione tradizionale della "teoria d'agenzia" non prende infatti in considerazione la natura cooperativa delle persone, l'impatto delle relazioni sociali sugli individui e gli aspetti personali e di status che possono influire sul comportamento degli individui (Zona, 2015).

I nuovi modelli integrano invece nella funzione di utilità degli agenti i fattori psicologici, o meglio i costi e benefici 'psichici' derivanti dal proprio comportamento collaborativo e da quello degli altri. Adottando questa distinzione si introduce un nuovo **modello d'agenzia comportamentale** che presenta comunque una struttura simile a quella standard, ma che sostiene che gli incentivi economici non siano

gli unici ad assicurare il buon comportamento dell'agente (Helena Lopes, 2016). Molteplici evidenze mostrano infatti come la propensione allo sforzo da parte dell'agente sia fortemente influenzata dalla natura delle relazioni sociali sul posto di lavoro: in particolare più il rapporto principale-agente è basato sulla fiducia e trasparenza reciproca, più l'agente o più in generale i lavoratori sono motivati a perseguire gli interessi del principale (Rob e Zemsky, 2002).

Nel seguente elaborato di tesi verrà analizzata principalmente la prima forma di teoria d'agenzia (quella tradizionale), pur consapevoli del fatto che non offre una visione completa della struttura organizzativa dell'impresa e dei rapporti interni ad essa. Lo scopo infatti è quello di analizzare ed evidenziare le situazioni in cui tali comportamenti si presentano e alle quali il sistema di *corporate governance* deve porre soluzione, in modo da sviluppare un mercato azionario efficiente e concorrenziale.

In generale, nell'ottica della teoria d'agenzia, il ruolo della **Corporate governance** risulta estremamente importante all'interno dell'organizzazione aziendale per poter conciliare il punti di vista del principale con quello dell'agente e cercare di ridurre il problema legato alla separazione tra proprietà e controllo: l'obiettivo è infatti quello di ridurre i conflitti di interesse e i comportamenti opportunistici del *management* (e/o degli azionisti di controllo) (Jensen, 1993) in modo da garantire la sostenibilità del *business* nel lungo periodo e creare valore per gli azionisti.

Nel complesso la *corporate governance* costituisce il sistema attraverso cui l'impresa è gestita e controllata mediante meccanismi di distribuzione di diritti e responsabilità tra gli attori coinvolti: si tratta di un insieme di principi, regole e regolamentazioni che riguardano il *management*, la prassi aziendale, la struttura proprietaria e le relazioni tra i vari attori coinvolti detentori di capitale di rischio e non (soci, dipendenti, fornitori, clienti, P.A., ecc)<sup>5</sup>.

Essa rappresenta dunque una leva fondamentale per la competitività delle aziende, ricoprendo un ruolo fondamentale nei processi di sviluppo aziendale e delle relative decisioni strategiche, nella crescita dei mercati finanziari e nell'economia nel suo complesso (La Porta et al. 2002).

Secondo gli studiosi di *corporate governance*, i problemi che nascono dalla separazione tra proprietà e controllo all'interno di un'organizzazione aziendale possono essere risolti mediante sia **meccanismi interni** che semplificano l'attività di *monitoring* da parte degli azionisti e l'allineamento di interessi tra i vari attori (consiglio di amministrazione, schemi di retribuzione del *management*, presenza di *large shareholder* o investitori istituzionali, struttura dei diritti di voto e struttura di capitale adeguata che preveda anche il ricorso al debito in virtù della sua funzione disciplinante), sia **meccanismi esterni** messi in atto dai mercati finanziari e dal contesto politico-legislativo dei Paesi per assicurare un ritorno

---

<sup>5</sup> Come si può facilmente intuire dunque i soggetti interessati nel meccanismo di governo adottato, non sono solo i soci azionisti e il *management*, ma anche gli organi di controllo (interni ed esterni), il Consiglio di Amministrazione, e tutti gli *stakeholder* coinvolti nel *business* aziendale (*stakeholder theory*).

economico adeguato per gli investitori della società (scalata, pressione competitiva sul mercato dei beni e sul mercato dei *manager*, contesto legislativo e istituzionale adeguati).

Di seguito sono stati approfonditi i principali strumenti adottati dalla *corporate governance* per mitigare i problemi di agenzia.

### 1.2.1. Meccanismi Interni

#### a) Il Consiglio Di Amministrazione (CdA)

Tra i meccanismi interni di *corporate governance*, lo strumento più importante di disciplina del *manager* è il **Consiglio di Amministrazione** o *Board of Directors* (d'ora in avanti CdA): si tratta dell'organo collegiale preposto all'amministrazione della Società e rappresenta il braccio *legislativo* dell'impresa.

Gli amministratori riuniti nel CdA, poiché costituiscono l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, "agiscono e deliberano con cognizione di causa ed in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti<sup>6</sup>", tenendo conto delle direttive e politiche dell'impresa. A tal fine il CdA ha il potere di nominare e revocare i membri del *management* e respingerne eventualmente alcune decisioni legate a comportamenti opportunistici contrari agli interessi degli azionisti (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Il Consiglio di Amministrazione svolge inoltre molteplici funzioni chiave all'interno della società tra cui quello di valutare l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, esaminare i piani strategici, industriali e finanziari predisposti dai delegati e valutare e controllare il generale andamento della direzione aziendale, prendendo in analisi i rischi potenziali (Raheja, 2005; Hillman e Dalziel, 2003; Gabrielsson e Huse 2002; Van den Berghe e Levräu 2004; Adams et al. 2010; Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983).

In altri termini il CdA rappresenta l'istituzione verso la quale il *manager* deve dare conto del suo operato e, a sua volta, è l'istituzione che risponde di fronte alla legge dell'operato dell'impresa.

In linea generale le **funzioni svolte** dal CdA possono essere riassunte nelle seguenti quattro voci (Carter et al., 2003; Mallin, 2004; Monks e Minow, 2003):

- 1) Monitoraggio e controllo dell'attività dei *manager* (ruolo disciplinante);
- 2) Controllo del rispetto delle leggi, delle normative e dei regolamenti;
- 3) Diffusione di informazioni e supporto nelle decisioni del *management*;
- 4) Gestione delle relazioni tra la società e l'ambiente esterno.

Dal punto di vista teorico le prime due voci fanno riferimento alla teoria d'agenzia di Fama e Jensen (1983) e Jensen e Meckling (1976), mentre le ultime due riguardano la c.d. "teoria della dipendenza dalle risorse" di Pfeffer e Salancik (1978), che verrà presentata più nel dettaglio nel Paragrafo 2.3.2 del Capitolo 2, attraverso un'interpretazione legata ai benefici della diversità all'interno del CdA.

---

<sup>6</sup> Codice di Autodisciplina Edizione 2011, art. 1, principio 1.P.2.

Per poter operare in maniera efficace, allineando gli interessi tra *managers* e azionisti (Jensen e Meckling, 1976), il Consiglio di Amministrazione è composto da **amministratori esecutivi e non esecutivi**.

- La gestione complessiva *day by day* è compito degli amministratori delegati (o del Comitato esecutivo), i quali rappresentano il braccio *esecutivo (management)* del governo.
- Gli amministratori non esecutivi, invece, hanno due ruoli principali: quello di consiglieri per il *top management* e quello di monitoraggio. Questi ultimi hanno un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari e contribuiscono fortemente al perseguimento dell'interesse sociale, ma generalmente hanno minori informazioni rispetto agli amministratori esecutivi sulla gestione, sui mercati d'impresa, sulla validità dei progetti attuati e sui costi opportunità trascurati.

In linea generica l'efficacia del controllo è data dal fatto che tra gli amministratori non esecutivi, un determinato numero di essi, proporzionato alla dimensione del CdA, possiede i requisiti di **indipendenza**<sup>7</sup>, assicurando quindi che si operi nell'interesse esclusivo della società e non del *management* o dei singoli azionisti. La richiesta di indipendenza è molto stringente nelle società che fanno ricorso al capitale di rischio e ancor di più per quelle quotate<sup>8</sup>.

Nonostante nell'ordinamento italiano non sia presente una definizione tecnica univoca di indipendenza, quella più completa appare nel Codice di Autodisciplina, in cui si possono individuare i seguenti requisiti per gli amministratori<sup>9</sup>:

- a) "non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto, relazioni economiche, commerciali e professionali, con la Società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o gruppo di azionisti che controllano la Società, di rilevanza tale da condizionarne l'autonomia di giudizio;
- b) non sono titolari, direttamente, indirettamente, o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo con un'influenza notevole sulla Società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della Società stessa;
- c) non sono stretti familiari di Amministratori esecutivi della Società o di soggetti che si trovino nelle situazioni indicate alle precedenti lettere a) e b)".

Oltre a questi, si aggiungono:

- d) "non devono essere stati degli esecutivi o dei dipendenti negli ultimi tre anni;

---

<sup>7</sup> In Italia si veda il "Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico della Finanza, Art. 147". Negli Stati Uniti si veda la "US SEC Regulation 14A Item 6b".

<sup>8</sup> Per le società quotate si applicano oltre agli articoli del Codice Civile, anche quelli inserite nel D. Lgs. n. 58/98 (il "TUF"): in particolare per le società che adottano il sistema tradizionale si applica l'articolo 147-ter, comma 3 che prevede che debbano avere almeno 1 amministratore indipendente se il consiglio è composto sino a 7 membri, almeno 2 se il numero è maggiore; si applica invece l'articolo 147-quater per le società che hanno adottato il sistema dualistico: tali imprese hanno l'obbligo di avere almeno 1 indipendente se il consiglio di gestione è composto da più di 4 membri; infine si rinvia all'art. 2409-septedecies c.c. per le società che abbiano adottato il sistema monistico.

<sup>9</sup> Relazione annuale sulla adesione alle raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina delle Società quotate. (Sez. IA.2.14 delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.). Disponibile all'indirizzo: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

e) non possono rimanere in carica per più di nove anni”;

In generale comunque rimane un concetto difficilmente misurabile e da mettere in pratica (García-Ramos e Gracia-Olalla, 2011). Emerge quindi la necessità di giungere ad una definizione unica che superi i problemi interpretativi e che individui dei criteri quantitativi di discernimento.

Ai fini della valutazione dell'indipendenza negli Stati Uniti, invece, si può riscontrare una recente evoluzione normativa mirata a rilevare, indirettamente, gli aspetti più “soft” delle relazioni interpersonali. Nel 2012 la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, analogo alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa in Italia (Consob), ha implementato la Sezione 952 del *Dodd-Frank Act*, imponendo agli *stock exchange* di inserire, tra le *listing rules*, delle previsioni specifiche in materia di composizione del comitato remunerazione e dell'utilizzo dei consulenti. I comitati di remunerazione non sono obbligati a selezionare consulenti indipendenti, ma sono tenuti a informare il mercato circa la valutazione di indipendenza dei consulenti scelti sulla base di sei requisiti specifici. Tra questi uno è proprio quello di assenza di “*any business or personal relationship of the advisor with a member of the compensation committee*”. La SEC quindi ha suggerito di prendere in considerazione, nella definizione di indipendenza, qualunque legame potenzialmente lesivo dell'indipendenza dei membri del comitato di remunerazione<sup>10</sup>. Da quanto presentato si può quindi constatare che sicuramente negli Stati Uniti è stato fatto un passo in avanti rispetto agli altri Paesi nel mondo e che seppur non sia ancora terminato il cammino verso una definizione più completa dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza degli amministratori, sicuramente si è in una fase più matura rispetto a quella italiana in cui il dibattito sui legami personali non si è ancora aperto.

Nonostante il diverso grado di maturità del concetto di indipendenza, la recente crisi finanziaria ha indotto a porre particolare attenzione sull'effettivo ruolo degli amministratori indipendenti come strumento di pressione e controllo sul *management* e tutela dell'espressione della minoranza. Molteplici studi condotti nella letteratura hanno dunque cercato di evidenziarne gli effetti sulle *performance* aziendali e sull'impatto nel mercato e di valutare l'adeguatezza della remunerazione percepita dagli amministratori, la loro reputazione e il grado di innovazione che apportano nell'impresa.

Un dettaglio sull'efficacia dell'indipendenza degli amministratori verrà svolta nel Capitolo successivo, alla luce dell'importanza della *board diversity* (Paragrafo 2.4).

---

<sup>10</sup> “It is important for the exchanges to consider other ties (legami personali) between a listed issuer and a director, in addition to share ownership, that might impair the director’s judgment as a member of the compensation committee. For example, the exchanges might conclude that personal or business relationships between members of the compensation committee and the listed issuer’s executive officers should be addressed in the definition of independence.” (SEC, 2012). Inoltre ha aggiunto che: “It is not possible to anticipate, or explicitly to provide for, all circumstances that might signal potential conflicts of interest (...). Accordingly, it is best that boards making “independence” determinations broadly consider all relevant facts and circumstance”. Si è discusso a lungo sul significato di “fattori rilevanti” e si è giunti a conclusione che la valutazione di uno spettro ampio di fattori potenzialmente rilevanti è affidata alla responsabilità del consiglio.

## b) Disciplina Del Debito

Oltre all'efficacia del Consiglio di Amministrazione, un ulteriore meccanismo di *governance* molto importante all'interno dell'azienda secondo Jensen e Meckling (1976) è quello attribuibile alla **funzione disciplinate del debito** nei confronti del *management*.

Tralasciando i vantaggi di tipo fiscale legati alla leva finanziaria in quanto dipendono da molti fattori tra cui il Paese preso in considerazione e il periodo temporale di riferimento, il debito può vincolare la discrezionalità del *manager* (Jensen, 1976), stimolandolo ad operare nel massimo interesse della società, piuttosto che compromettere le sue abilità manageriali e la sua reputazione mediante comportamenti opportunistici. La motivazione è legata al fatto che il debito ha natura vincolante, cioè comporta l'obbligo di rimborso dei creditori nei tempi previsti onde risultare inadempienti dal punto di vista giuridico. Tale circostanza genererebbe molteplici conseguenze: in primo luogo poiché il manager-azionista ha un diritto residuale sul profitto sociale, il maggior onere da sostenere in presenza di debiti aziendali sarebbe a carico dei proprietari dell'impresa (azionisti - *manager*); in secondo luogo come forma di tutela i finanziatori dell'impresa saranno indotti ad aumentare il costo del debito (ad esempio gli interessi) rendendo più difficile l'ottenimento di finanziamenti futuri, infine la minaccia di fallimento genera per il *manager* un elevato rischio di sostituzione. Per evitare tutte queste conseguenze e poter quindi disporre della quantità di *cash flow* adeguata al fine di adempiere alle prestazioni e poter investire in ulteriori progetti profittevoli, i *manager* saranno indotti non solo a ridurre l'asimmetria informativa verso l'esterno e i conflitti tra *insider* e *outsider*, ma anche a massimizzare i propri sforzi per salvaguardare il capitale, rinunciando ad effettuare investimenti svantaggiosi e ad indulgere in benefici non monetari<sup>11</sup>.

Ne consegue la riduzione dei problemi d'agenzia e dei costi ad essi associati, che si traducono in un incremento del valore dell'impresa (Fama, 1980; Masulis, 1988) e della sua crescita. In altri termini il debito può essere considerato uno strumento ulteriore oltre al *monitoring* degli amministratori (F. Rossi, R. J. Cebula, J. R. Barth, 2017). È bene comunque sottolineare che nonostante questi vantaggi il debito presenta anche dei costi che possono creare inefficienze di mercato, tra questi si distinguono: i costi di bancarotta e di ristrutturazione, le spese legali, i costi di transazione e di liquidità ecc. Per le seguenti motivazioni il debito, come il *takeover* che verrà presentato in seguito, rappresenta una soluzione imperfetta ai problemi d'agenzia, non sufficiente da solo, ma che è proficuo se adottato insieme ad altri meccanismi di *corporate governance*.

---

<sup>11</sup> Tra i benefici non monetari si distinguono l'auto aziendale, il cellulare, i buoni pasto, la cessione di beni aziendali a condizioni di favore, i fondi pensione: si tratta di benefici che possono essere previsti contrattualmente, ma anche essere frutto di comportamenti opportunistici del *manager*.

### c) Struttura dei diritti di voto

Uno strumento importante di disciplina del comportamento dei *manager* è offerto dalla struttura dei diritti di voto che determina la contendibilità del controllo dell'impresa e quindi la sua trasferibilità quando il *management* non è capace a gestire in maniera efficace l'azienda o attui dei comportamenti opportunistici volti a massimizzare i suoi interessi a scapito di quelli degli azionisti. Occorre infatti osservare che all'interno dell'impresa non tutti detengono azioni con diritti di voto: questo si traduce nel rischio di un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di pochi.

Le azioni si distinguono in *one-share-one vote* e in *dual class share*. Le prime offrono la stessa frazione di dividendi e il medesimo diritto di voto nell'assemblea generale, mentre le seconde a loro volta si suddividono in azioni di classe A, che permettono di avere un diritto di voto (o multiplo o plurimo) e quelle in classe B che non concedono alcun diritto di voto o al più permettono un voto singolo.

In base alla tipologia di azioni detenute l'azionista sarà più o meno in grado di **influire sulle decisioni** e scelte strategiche e amministrative dell'impresa e in parte si determinerà quella che sarà la **struttura proprietaria** dell'impresa (concentrata o diffusa).

Secondo Grossman e Hart (1988), la struttura di voto ottimale è quella offerta dalle azioni *one-share-one vote*, per le seguenti ragioni:

- si viene a creare un equilibrio tra il *possesso* (cioè il controllo esercitato sull'impresa grazie alle azioni detenute) e il *cash flow* (ossia il diritto ai dividendi);
- tale sistema impedisce che si verifichi l'espropriazione del controllo del *manager* quando le sue *performance* siano soddisfacenti e permette il trasferimento del controllo quando il proprietario (*manager*) non è capace di gestire l'impresa o quando indulge in benefici privati. Inoltre Grossman e Hart (1988) sostengono che la deviazione dalla struttura *one-share-one vote* dovrebbe essere maggiore quando è superiore il beneficio privato del controllo. In generale però si ritiene non necessario che tale struttura venga imposta alle imprese, in quanto i meccanismi di mercato riescono a penalizzare le imprese che non adottano tale sistema: nel caso di cattiva gestione, il prezzo delle azioni scende e il valore dell'impresa diminuisce, diventando scalabile (acquisibile) e quindi permettendo il cambio di proprietà.

### d) Large Shareholders e Investitori Istituzionali

Tra i soggetti facenti parte la struttura proprietaria della società si distinguono gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, i *large shareholders* e gli investitori istituzionali. Tra questi gli ultimi sono chiamati anche *blockholders*, ossia grandi azionisti non *insider* che detengono quote sostanziali di capitale (quote di "blocco" e non di "controllo" cioè anche quote piccole ma rilevanti), tali da indurli a ridurre fortemente i costi d'agenzia e aumentare il valore dell'impresa (Demsetz e Lehn, 1985).

- I *large shareholders* sono costituiti dalle famiglie fondatrici (che detengono una quota pari almeno al 5% della società), dalle imprese (le quali acquisiscono un'altra impresa interamente o una quota di essa), e dallo Stato (si intendono i fondi sovrani o quando il governo detiene il diritto di proprietà sull'impresa). Queste figure, grazie agli stimoli derivanti dalla rilevante quota detenuta, gestiscono l'impresa e monitorano l'attività del *management* al fine di promuovere le *performance* aziendali di lungo periodo (Alchian e Demsetz, 1972).

I *large shareholders* sono molto diffusi nelle società aventi una struttura proprietaria concentrata o a controllo familiare che, secondo gli studi di La Porta et al. (1999)<sup>12</sup>, offrono una minor protezione degli azionisti. Gli aspetti sulla struttura proprietaria e il grado di protezione degli investitori verranno approfonditi nel Paragrafo 1.2.3.

- Gli investitori istituzionali invece sono costituiti da fondi d'investimento, fondi pensione, fondi di *private equity*, compagnie assicurative e banche (questi ultimi solo nel caso ricoprono un ruolo di investitori e non di concedere prestiti), i quali decidono di investire nelle società parte della loro sostanziale quota di denaro. Anch'essi sono azionisti con una partecipazione societaria rilevante (ma non di maggioranza).

Gli argomenti a favore e contro questi grandi azionisti sono molteplici: tra gli aspetti positivi derivanti dalla loro partecipazione al rischio azionario dell'impresa si possono individuare il fatto che si tratta di figure estremamente competenti con capacità tecniche, giuridiche e finanziarie molto elevate (seppur in entità diversa a seconda della tipologia di *shareholders* o investitore istituzionale coinvolto) e che, per garantirsi elevate *performance* finanziarie nel lungo periodo, esercitano un'elevata pressione sul *management* affinché investa in attività di R&S che incrementino il livello innovativo dell'impresa<sup>13</sup>. Tra gli aspetti controversi invece si evidenzia soprattutto il rischio di collusione con il *management* a scapito degli azionisti di minoranza, limitando la diffusione di informazioni sull'impresa e causando la mancanza di un ruolo particolarmente attivo nell'attività di *monitoring*.

#### e) **Manager proprietario e imprese familiari**

Un ulteriore aspetto importante che potrebbe influire sulla riduzione dei conflitti di interesse tra proprietà e management è quella relativa alla struttura proprietaria dell'impresa, più precisamente la concentrazione delle azioni in mano ai *manager* dell'azienda. Secondo alcuni studiosi infatti un modo per incentivare il management a comportarsi correttamente e aumentare il benessere degli azionisti senza indulgere in benefici privati, è proprio quello di far sì che abbia una quota sostanziale di capitale e essere

---

<sup>12</sup> La Porta et al., *Corporate Ownership around the world*, The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517 Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association.

<sup>13</sup> Effettuando una distinzione tra le tipologie di investitori istituzionali, secondo lo studio di Baysinger et al. (2011), la relazione positiva emersa tra la spesa in R&S e la concentrazione proprietaria è dovuta proprio alla presenza di investitori istituzionali, piuttosto che a quella di investitori individuali. Tale evidenza è consistente con i risultati di altri studiosi (Jarell et al., 1985; Hall e Hansen, 1989)

coinvolto direttamente dai risultati derivanti dalle sue decisioni (Murphy, 1998): in tale circostanza infatti il *management* sarà interessato ad aumentare il valore delle azioni, coerentemente con gli obiettivi degli azionisti. Si verrà a ridurre quindi i costi di agenzia (come la minaccia di scalate ostile e gli strumenti di disciplina del CdA, Demsetz, 1983) e ci sarà meno bisogno di amministratori esterni (Hermalin e Weisbach, 1991). Tuttavia in generale secondo un'ampia letteratura sono presenti anche aspetti svantaggiosi derivanti dall'eccessiva concentrazione di azioni nelle mani di un'unica persona. Tra questi si evidenzia una riduzione della diversificazione del rischio aziendale, con la conseguente propensione a rinunciare ad alcuni progetti profittevoli ma ritenuti rischiosi dal *manager* (Rondi, 2007).

Hermalin e Weisbach (1991) esaminano questi aspetti su un campione di 142 imprese statunitensi, riscontrando dei risultati particolarmente interessanti: le *performance* dell'impresa, espressa mediante la Q di Tobin<sup>14</sup>, decrescono con la concentrazione delle azioni in mano al *management* oltre ad una certa soglia. Più nello specifico la profittabilità cresce quando i livelli di concentrazione sono molto bassi (minori del 1%) (quindi si riducono i costi agenzia), e decresce con una struttura proprietaria concentrata (maggiore di 20%), perché il *management* diventa troppo consolidato (*entrenchment*) e meno interessato al benessere degli azionisti<sup>15</sup>. In sintesi quindi il fatto che gli amministratori della società siano interni o esterni non è influente: ciò che impatta è la quota di partecipazione dei *managers* (Hermalin e Weisbach, 1991); tuttavia studi precedenti (Weisbach 1988, Hermalin e Weisbach, 1988) hanno mostrato che la struttura proprietaria è inversamente correlata con la proporzione di amministratori esterni.

Introducendo il concetto di struttura proprietaria dell'impresa, risulta importante fare un'osservazione sulle **imprese familiari**<sup>16</sup>. Si definiscono imprese a controllo familiare quelle organizzazioni controllate da un singolo individuo o dai membri di una famiglia che presentano una delle seguenti caratteristiche (Andres, 2008):

- Il fondatore e/o i membri della famiglia detengono più del 25% del capitale;
- Il fondatore e/o i membri della famiglia detengono meno del 25% del capitale, ma la famiglia rappresenta la maggioranza nei ruoli esecutivi o di monitoraggio.

In generale distinguendo tra imprese a controllo familiare e non, si possono individuare alcune tesi contrastanti:

- secondo Anderson e Reeb (2004) le imprese di tipo familiare presentano una struttura di *governance* più debole rispetto a quelle a gestione non familiare in quanto si viene a creare un conflitto di interessi tra chi esercita il ruolo esecutivo e chi invece è preposto alla vigilanza delle attività del

---

<sup>14</sup> Q di Tobin =  $\frac{\text{valore di mercato dell'impresa}}{\text{valore libro dell'impresa}} = \frac{\text{totale attivo} + \text{valore di mercato dell'equity} - \text{valore di libro dell'equity}}{\text{totale attivo}}$

<sup>15</sup> L'effetto marginale che si osserva quando la concentrazione è moderata (da 1% a 20%) è negativo per i livelli più bassi e positivo per quelli più alti (sebbene nessuno dei due effetti è significativamente diverso da zero).

<sup>16</sup> Generalmente le imprese familiari sono caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata e dai c.d. *blockholders*.

*management* (questi compiti sono infatti affidati alla stessa persona), traducendosi in *performance* inferiori e maggiori costi di agenzia.

- Pérez-Gonzàles (2006 e 2007) afferma invece che “l’espropriazione del benessere è superiore nelle imprese non familiari” e che le *family-firms* presentano una situazione finanziaria ed economica migliore, soprattutto se sono guidati da un CEO membro della famiglia (*more involved*) in quanto quest’ultimo non avrà incentivo a perseguire interessi privati. Gomez-Mejìa et al. (2007) e Habbershon e Williams (1999) dimostrano inoltre che nelle imprese familiari vi è un maggior interesse alla longevità dell’impresa.

Secondo Rubino et al. (2016)<sup>17</sup>, per comprendere a livello empirico il grado di coinvolgimento della famiglia nel *management* e le conseguenze che ne derivano, occorre distinguere tra:

- **Imprese *more involved***: i membri della famiglia occupano la posizione di CEO dell’impresa e di Presidente del consiglio di amministrazione (*Chairman*);
- **Imprese *less involved***: i ruoli di CEO e *Chairman* sono distinti.

I seguenti temi sulle imprese a controllo familiare verranno approfonditi nel Paragrafo 2.4 (punto a.) del Capitolo 2, a fronte dell’introduzione della teoria d’agenzia e la teoria della dipendenza dalle risorse.

#### f) Incentivi e schemi di retribuzione

Per quanto riguarda gli incentivi volti a ridurre i conflitti di interesse tra gli azionisti e i *manager*, si possono individuare anche quelli riguardanti le varie forme di remunerazione. Per fare in modo che il *management* sia stimolato a migliorare le *performance* dell’impresa è necessario che, oltre alla quota fissa di stipendio, una parte della sua retribuzione sia proporzionata ai risultati ottenuti (meccanismi ***pay for performance***) come: bonus, premi azionari e opzioni su azioni (*stock option*).

Ovviamente affinché questi meccanismi di incentivazione siano tali è necessario che il beneficio che ne deriva sia superiore al costo che il *manager* dovrebbe sostenere qualora implementasse un comportamento opportunistico.

In generale comunque la loro efficacia dipende dal Paese, dal contesto istituzionale e giuridico in cui vengono implementati e dalla stessa impresa considerata.

---

<sup>17</sup> F. E. Rubino, P. Tenuta, D. R. Cambrea, “Board characteristics effects on performance in family and non-family business: a multi-theoretical approach”, 2016. L’analisi condotta da questi autori si basa su un campione di 193 imprese italiane in un periodo temporale che copre 11 anni (2003-2013).

## 1.2.2. Meccanismi Esterni

### a) Pressione competitiva sul mercato

Si possono distinguere due tipologie di pressione competitiva: quella sul mercato dei beni (Hart, 1983) e quella sul mercato dei *manager*.

- La prima forma di pressione è relativa al fatto che grazie alla concorrenza, le imprese per poter sopravvivere nel mercato devono riuscire ad essere efficienti e a sviluppare un **vantaggio competitivo** rispetto ai rivali (Leibenstein, 1966). In questi termini il timore di aumentare la probabilità di fallimento e di minare la propria **reputazione** incentiva il *manager* a ridurre gli sprechi di risorse e il ricorso a comportamenti opportunistici.

Inoltre grazie ai meccanismi della competizione, i problemi relativi all'**asimmetria informativa** sono ridotti, in quanto le imprese risultano più incentivate ad offrire maggior trasparenza verso l'esterno per mostrare il proprio vantaggio competitivo. Risultano quindi più agevoli il confronto tra imprese operanti sullo stesso mercato (Hart, 1983) e la stima dello sforzo attuato dal *management* per perseguire gli obiettivi dell'impresa<sup>18</sup>.

- Dall'ultima osservazione presentata è possibile introdurre il concetto di pressione competitiva sul mercato dei *manager* (o CEO). Grazie infatti alle informazioni trasmesse all'esterno, è possibile effettuare delle valutazioni sulle *performance* di un dato settore e correlare tale andamento alla remunerazione dei *manager*. In particolare affinché la competizione esista è necessario che tale compenso sia strettamente correlato ai risultati ottenuti dall'attività del *management* e alle sue competenze e *skills* (si parla di meccanismi **pay for performance**).

Secondo però alcuni studiosi (Fama 1980b) un ulteriore fattore estremamente importante per allineare gli interessi del *management* a quello degli azionisti in un contesto fortemente competitivo, oltre alla remunerazione, è quello della **reputazione** che il *manager* sarà motivato a costruirsi affinché possa continuare ad essere "attraente" per il mercato. Secondo Fama (1980b) infatti l'impresa è in grado in qualunque momento di sostituire un *manager* incapace con uno più competente: quindi la minaccia di essere sostituiti e subire non solo una perdita di tipo monetaria (relativa alla remunerazione), ma anche reputazionale (Jensen e Murphy, 1990b), incentiverebbe il *management* a non perseguire i propri interessi privati ma a massimizzare quelli dell'impresa. Tuttavia secondo alcune evidenze empiriche l'incentivo reputazionale diminuisce con la *tenure*, l'*entrenchment* e a fine carriera.

---

<sup>18</sup> Diverso invece è il caso dei mercati monopolistici in cui le cattive *performance* economiche dell'impresa possono essere facilmente imputate a fattori esogeni all'impresa (o alla *bad luck*).

## b) Minaccia di takeover

Analizzando i meccanismi esterni, la scalata (o *takeover*) rappresenta un meccanismo molto importante per la trasferibilità dei diritti residuali e del controllo del *management*, attraverso l'acquisizione o lo scambio di grandi quote di azioni (51%). Nel caso di inefficienza della gestione aziendale, il mercato reagisce abbassando il prezzo delle azioni e diminuendo conseguentemente il valore dell'impresa *underperforming (target)*. A questo punto un'impresa scalatrice (*raider*) può decidere di lanciare un OPA (offerta pubblica di acquisto) acquisendo a basso costo le azioni necessarie per detenere il controllo della società *target*, risanarla e rivenderla a un prezzo superiore guadagnando dall'investimento effettuato. Il *takeover* costituisce una soluzione al problema dell'opportunismo manageriale in quanto permette la sostituzione del *manager*, ma si tratta di una "soluzione imperfetta" in quanto è comunque un'operazione costosa e non facile da realizzare:

- l'elevato **costo** della scalata è relativo sia ai costi legali e di riorganizzazione interna sia al fatto che mediante l'OPA viene lanciato un messaggio esterno di sottovalutazione dell'impresa che potrebbe scatenare una reazione al rialzo nel mercato finanziario volta all'ottenimento del controllo, rendendo tale meccanismo ancora più costoso;
- la **difficoltà** nel suo realizzo invece è legata all'incertezza dell'esito: affinché la scalata sia efficace è necessario infatti che la minaccia di *takeover* sia credibile in modo da incentivare il *management* a massimizzare la profittabilità dell'impresa per non essere espropriato dal proprio incarico.

La credibilità dipende da molti fattori, alcuni interni all'organizzazione aziendale altri esterni. Tra i primi si riscontra la possibilità da parte degli amministratori di adottare delle strategie difensive contro la scalata che contrastano la sua buona riuscita (pillole avvelenate, terra bruciata, *greenmail*, paracadute d'oro...). Inoltre l'efficacia di tale meccanismo dipende profondamente dalla struttura proprietaria in cui si genera (più è frammentata, più è efficace), dalla legislazione del paese che può essere più o meno favorevole, dal buon funzionamento dei mercati finanziari e del mercato dei *manager*, e dall'adeguatezza e trasparenza delle informazioni concernenti l'impresa. Possono inoltre essere presenti regole statutarie, leggi anti-scalata e codici di autodisciplina che definiscono le condizioni per il *takeover*.

Per i seguenti motivi la scalata è prevalentemente utilizzata nelle imprese ad azionariato diffuso in cui l'incentivo del singolo azionista<sup>19</sup> a controllare l'operato del *management* è molto basso (in quanto in tal caso i costi che dovrebbe sostenere sarebbero interamente a suo carico, mentre i benefici che si genererebbero sarebbe distribuito tra tutti gli azionisti) e come metodo estremo nel caso in cui gli altri meccanismi di disciplina del *management* non siano stati sufficienti

---

<sup>19</sup> Si parla di visione atomistica della proprietà – Berle e Means, 1932 – secondo cui all'interno dell'impresa sono presenti molti azionisti ma ognuno dei quali detiene una quota di capitale molto piccola.

### 1.2.3. Contesto istituzionale

Nonostante la *corporate governance*, mediante i meccanismi interni e il modello di governo adottato, risulti di fondamentale importanza per la mitigazione dei problemi relativi ai conflitti di interesse tra i *manager* e gli azionisti, si è dimostrata in più circostanze non sufficiente a evitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza o a impedire scandali finanziari in tutto il mondo (Enron, WorldCom e Lehman Brothers negli Usa, Parmalat in Italia, Volkswagen in Germania e Toshiba in Giappone). I fallimenti e le frodi di grandi imprese e similari avendo avuto ripercussioni molto profonde sul sistema economico, finanziario e sociale dei Paesi in cui si sono verificati, hanno fatto accendere i riflettori sull'efficacia dei consigli di amministrazione nel controllo e monitoraggio dell'impresa.

Da quanto fin qui presentato si evince l'esigenza nazionale ed internazionale di definire regole di buon governo societario volte a ridurre il *gap* tra i sistemi di *corporate governance* e i mercati globali, spingendo maggiormente verso la necessità *anche* di interventi governativi<sup>20</sup> che vincolino, mediante opportune legislazioni e meccanismi di autoregolamentazione, i vari attori coinvolti a comportarsi nel rispetto delle normative in tema di diritto societario, senza comunque compromettere la libertà d'iniziativa delle imprese stesse. La responsabilità dell'impresa nei confronti dell'ambiente in cui opera presuppone un obbligo di trasparenza, integrità e indipendenza, il rispetto delle regole e una struttura di controllo adeguata che tuteli anche i piccoli azionisti. Tali requisiti sono particolarmente stringenti per le società quotate e rappresentano proprio l'elemento di connubio tra i meccanismi di *governance* interni e quelli esterni.

#### a) L'informativa societaria

In Italia il primo importante intervento normativo in questi termini è rappresentato dall'entrata in vigore della cosiddetta "**Legge Draghi**" nel 1998, con lo scopo di precisare i ruoli dei diversi organi societari delle imprese quotate italiane e gli obblighi informativi a cui devono sottostare. In generale l'**informativa societaria** italiana presuppone che vengano rese pubbliche alcune informazioni sulla *governance* e "sull'organizzazione interna della società e del suo modo di operare".

Successivamente, a fronte di alcuni scandali societari, si è resa necessaria l'emanazione della "**Legge del risparmio**" (legge n.262/2005), con disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. L'obiettivo ancora una volta era quello di offrire una maggior trasparenza ed efficacia dei mercati e un'ulteriore tutela delle minoranze.

Contestualmente agli obblighi normativi, negli ultimi decenni molti Paesi hanno introdotto vari **Comitati** di controllo e remunerazione, e forme di autoregolamentazione. Tra questi si individuano i **Codici di**

---

<sup>20</sup> Un approfondimento di tali interventi da parte dello Stato verrà effettuato nel Capitolo 5, analizzando nello specifico le azioni volte ad incrementare la *gender diversity* nelle società.

**Autodisciplina**<sup>21</sup> che stabiliscono regole di comportamento e suggerimenti di tipo non vincolante sul funzionamento degli organi societari (*Code of Best Practice*)<sup>22</sup>. Inoltre richiedono, qualora l'impresa si discosti da tali raccomandazioni, di indicare la motivazione e la modalità alternativa con cui si è deciso di operare. Ciò che ha spinto molte imprese a ricorrere a questi codici di condotta è stata la volontà di offrire una più intensa tutela degli azionisti<sup>23</sup> tramite una maggior trasparenza verso l'esterno, al fine di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato dei capitali.

## b) Ordinamento giuridico e grado di tutela degli investitori

Un aspetto importante da evidenziare è che i meccanismi di *corporate governance* sono applicati in maniera diversa nei vari contesti giuridici, poiché riflettono le differenze tra i vari Paesi in termini di cultura, assetti proprietari, tradizioni legali, storiche, ecc...<sup>24</sup>. Ne è un esempio l'esistenza dei differenti modelli di governo precedentemente introdotti nel Paragrafo 1.2.

Recenti studi hanno infatti mostrato che tra le imprese quotate, le differenze di strutture proprietarie e di *governance* (intese in termini di ampiezza del mercato dei capitali, politiche dei dividendi, accesso alla finanza esterna ed efficienza nell'allocazione degli investimenti) sono spiegabili sia concettualmente che empiricamente analizzando il contesto socio-politico e legislativo del Paese in cui si sviluppano, sia in termini di sistema di leggi da rispettare sia come efficacia della loro attuazione ("*enforcement*")<sup>25</sup>.

Si parla di approccio "*Law and Finance*", che trova i massimi esponenti in La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Aishny R., con articoli pubblicati a partire dagli ultimi anni Novanta che si pongono come obiettivo la comprensione dell'origine delle differenze sopra menzionate, la valutazione delle possibili strategie di *corporate governance* adottabili e dei meccanismi attraverso i quali gli investitori

---

<sup>21</sup> Ad esempio il Codice di autodisciplina in Italia (detto Codice Preda, 1999) tratta dei seguenti temi:

art. 1 – il ruolo del consiglio di amministrazione; art. 2 – la composizione del consiglio di amministrazione; art. 3 – gli amministratori indipendenti; art. 4 – istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione; art. 5 – nomina degli amministratori; art. 6 – la remunerazione degli amministratori; art. 7 – sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; art. 8 – sindaci; art. 9 – il rapporto con gli azionisti; art. 10 – sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

<sup>22</sup> "Il Codice è un modello di riferimento di natura organizzativa e funzionale ed in quanto tale non è fonte di alcun obbligo giuridico" (Comitato per la *Corporate Governance* delle Società Quotate Borsa Italiana S.p.A., 1999).

Nella maggior parte dei Paesi tali codici non sono emessi dagli organi governativi, ma dalle istituzioni dei mercati finanziari i quali ne verificano e valutano l'effettiva applicazione, insieme al consiglio di amministrazione aziendale.

<sup>23</sup> Nel codice di Autodisciplina della Consob si parla "semplicemente" di "azionisti" in quanto si ritiene che tutelando queste figure si possano tutelare indirettamente tutti gli *stakeholders* della società (clienti, fornitori, creditori, dipendenti, comunità e ambiente).

<sup>24</sup> Per i seguenti motivi imprese che operano in contesti diversi avranno strutture governative differenti, ma può anche accadere che si riscontrino differenti meccanismi di governo e gestione *manageriale* dei problemi interni tra imprese appartenenti allo stesso settore, in quanto ogni realtà aziendale si differenzia dall'altra secondo la propria struttura proprietaria, politica e culturale (B. Hermalin, 1991).

<sup>25</sup> Secondo la Porta et al. (1999) l'approccio basato sul contesto giuridico (e più precisamente incentrato sul grado di protezione degli investitori esterni) è quello più adatto per comprendere a pieno l'efficacia della *corporate governance* in differenti Paesi. Tradizionalmente l'approccio utilizzato era quello che distingueva le imprese in base al sistema finanziario adottato: *market-centered corporate governance systems* e *bank-centered corporate governance systems*. Il primo offre maggiori opportunità di crescita degli *asset* e permette una maggior diversificazione, mentre il secondo permette alle imprese di focalizzarsi nel lungo periodo ed è sostitutivo ai *takeover* ostili (La Porta et al., 2000): in generale entrambi i sistemi presentano degli aspetti positivi e negativi, ma non sono sufficienti per comprendere le differenze in termini di *corporate governance* tra i vari Paesi e soprattutto non sono sufficienti a stimolare lo sviluppo dei mercati finanziari, in quanto questi necessitano di ulteriori strumenti che tutelino gli interessi degli investitori esterni. Per tale motivo La Porta et al. introducono un nuovo punto di vista nello studio di questi temi.

esterni, i creditori (detti “outsiders”) e gli azionisti di minoranza possono proteggersi<sup>26</sup> contro l’espropriazione dei *manager* o degli azionisti di controllo (detti “insiders”).

Questi aspetti risultano di fondamentale importanza poiché nei Paesi in cui il **grado di tutela** degli investitori è inferiore, il rischio di espropriazione è più alto ed è minore il numero di investitori esterni che finanziano l’impresa (in quanto si ha minor probabilità che il ritorno dei propri investimenti si “materializzi” in qualcosa di produttivo). Ne consegue che gli investitori saranno meno incentivati ad allocare le proprie risorse finanziarie nella società, se non gode di una buona reputazione, per non dover essere condizionati e dipendenti dalle forme di tutela esistenti<sup>27</sup> e dal livello di *enforcement* che in generale è legato all’efficienza del sistema giudiziario, alla qualità delle misure adottate per il rispetto degli standard richiesti (e quelli contabili), la presenza di leggi specifiche, il grado di corruzione e il rischio di espropriazione<sup>28</sup>. Ciò in parte spiega il perché alcune imprese ottengono maggiori fondi in alcuni Paesi piuttosto che altri.



Figura 1: Importanza del grado di tutela degli investitori e conseguenze relative alla bassa protezione

Per poter comprendere meglio le osservazioni messe in evidenza, di seguito verrà presentata una breve panoramica della tradizione giuridica occidentale, in modo da individuare la relazione tra il valore per gli azionisti (e le *performance* aziendali) e le caratteristiche del modello di ordinamento adottato dai Paesi. Si possono individuare due tipologie di sistemi giuridici che si distinguono tra di loro sia per origine e contesto socio-culturale di sviluppo sia per la differente struttura e il ruolo che la formazione pratica e accademica hanno nell’analisi dei casi concreti.

### ➤ Il Civil Law

Al livello mondiale, il modello di ordinamento giuridico dominante rimane quello del *Civil Law* che raggruppa le esperienze diffusasi in epoca medievale nell’Europa continentale e ha la sua radice nel diritto romano. Secondo la tradizione giuridica del *Civil Law* si possono distinguere molteplici sottofamiglie: quella latina, germanica, nordica, post-socialista e latino-americana. Il sistema del *Civil Law* si sviluppa

<sup>26</sup> Tra i diritti di cui godono gli azionisti di minoranza e per cui sono tutelati dalle leggi si possono individuare:

- Il diritto di richiedere la convocazione dell’assemblea straordinaria
- Il diritto di partecipare alle assemblee dei soci
- Il diritto di voto per la nomina degli amministratori
- Il diritto di ricevere i dividendi seconda la quota di capitale posseduta
- Il diritto di denuncia di comportamenti opportunistici da parte dei consiglieri ecc.

<sup>27</sup> Le forme di tutela includono regole interne imposte dalle imprese stesse, come ad esempio la minaccia di scalate (“takeover”), le limitazioni al trasferimento di azioni e le particolari strutture dei diritti di voto, ma anche l’introduzione di procedure fallimentari, gli strumenti di pressione sulla competizione, le regolamentazioni sulla borsa valori e il rispetto di standard contabili specifici (La Porta et al., 2000).

<sup>28</sup> L’applicazione di queste regole (*enforcement*) è garantita dai mercati regolamentati, dalle corti, e da coloro che partecipano in modo attivo nel mercato (La Porta et al., 2000).

infatti in un'epoca in cui l'Europa non costituisce ancora un'unità politica, per cui non nasce da un potere politico specifico o dalle strutture di governo all'epoca esistenti, ma è stata fondata su una comunità di culture.

La natura attuale del diritto del *Civil Law* è di tipo **legislativa positiva**, cioè si basa prevalentemente sul ricorso ad atti normativi scritti (codici, leggi, regolamenti, costituzione...) che disciplinano in maniera generale e astratta i casi che possono essere condotti di fronte al giudice. In altri termini non vengono analizzati dei casi specifici, ma sono regolamentate delle ipotesi generali da cui si dovrà estrapolare mediante interpretazione il fatto tipico concreto corrispondente alla fattispecie astratta. Risulta evidente il ruolo secondario assunto da giudice, il quale ha una formazione prettamente accademica, rispetto al ruolo determinante degli strumenti di diritto scritto quali le leggi e i codici. Quanto detto però non significa che l'immagine della legge in senso formale rappresenti l'unica fonte del diritto: ad esempio si possono individuare anche la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea e della Corte Costituzionale e gli usi e i costumi che possono costituire in alcuni casi degli atti normativi.

#### ➤ Il Common Law

Il modello di ordinamento del *Common Law* ha origine nella tradizione giuridica anglosassone sviluppatosi storicamente in Inghilterra a partire dal 1066 grazie alla giurisprudenza delle corti istituite dai re normanni e dai loro successori. Si tratta di un ordinamento giuridico di tipo giurisprudenziale che accomuna l'Inghilterra, l'Irlanda, il Canada (ad eccezione del Quebec), gli Stati Uniti, l'Australia e la Nuova Zelanda. Una delle dottrine fondamentali del *Common Law* è quella che viene chiamata "teoria dichiarativa del precedente giudiziario": le sentenze passate emanate dal giudice hanno natura vincolante, in quanto ciò che è stato enunciato nella decisione precedente rappresenta la verbalizzazione di una regola di diritto consuetudinario<sup>29</sup>. Nel corso degli anni tuttavia al fine di preservare il principio della certezza del diritto, si è ritenuto più opportuno non ritenere i precedenti giudiziari come strettamente vincolanti, pur continuando a tenerli nel massimo conto. Il ruolo dei giudici rimane comunque fondamentale tanto che ricevono una formazione molto pratica e il sistema di leggi risulta una fonte normativa di secondo grado<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> La consuetudine si compone di una serie di norme non scritte e richiede che il giudice sia vincolato a considerare come regola di diritto il risultato raggiunto nella sentenza precedente sulla base dei fatti che quei giudici hanno considerato come rilevanti ai fini della decisione.

<sup>30</sup> L'esperienza giuridica statunitense si differenzia leggermente da quella inglese: per quanto infatti la realtà americana e quella inglese siano accomunate da una lingua unica, presentano una storia e una tradizione socio-culturale molto differente: l'Inghilterra è una nazione compatta con una popolazione relativamente stabile che presenta una tradizione accentrata sulla città londinese; gli Stati Uniti invece sono una nazione multietnica, con una tradizione policentrica. Negli Stati Uniti si può dire che la ricezione del sistema di *Common Law* si è completata solo nel XX secolo, a seguito di una profonda rielaborazione dei materiali e degli schemi giuridici inglesi. In generale nonostante rimanga comunque un diritto di tipo giurisprudenziale, la trattatistica giuridica si è diffusa moltissimo rispetto all'Inghilterra. La fonte più importante del diritto statunitense è infatti la Costituzione scritta, per cui se il giudice dovesse giudicare un caso a cui si applicherebbero sia una disposizione della costituzione sia una norma di legge ordinaria, si dovrà sempre mantenere la conformità alla costituzione e questo vale per qualunque regola di diritto, compresa quella di *Common Law*. Secondo lo *stare decisis*, seppur il giudice di uno Stato possa ispirarsi alla giurisprudenza di un altro Stato (senza rispettare in modo rigido il criterio del precedente vincolante), sono tutelati la certezza e la conoscibilità del diritto con il principio di "riconoscere la nuova regola, ma applicare la vecchia" (c.d. *prospective overruling*).

Nonostante le grandi differenze che caratterizzano questi due ordinamenti, definire il *Common Law* esclusivamente come un diritto consuetudinario e il *Civil Law* come un sistema di diritto scritto non è corretto, soprattutto alla luce dell'evoluzione del primo ordinamento durante il XX secolo che oggi giorno si avvia ad essere sempre più simile alla struttura degli altri stati europei. In generale comunque si può assistere ad una sorta di contaminazione e convergenza tra le due culture giuridiche. Da un lato nei sistemi di *Common Law* si sta diffondendo l'emanazione di provvedimenti legislativi, dall'altro negli ordinamenti del *Civil Law* si sta evidenziando una predisposizione maggiore a riconoscere le sentenze delle giurisdizioni superiori con un certo carattere vincolativo.

Entrando ora nel merito dell'efficacia degli ordinamenti giuridici adottati dai singoli Paesi in relazione ai meccanismi di *corporate governance*, molteplici studi, principalmente condotti da La Porta et al., (1998, 1999, 2000) hanno evidenziato che i sistemi di **Common Law** sono caratterizzati da un "**market-oriented system**", ossia l'attività di monitoraggio volta a massimizzare gli interessi degli *stakeholders* è messa in atto dal mercato esterno ed è intesa come remunerazione del capitale di rischio su cui si è investito. Per tale ragione le imprese sono di grandi dimensioni e contraddistinte da una struttura proprietaria frammentata, con una separazione tra proprietà e controllo e un elevato ricorso al mercato finanziario il quale tende a limitare la discrezionalità del *manager* anche mediante strumenti di remunerazione basati sulle *performance* aziendali (come ad esempio gli "*stock options*").

Nei Paesi in cui si applica il **Civil Law**, invece, si parla di "**insider system**", in cui il controllo è frutto dell'attività dei principali portatori di interesse nell'impresa ed è ben chiaro l'azionariato di maggioranza. Si riscontra un minor ricorso al mercato finanziario (vengono scambiate solo una piccola parte delle azioni) e spesso la proprietà si trasferisce mediante l'accordo tra le parti. Non vi è una netta separazione tra proprietà e controllo, ma essendo imprese caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà (tipicamente a controllo familiare o da parte di istituti di credito come banche o enti pubblici o lo Stato), è presente uno "zoccolo duro". Si tratta di un gruppo di controllo o meglio di "blocco", formato da investitori che detengono quote sostanziose di capitale dell'impresa ("*blockholder*") mediante sindacati di voto, partecipazioni piramidali e partecipazioni reciproche. In un contesto di questo tipo all'interno dell'impresa non emerge più il problema relativo ai conflitti di interesse tra *manager* e azionisti in quanto sono identificati sostanzialmente in una stessa figura (tipologia 1). Il problema d'agenzia che si genera in questi casi però è legato all'equilibrio tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, i quali essendo meno rappresentati, hanno minor potere decisionale (tipologia 2).

In generale, dall'analisi condotta dagli autori del paper "*Investor protection e corporate governance*" (La Porta et al., 2000) su 49 Stati, emerge che (vedi Tabella 1)<sup>31</sup> i paesi guidati

---

<sup>31</sup> Nella Tabella 1 la variabile "*Antidirector rights index*" è una sintesi della misura della protezione degli azionisti, che può assumere i valori da zero a sei; la variabile "*Creditor rights index*" misura il livello di protezione dei creditori attraverso strumenti legali (il range dei suoi valori è tra

dall'ordinamento del **Common Law**, sono quelli che presentano una **maggior tutela** per gli investitori *outsiders* (classificati in azionisti e creditori), mentre nei Paesi del **Civil Law**, in particolare per il caso francese, la **protezione è la più bassa**.



Figura 2: Struttura proprietaria delle imprese in base all'ordinamento giuridico del Paese

La Germania e i Paesi scandinavi, invece, pur avendo un ordinamento di *Civil Law*, si collocano in una posizione intermedia tra i due estremi. Dai risultati empirici è emerso inoltre che la qualità dell'*enforcement* è maggiore nei Paesi più ricchi: in particolare i paesi scandinavi e germanici hanno un punteggio più elevato, mentre quelli a tradizione francese hanno, anche in questo caso, il valore più basso.

Tabella 1: Grado di protezione degli outsider secondo il sistema giuridico di riferimento

Legal Origin					
Variables	Common Law (18 countries)	French Civil Law (21 countries)	German Civil Law (6 countries)	Scandinavian Civil Law (4 countries)	World average (49 countries)
<b>Measures of Shareholder protection</b>					
Antidirector rights index	4,00	2,33	2,33	3,00	3,00
<b>Measures of creditor protection</b>					
Creditor rights index	3,11	1,58	2,33	2,00	2,30
<b>Measures of enforcement</b>					
Efficiency of the judicial system	8,15	6,56	8,54	10,00	7,67

Fonte: La Porta e altri (2000).

In generale si possono distinguere due motivazioni, individuate dagli autori del *paper*, che giustificano la maggior tutela per gli investitori offerta dal sistema di *Common Law* rispetto a quella del *Civil Law*.

- La **motivazione "giuridica"** (Coffee, 2000; Johnson et al., 2000b), è legata al fatto che nei paesi del *Common Law*, la dottrina giurisprudenziale garantisce maggior discrezionalità ai giudici i quali devono valutare ogni volta il fatto verificatosi, interpretandolo secondo i principi di equità ("*fairness*") e lealtà ("*fiduciary duty*"): risulta quindi più semplice disciplinare fatti specifici che si discostano dal caso precedente, consentendo al giurista di riadattare con più facilità le regole del singolo caso concreto o di crearne delle nuove. Generalmente inoltre i Paesi del *Common Law* sono più inclini ad offrire una maggior

zero e 4); infine la variabile "*Efficiency of the judicial system*" esprime la media delle valutazioni degli investitori, espressa su una scala da zero a dieci, sulle condizioni del sistema giudiziario di ciascun Paese tra il 1980 e il 1983. In generale si tratta di misure qualitative.

tutela agli *outsiders* della società anziché agli *insiders* (ad esempio mediante l'introduzione dell'informativa societaria obbligatoria), e il loro scopo principale è quello di sanzionare l'espropriazione piuttosto che proibirla (La Porta et al., 2000).

Diverso invece è il caso del *Civil Law* in cui il diritto è basato prevalentemente su leggi scritte e codici, a cui i giudici devono attenersi per disciplinare i casi concreti avvenuti. Il vantaggio prevalente legato alla creazione parlamentare del diritto che assicura una maggiore certezza e democraticità alle sentenze tuttavia si rivela essere anche il limite del seguente sistema giuridico in quanto ogni cambiamento o abrogazione delle norme richiede tempi molto lunghi. Secondo il giudizio degli studiosi inoltre gli *insiders* dell'impresa possono individuare dei meccanismi non esplicitamente vietati dagli statuti per espropriare gli azionisti di minoranza e i creditori, aggirando in questo modo la legge.

- Tuttavia secondo La Porta et al. (2000), questa spiegazione non è sufficiente, ma occorre analizzare anche il **contesto storico-politico** delle differenti **tradizioni legislative**.

Per i Paesi a cui si applica l'ordinamento del *Civil Law* l'intervento dello Stato nelle attività e decisioni economiche è molto più forte e gli aspetti legislativi risultano di fondamentale importanza per la regolazione societaria<sup>32</sup>. Tale ordinamento infatti nasce per difendere lo Stato dai comportamenti di espropriazione

Il concetto di *Common Law* invece nasce con l'ottica di offrire maggior protezione alla proprietà privata contro l'elevato potere della Corona nel Regno Unito: negli anni questa considerazione si è potuta estendere anche come meccanismo di tutela della proprietà degli azionisti e degli investitori.

### c) Conseguenze della protezione degli investitori

Gli studi condotti nella letteratura hanno cercato di comprendere l'impatto della **normativa** sulla tutela dei creditori e azionisti, analizzando come questa possa influenzare e incidere sugli assetti proprietari dell'impresa, sullo sviluppo dei mercati finanziari, sull'allocazione delle risorse reali e sulla distribuzione dei dividendi.

#### **Struttura proprietaria dell'impresa**

In particolare è presente un'ampia letteratura che evidenzia come la struttura proprietaria dell'impresa varia in base alla tradizione legislativa dei vari Paesi in cui si è diffusa e dall'efficacia dell'*enforcement* delle leggi:

- più la protezione legale degli azionisti e degli investitori è elevata e migliori sono gli standard relativi all'*accountability*, minore risulta la concentrazione proprietaria e la presenza di imprese a controllo

---

<sup>32</sup> È proprio in un contesto di questo tipo, infatti, che il sistema del *Civil Law* è riuscito a imporsi e a diffondersi: quasi a giustificare il grande potere e l'ingerenza dello Stato nell'economia.

familiare. Alcuni studi hanno anche evidenziato che le **widely-holding company** risultano più diffuse nei Paesi in cui è presente una **buona protezione** degli investitori (La Porta et al., 1999, 2000).

- Al contrario, molteplici evidenze mostrano che i Paesi con una **bassa protezione** degli interessi degli investitori esterni (più nello specifico in quelli di origine francese) tipicamente presentano una struttura di controllo dell'impresa **più concentrata**, e persino le società più grandi risultano controllate o dalle famiglie fondatrici (che nel 64% dei casi fanno parte anche del *management* dell'impresa, secondo La Porta et al., 1999<sup>33</sup>), o da coloro che acquisiscono l'impresa (La Porta et al., 1998, 1999<sup>34</sup>). Ciò è spiegabile in parte dal fatto che per ottenere finanziamenti esterni in circostanze di questo tipo (cioè minor protezione) diventa di fondamentale importanza la buona reputazione dell'impresa che generalmente secondo molti studiosi è garantita in un contesto familiare (maggior *monitoring* del *management*), ma in parte anche perché per evitare comportamenti opportunistici da parte del *manager* e poter avere il controllo sull'impresa, il singolo azionista tende a detenere più capitale possibile (per avere incentivo al *monitoring*) e maggiori diritti di voto (La Porta et al., 1999; Bebchuk, 1999). Ulteriori studi trovano inoltre evidenza del fatto che la concentrazione proprietaria nei Paesi a bassa protezione degli azionisti è una conseguenza della minor liquidità del mercato (Bhide, 1993; Maug, 1998).



Figura 3: Struttura proprietaria dell'impresa in base al grado di protezione degli investitori (e al sistema giuridico del Paese di riferimento)

A livello di diffusione nel mondo, La Porta et al. (1997, 1998, 1999) affermano che l'immagine dell'impresa a proprietà diffusa suggerita da Berle e Means (1932) non rappresenta il modello d'impresa più esteso, anzi sostengono che sia piuttosto rara secondo alcune definizioni di "controllo": più nello specifico dai loro studi emerge che questa struttura proprietaria è più comune nelle grandi società dei Paesi caratterizzati da una buona protezione degli azionisti di minoranza (che generalmente sono anche più ricchi e seguono il *Common Law*), come ad esempio negli Stati Uniti<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> Tale percentuale di famiglie per i Paesi che offrono una buona protezione degli azionisti è pari al 75%.

<sup>34</sup> La Porta et al., *Corporate Ownership around the world*, The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517 Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association.

<sup>35</sup> I risultati empirici evidenziati dagli autori del *paper* (La Porta et al., 1999) sono stati ottenuti prendendo in considerazione un campione dei 27 Stati economicamente più sviluppati nel mondo. La scelta di escludere i Paesi meno sviluppati economicamente è legata al fatto che in tal caso l'incidenza delle imprese familiari o controllate dallo Stato sarebbe molto elevata e quindi la prevalenza di quelle a proprietà diffusa sarebbe significativamente molto più bassa.

Inoltre secondo alcune evidenze empiriche la maggior parte delle imprese nel mondo possiedono un azionista di maggioranza, rappresentato da una famiglia o dallo Stato (*large shareholders*)<sup>36</sup>, che esercita il beneficio del controllo in termini superiori rispetto alla frazione di capitale detenuta, prevalentemente mediante la creazione di gruppi piramidali<sup>37</sup> (26%), l'utilizzo di differenti categorie di azioni (18,6%) e le partecipazioni incrociate (3%)<sup>38</sup> (La Porta et al., 1999).

Come verrà analizzato nel dettaglio nel Capitolo 5, la tradizione giuridica con cui è governata l'Italia è il *Civil Law*, dove la maggior parte delle grandi imprese sono a controllo statale (40%), seguono le imprese ad azionariato diffuso con il 20% e poi quelle a controllo familiare (15%); per le medie imprese invece le percentuali sono rispettivamente: 30%, 10%, 60%<sup>39</sup> (La Porta et al., 1999).

### **Mercati finanziari**

Recenti ricerche dimostrano che la protezione degli investitori incoraggia lo sviluppo dei mercati finanziari. Più precisamente:

- quando sono tutelati i *diritti dei creditori*, risultano favoriti i prestiti bancari (tassi di interessi inferiori) e quelli provenienti dal mercato, in quanto recepiscono una maggior protezione del proprio capitale;
- quando è offerta una maggiore tutela dei *diritti degli azionisti* si sviluppa il mercato delle azioni e il numero di imprese quotate aumenta.

Inoltre ulteriori evidenze empiriche hanno mostrato che le imprese con una miglior tutela degli azionisti, e quindi una struttura proprietaria meno concentrata (J. McConnell e H. Servaes, 1990), presentano una Q di Tobin più elevata (La Porta et al., 1999b).

---

In conclusione, dal campione analizzato delle grandi imprese emerge che il modello di assetto "*widely held*" è diffuso in egual misura rispetto al modello a controllo familiare, anche se il primo è più esteso nei Paesi anglosassoni, ma se si prendono in considerazione le medie imprese, il modello più esteso è quello a controllo familiare.

<sup>36</sup> La forma dominante di controllo della struttura proprietaria dell'impresa non è quindi relativa agli istituti finanziari, come le banche o compagnie assicurative (anche se sono più diffusi nei Paesi con minor protezione degli azionisti), né da altre corporazioni *miscellaneous* (come ad esempio cooperative ecc.).

<sup>37</sup> Wolfenzon (1998) trova evidenza del fatto che la presenza dei gruppi piramidali è maggiormente diffusa nei Paesi caratterizzati da una bassa protezione degli azionisti. Inoltre secondo La Porta et al. (1999), tale meccanismo è il migliore (tra gli strumenti di *disclosure*, *one-share one-vote*, gruppi piramidali) per ridurre i problemi di agenzia tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza.

<sup>38</sup> Più precisamente si osserva che: la deviazione dal *one-share one-vote* è maggiormente diffusa nei Paesi che mostrano una buona protezione degli investitori (19,7% contro il 17,7%) anche se l'intensità della deviazione è minore per le grandi imprese; il ricorso a gruppi piramidali è elevato nei Paesi con bassa protezione degli azionisti (31% contro il 18%); le partecipazioni incrociate sono diffuse nei Paesi con bassa protezione degli azionisti (4% contro il 2%).

<sup>39</sup> I valori percentuali sopra mostrati per l'Italia si riferiscono a un controllo del 20%. Se si utilizza una soglia del 10% le percentuali per le grandi imprese sono: 50% per le imprese controllate dallo Stato, 20% per quelle a controllo familiare e infine 15% per le imprese a proprietà diffusa; mentre per le medie imprese sono: 80% per le imprese familiari, 10% per quelle controllate dallo Stato e 10% per le altre corporazioni (*miscellaneous*).



Figura 4: Sviluppo dei mercati finanziari in base al sistema giuridico del Paese

### Allocazione delle risorse

Infine è emerso che la protezione degli investitori influenza l'economia reale. Secondo Beck et al. (2000), lo sviluppo finanziario può accelerare la crescita economica generando innanzitutto un incremento dei risparmi; ciò permette di effettuare molteplici investimenti vantaggiosi che a loro volta si traducono in maggior produttività ed efficienza dell'allocazione delle risorse.

### Distribuzione dei dividendi

In generale, secondo molteplici studi, si possono fare due osservazioni importanti sul concetto di dividendi:

- la propensione alla distribuzione dei dividendi è legata a differenti fattori, quali la dimensione dell'impresa, la sua profittabilità e opportunità di crescita. Nello specifico i primi due fattori tendono ad aumentare l'incentivo alla distribuzione dei dividendi, mentre l'ultima condizione porta invece a limitarla, in modo da sfruttare gli *asset* e le risorse interne all'azienda per finanziare i progetti di investimento.
- la distribuzione dei dividendi costituisce un meccanismo sostitutivo alla protezione degli investitori: più un'impresa distribuisce dividendi più è percepita dall'esterno come particolarmente attenta agli interessi degli *insiders* e meno propensa all'espropriazione dei loro interessi (La Porta et al., 2000)<sup>40</sup>. Per tale ragione secondo alcuni studi, le imprese che distribuiscono dividendi, possiedono migliori *corporate governance*.

Tuttavia un aspetto importante emerso dall'analisi condotta da Porta et al. (2000) è che la politica di distribuzione dei dividendi è legata anche alla tradizione giuridica del singolo Paese. Più nello specifico, gli Stati guidati da un sistema di *Common Law*, dato che presentano una maggior tutela degli investitori, hanno una più elevata propensione a distribuire i dividendi, limitando quindi la possibilità agli *insiders* di

<sup>40</sup> A tal proposito La Porta et al. (2000) hanno cercato di individuare un'eventuale correlazione tra la predisposizione a distribuire dividendi e i conflitti di interesse tra gli azionisti di minoranza ("*outside investors*") e gli azionisti di maggioranza e/o *manager* ("*insiders*") dell'impresa, i quali utilizzano le risorse aziendali per fini propri.

In quest'ottica uno strumento utilizzato per stabilire il grado di tutela degli azionisti è costituito dalla possibilità di avere una legge specifica che imponga la distribuzione di una certa percentuale di dividendi della società come meccanismo per risolvere i problemi di agenzia.

sfruttare gli *asset* aziendali a proprio vantaggio. Questo modo di intendere i dividendi è chiamato **Outcome Model**.



Figura 5: Propensione alla distribuzione dei dividendi in base al grado di tutela degli investitori

### 1.3 Conclusioni

Nel seguente Capitolo è innanzitutto emersa l'importanza della *corporate governance* all'interno delle organizzazioni aziendali: un buon sistema di governo economico delle imprese deve infatti poter massimizzare l'efficienza della gestione aziendale, favorire un ambiente decisionale appropriato che faccia maturare strategie e politiche aziendali di qualità e garantire *performance* aziendali migliori (Stiles e Taylor, 2001; Zattoni, 2006). Per poter raggiungere tali obiettivi la *corporate governance* ricorre sia a meccanismi interni che esterni di incentivo e di controllo. I risultati fin qui mostrati analizzando questi aspetti mostrano come la qualità della *corporate governance*, il grado coinvolgimento dei membri familiari nell'organizzazione aziendale, il modello di governo adottato, il contesto istituzionale di un determinato Paese, le caratteristiche normative, e il grado di applicazione delle leggi (*enforcement*) sono strettamente connessi e influiscono sulla struttura proprietaria delle imprese (e sul valore del beneficio privato del controllo), sulla propensione a distribuire dividendi, sull'allocazione delle risorse e più in generale sullo sviluppo del mercato finanziario. Inoltre si è evidenziato come i Paesi caratterizzati da un sistema giuridico basato sul *Common Law* offrono una protezione maggiore ai creditori e azionisti dell'impresa, diversamente dai Paesi guidati dal *Civil Law*. Un meccanismo di governo solido e un'elevata protezione degli azionisti implicano minori problemi di agenzia: maggiore è il grado di tutela degli *outsiders*, più questi saranno propensi ad investire nelle imprese, le quali avranno maggiori risorse da impiegare per raggiungere i propri obiettivi strategici. Infine un'osservazione particolarmente importante emersa nel seguente capitolo è che molti studi si sono concentrati non solo sui meccanismi di governo interni all'organizzazione, sugli ordinamenti giuridici e sulla struttura proprietaria, ma è presente anche un'ampia letteratura accademica che analizza il ruolo dei consigli di amministrazione e delle caratteristiche dei membri che variano da un'impresa all'altra (Bartholomeusz e Tanewski, 2006) e incidono fortemente sui risultati aziendali. Questo aspetto che rappresenta il tema centrale del seguente elaborato di tesi verrà approfondito a partire dal capitolo successivo.

## **PARTE SECONDA**

# **IL TEMA DELLA DIVERSITY NEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

## CAPITOLO 2

### IL TEMA DELLA DIVERSITY NEL CDA

---

#### 2.1 Premessa

Dalla breve analisi sulle teorie economiche dell'impresa e sugli aspetti organizzativi interni ad essa volti a migliorare l'efficacia dei meccanismi di *corporate governance*, emerge come la letteratura consideri il **Consiglio di Amministrazione** uno strumento fondamentale per monitorare e controllare l'eventuale comportamento opportunistico dei *manager* (Jensen e Meckling, 1976; Raheja, 2005; Adams e Ferreira, 2007), e per offrire supporto nelle decisioni strategiche aziendali. La sua dimensione e **composizione** potrebbe quindi giocare un ruolo chiave, influenzando conseguentemente il valore e le *performance* economiche dell'impresa (Tenuta, Cambrea, 2016; Jensen, 1993; Yermack, 1996; Coles et al. 2008; Ferreira et al. 2012; Daily et al., 2003; Di Pietra et al., 2008; Zattoni, 2006).

Tradizionalmente il consiglio di amministrazione è stato visto come *"a homogenous group of elites who have similar socio-economic backgrounds, hold degrees from the same schools, have similar educational and professional training, and, as a result, have very similar views about business practices"* (Westthal e Milton, 2000).

Tuttavia in un contesto sempre più multiculturale, sensibile alle tematiche di equilibrio di genere, e consapevole delle possibili diversità di *background* che ciascun individuo si porta dietro (N. Walt e C. Ingley, 2003), una delle questioni più attuali e significative sulla *governance* che coinvolge *manager*, amministratori e azionisti è proprio quella relativa alla **diversità** all'interno del CdA. Secondo gli studi presenti nella letteratura (Millikens and Martin, 1996; Erhardt *et al.*, 2003; Kang, 2007; Pelled, 1996), la diversità può essere definita come la varietà di composizione del *board* relativa ad **aspetti demografici osservabili** quali il genere, l'età, l'etnia, la nazionalità, il *background* culturale, la religione e il grado di indipendenza (Daily et al., 2003; Deutsch, 2005; Aguilera et al. 2008; Filatotchev e Wright 2005; Huse et al 2009; Uhlaner et al. 2007) e a quelli **meno visibili** (istruzione, esperienza professionale nel settore, competenze...).

La gestione della diversità ha iniziato a far parte dell'agenda delle organizzazioni già dai primi anni Novanta, con numerosi *managers* e studiosi di questi temi i quali hanno sostenuto che la diversità ha un impatto sia a lungo che a breve termine sull'impresa in differenti modi (Robinson e Dechant, 1997).

Secondo “Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull’ordinamento italiano” (Consob, 2013), affinché la composizione del *board* aziendale risulti adeguata all’attività svolta dall’impresa:

*“I membri dovrebbero essere selezionati secondo alcuni criteri specifici in termini di merito, esperienza, qualificazione professionale, genere, età, provenienza geografica e indipendenza.*

*Solo in questo modo l’organo amministrativo sarebbe in grado di acquisire competenze e idee adeguate per stimolare dibattiti e punti di vista differenti migliorando la qualità delle decisioni”.*

Robert Campbell, CEO di Sun Oil (1996), affermò che:

*“Often what a women or minority person can bring to the board is some perspective a company has not had before – adding some modern-day reality to the deliberation process. Those perspectives are of great value (...). They can also be inspiration to the company’s diverse force”.*

Anche la *Corporate governance Code* (Financial Reporting Council, 2014) inglese ha affermato che:

*One of the ways in which constructive debate can be encouraged is through having sufficient diversity on the board. This includes, but is not limited to, gender and race.*

*Diverse board composition in these respects is not on its own a guarantee.*

*Diversity is as much about differences of approach and experience, and it is very important in ensuring effective engagement with key stakeholders and in order to deliver the business strategy.”*

Per analizzare più nel dettaglio i seguenti aspetti, nel Paragrafo 2.1 di questo Capitolo vengono presentati i principali vantaggi (e difficoltà) derivanti dall’eterogeneità del *board*; successivamente nel Paragrafo 2.2, verranno evidenziati i fondamenti teorici che spiegano l’importanza della *diversity* all’interno del consiglio di amministrazione di un’impresa, soffermandosi sulla teoria d’agenzia e sulla teoria della dipendenza dalle risorse; nel Paragrafo 2.3 invece saranno descritti brevemente i cinque fattori di *diversity* del *board* (CEO *duality*, indipendenza degli amministratori, interlocking, dimensione del *board*, diversità di genere) ritenuti, da un’ampia letteratura accademica, i più impattanti sul valore dell’impresa.

## 2.2 Importanza della diversity

L’importanza di avere un *board* aziendale caratterizzato da un’adeguata varietà interna trova molteplici spiegazioni.

### 2.2.1 La diversità e il valore generato

Cox e Blake (1991), e Robinson e Dechant (1997) citano alcune evidenze empiriche per supportare ciascuna delle seguenti preposizioni:

1) *La corporate diversity promuove una miglior comprensione del mercato.* Vista la crescente complessità dei mercati e la presenza di consumatori sempre più esigenti, risulta di fondamentale importanza creare una corrispondenza tra le differenti caratteristiche dei membri del *board* aziendale e i potenziali clienti e fornitori, riflettendo le loro prospettive ed esigenze. Se si considera ad esempio la vendita di prodotti e servizi, questa risulta sicuramente facilitata quando vi sono all'interno del CdA aziendale persone rappresentative del comportamento del consumatore, ossia soggetti in grado di comprendere la propensione di acquisto del cliente appartenente ad uno specifico segmento di mercato e l'influenza esercitata dalla cultura del Paese su di esso. Conseguentemente grazie ad una maggior vicinanza al consumatore, l'impresa è in grado di adeguarsi alle sue esigenze attraverso strategie opportune, e a migliorare la propria abilità di penetrare il mercato.

In sintesi si può affermare che senza dubbio è importante adottare una politica di *corporate governance* volta a istituire un consiglio di amministrazione composto da persone competenti ed esperte, ma è altrettanto essenziale che siano rappresentative del mercato esterno in modo da comprenderne la complessità delle dinamiche, soprattutto a seguito dei recenti sviluppi della globalizzazione e dell'aumento delle diversità di etnia e genere nei vari Paesi.

2) *La diversità incrementa la creatività:* "le diverse attitudini, funzioni cognitive e convinzioni di ciascun individuo non sono distribuite casualmente tra la popolazione, ma tendono a variare sistematicamente con le variabili demografiche quali l'età, il genere e la provenienza geografica" (Robinson e Dechant, 1997). Quindi persone con differente sesso, etnia e *background* culturale permettono di sollevare durante il consiglio di amministrazione varie questioni ed aspetti che generalmente in un contesto con amministratori con *background* comune non si riescono a stimolare: il CdA risulta dunque più attivo, dinamico e intraprendente nel prendere le decisioni (Cox, 1996).

3) *La diversità genera maggior capacità di problem-solving e di decision-making.* Sebbene l'eterogeneità inizialmente introduca qualche conflitto nel processo decisionale, l'emergere di differenti punti di vista e prospettive permette di analizzare meglio uno specifico problema. Kanter (1977) nei suoi studi sull'innovazione nell'organizzazione trova evidenza del fatto che le imprese più innovative addirittura stabiliscono volutamente l'eterogeneità nei *team* in modo da creare un ampio mercato di scambio di idee che permettono di prendere in considerazione varie alternative e analizzare meglio le conseguenze che ne derivano. In questi termini avere un bacino di esperienza più ampio e ricco da cui attingere permette un processo di *brainstorming* più completo che migliora

le capacità di *problem-solving* dell'impresa (Hoffman e Maier, 1961; Cox et al., 1991; Bantel e Jackson, 1989), incrementa la qualità delle soluzioni e conduce a processi di *decision-making* (Hillman et al., 2007) e di monitoraggio delle azioni migliori.

Ulteriori studi condotti dall'Università del Michigan, intorno agli anni Sessanta, evidenziano come gruppi eterogenei sviluppino soluzioni di qualità migliori (65%) se comparate ai gruppi omogenei (20%). La restante percentuale non è stata considerata statisticamente significativa. Le dimensioni della diversità analizzate includevano la personalità e il genere.

- 4) *La diversità incrementa la capacità di leadership aziendale.* La disomogeneità tra i *top manager* permette una visione più ampia e una miglior comprensione della complessità contestuale in cui si inserisce una determinata decisione aziendale (Bantel e Jackson, 1989; O'Reilly e Flatt, 1989).
- 5) *La diversità promuove relazioni globali più efficienti.* L'eterogeneità degli amministratori permette di raccogliere informazioni adeguate sull'ambiente esterno e di creare un ampio *network* di contatti con gli altri attori del settore. In un contesto internazionale è di fondamentale importanza dotarsi di un *set* di informazioni più completo possibile per potere prendere le decisioni aziendali nel migliore dei modi e avere accesso a risorse strategiche che l'impresa da sola non riuscirebbe ad ottenere. In tale ottica risulta particolarmente rilevante possedere anche una certa sensibilità culturale e una piena consapevolezza delle implicazioni etnico-culturali delle scelte aziendali.
- 6) *La diversità genera flessibilità nell'organizzazione aziendale* (T. H. Cox e S. Blake, 1991). Grazie alla diversità nel CdA il sistema tende ad essere meno standardizzato, favorendo maggior flessibilità e reattività al cambiamento esterno e agevolando l'apertura a nuove idee e proposte. Tutto ciò si traduce in un minor costo organizzativo.
- 7) *La diversità permette all'impresa di costruirsi una reputazione* (T. H. Cox e S. Blake, 1991) circa la capacità di accogliere la diversità al suo interno e di saperla gestire.

I potenziali candidati del consiglio di amministrazione saranno sicuramente più incentivati a entrare a far parte di una realtà aziendale maggiormente attenta ai temi della diversità e alla tutela delle minoranze (etniche, di genere, ecc) mostrandosi una "*good corporate citizen*", piuttosto che ad un'impresa che non considera prioritario il tema della gestione della diversità. Allo stesso modo i consumatori preferiranno spendere il proprio denaro in prodotti realizzati da una differente forza lavoro (Robinson e Dechant, 1997) e i finanziatori aziendali saranno maggiormente propensi a interfacciarsi con le imprese che mostrano una maggior sensibilità alle iniziative di *corporate diversity* e di responsabilità sociale ("*corporate social responsibility*" – CSR). Mediante il concetto di CSR, viene dunque esteso il ruolo del CdA, andando oltre all'unica idea di massimizzazione del benessere degli azionisti, in quanto viene inclusa anche una visione etica nei confronti degli *stakeholders* (Keasey et al., 1997; Fondas, 2000; Mattis, 2000).

Questa maggior attenzione nei confronti degli *stakeholders* trova fondamento in due osservazioni: innanzitutto è proprio grazie alla società che le organizzazioni esistono nel mercato quindi mostrare una certa responsabilità sociale da parte delle imprese sembrerebbe il minimo che si possa offrire a lavoratori, consumatori, investitori e allo Stato; in secondo luogo perché le imprese stanno cercando di spostarsi dalla tradizionale visione autocratica dell'organizzazione aziendale ad una maggiormente democratica (Garratt, 1997).

Da questa breve panoramica appena presentata si può quindi affermare che la diversità è vista come un'opportunità di creazione di **valore** per l'impresa: per tale ragione secondo numerosi studiosi, stabilire una diversità adeguata all'interno dei consigli di amministrazione delle grandi società nei vari paesi nel mondo ha un senso e può essere fonte di beneficio per gli *stakeholders* e per l'impresa stessa.

In generale questi temi hanno avuto particolare attenzione negli studi sulla gestione della diversità all'interno del consiglio di amministrazione, per tale ragione i seguenti aspetti sopra evidenziati verranno analizzati più nel dettaglio nei capitoli successivi, approfondendo il concetto di diversità di genere, culturale ed età.

Dal punto di vista teorico i seguenti vantaggi sono riconducibili alla **Resource-Based View (RBV)** (Barney, 1991; Wright, 1998; Pfeffer, 1994) secondo cui anche se l'impresa possiede un elevato livello tecnologico e risorse uniche<sup>41</sup>, il fattore fondamentale di differenziazione rispetto ai concorrenti è quello umano (**Teoria del capitale umano**<sup>42</sup>, Becker, 1964). Le persone possiedono *skills*, esperienze e conoscenze che rappresentano per l'impresa un valore raro e difficilmente trasferibile e replicabile dai concorrenti<sup>43</sup>. È in questi termini che le diversità che caratterizzano le risorse umane dell'impresa costituiscono una *fonte* di vantaggio competitivo sostenibile (O. C. Richard, 2000).

Tuttavia occorre sottolineare che il seguente vantaggio competitivo non è *garantito* semplicemente dal possesso di tali risorse (Priem e Butler, 2001), in quanto *possono* essere replicabili e talora acquisibili dall'esterno (anche se non necessariamente con facilità), ma è legato al modo con cui sono combinate insieme in base alle capacità organizzative dell'impresa<sup>44</sup>. A tal proposito, per poter contrastare la

---

<sup>41</sup> Risorse intese come fattori produttivi tangibili e intangibili, che riguardano le risorse fisiche, finanziarie, tecnologiche ma anche quelle umane e organizzative. Si possono distinguere in *Property-based resources* (asset protetti dalla proprietà intellettuale come brevetti o contratti di esclusiva) e *Knowledge-based resources* (abilità tecniche, creative e collaborative dell'individuo).

Si parla di "*knowledge society*" quando le risorse di tipo *Knowledge-based* possedute dall'impresa sono ritenute necessarie e vitali per la sua sopravvivenza (Barney e Wright, 1998; Pennings, Lee, and Witteloostuijn, 1998; Pfeffer, 1994)

<sup>42</sup> La teoria del capitale umano completa la teoria della dipendenza dalle risorse e si basa sul concetto secondo cui le *performance* dell'impresa sono influenzate dalla diversità del *board* in virtù del valore unico apportato dal capitale umano. Il capitale umano è definito nel dizionario di economia e finanza (Treccani) come: "l'insieme di capacità, competenze, conoscenze, abilità professionali e relazionali possedute in genere dall'individuo, acquisite non solo mediante l'istruzione scolastica, ma anche attraverso un lungo apprendimento o esperienza sul posto di lavoro e quindi non facilmente sostituibili in quanto intrinsecamente elaborate dal soggetto che le ha acquisite.". Disponibile all'indirizzo: [http://www.treccani.it/enciclopedia/capitale-umano\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/capitale-umano_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<sup>43</sup> Nell'ottica Resource-Based View (RBV) le tre caratteristiche che rendono unica una risorsa sono: valore, imitabilità, rarità.

<sup>44</sup> Tali competenze si basano profondamente sulle *routines* aziendali che, creando un proprio coordinamento interno tra il *mix* di risorse coinvolte disciplinano l'organizzazione permettendo di conseguenza di prendere decisioni in un contesto di minor incertezza: le *routine* aziendali rappresentano dunque la conoscenza di base dell'impresa e ciò che differenzia le imprese apparentemente uguali. La maggior parte di questo *know how*, essendo intangibile, risulta tacito e difficile da codificare: è incorporato nelle persone (e non nel capitale, ad esempio finanziario o produttivo) e in quanto tale è difficilmente replicabile e imitabile dai concorrenti. In altri termini le complesse dinamiche sociali interne all'azienda non sono trasferibili tra le imprese, ma ne beneficia solamente quella che le ha sviluppate.

minaccia della concorrenza, è importante introdurre il concetto di “*dynamic capabilities*” (sviluppato da Teece, Pisano e Shuen 1997)<sup>45</sup>, ossia della capacità dell’impresa di riadattare e riconfigurare le proprie competenze in modo da poter cogliere le fonti di opportunità esterne e avere maggior efficienza rispetto ai rivali<sup>46</sup>. In un contesto di cambiamento esterno infatti potrebbe emergere la difficoltà a modificare e riadattare le proprie risorse e *routines*, generando un’inerzia al cambiamento da parte dell’impresa. I processi di apprendimento organizzativo sono lo strumento attraverso cui è possibile mutare e riaggiornare le proprie *routines*.

Proprio per le seguenti motivazioni molteplici evidenze hanno mostrato che imprese più giovani e dotate di un’eterogeneità di *background* formativo presentano *performance* più elevate grazie alla loro maggior flessibilità (G. Antonelli, G. Riveccio e L. Moschera, 2013) e capacità assorbitiva (ossia la capacità di trasferire le conoscenze esterne in un uso pratico ed effettivo) la quale dipende anche dall’esistenza dei c.d. *gatekeepers*. Si tratta di persone esposte al flusso di comunicazione proveniente dall’esterno dei confini aziendali, che sono capaci di recepire la conoscenza esterna (che di solito è applicata a un contesto diverso) e di veicolarla verso l’interno dell’azienda in modo da essere interpretabile e utilizzabile.

## 2.2.2 Gli svantaggi della diversità

Infine occorre evidenziare che si possono distinguere anche aspetti avversi riguardanti l’eterogeneità (Huse, 2007):

- si osserva una mancanza di coesione e fiducia interna (Goodstein *et al.*, 1994);
- la mancanza di coerenza interna porta alla diminuzione della cooperazione e delle interazioni tra i membri;
- emergono maggiori incomprensioni legati alla diversità (ad esempio culturale) e alla presenza di molti punti di vista differenti;
- questi aspetti si traducono nella richiesta di più tempo nelle discussioni oltre che una maggior difficoltà nel coordinamento interno (Chatman *et al.*, 1988);
- si possono generare difficoltà e potenziali conflitti che secondo Chatman *et al.* (1988) risultano essere poco costruttivi.

In generale la causa di questi aspetti negativi derivanti dall’eterogeneità è da ricercarsi nella **Social Identity Theory** (SIT) (Williams e O’Reilly, 1998) secondo cui generalmente gli individui si identificano in coloro che ritengono simili a loro, creando delle categorie sociali (Ely e Thomas, 2001; Smith *et al.*, 1994; Tsui *et al.*, 1992) all’interno delle quali emerge la solidarietà e la collaborazione tra i membri (*in-group*

---

La conoscenza aziendale inglobata nelle *routines* dunque è il vero valore dell’impresa (Nelson e Winter, 1982; Prahalad e Hamel, 1990; Teece, Pisano e Shuen, 1990; Grant, 1991), che tuttavia potrebbe rivelarsi un’arma a doppio taglio qualora non venisse gestita adeguatamente.

<sup>45</sup> David J. Teece, Gary Pisano, Amy Shuen, *Dynamic Capabilities and Strategic Management*, Strategic Management Journal, Vol. 18, No. 7. (Aug. 1997), pp. 509-533.

<sup>46</sup> “We define dynamic capabilities as the firm’s ability to integrate, build and reconfigure internal and external competencies to address rapidly changing environments”, cit. vedi nota precedente.

*favoritism*), ma tra una categoria e l'altra si creano dei conflitti e delle difficoltà di comunicazione che portano non solo a maggior insoddisfazione (*out-group discrimination*), ma anche alla riduzione della produttività. Chatman et al. (1998) trovano che all'interno di gruppi omogenei la produttività è più alta e nello specifico è maggiore quando la cultura aziendale è orientata all'individualismo, in quanto viene impiegato meno tempo per discutere, comunicare e analizzare le differenti prospettive di ciascuno.

Adottando questa teoria quindi gli amministratori potrebbero non riuscire ad esercitare un'influenza sulle decisioni del consiglio di amministrazione a causa delle dinamiche tra i gruppi interni al CdA stesso: tutto questo si traduce in *performance* inferiori per l'impresa.

Tuttavia come verrà presentato più avanti sono presenti molti fattori interni ed esterni all'impresa che possono mitigare l'eventuale impatto negativo derivante dall'eterogeneità (Chatman et al., 1988).

### 2.2.3 La gestione della diversità

La presenza di questa doppia interpretazione della diversità viene chiamata nella letteratura ***double-edge sword***: in sintesi è importante possedere un certo livello di coerenza/similarità interna in modo da non ostacolare troppo il processo decisionale, ma allo stesso tempo l'eterogeneità deve essere tale da stimolare idee nuove e di valore. In altri termini è necessario che si venga a creare un **equilibrio** adugato tra l'esigenza di innovazione e di *problem-solving* e la necessità di coerenza organizzativa, suggerendo che non è la diversità in sé a generare beneficio per le imprese, ma è la capacità di gestirla adeguatamente e sfruttare le opportunità dell'ambiente esterno<sup>47</sup> a renderla un *asset* importante per le aziende.

Il **management strategico delle risorse umane** (*Strategic Human Resource Management – SHRM*) è dunque uno strumento fondamentale “per gestire la diversità culturale all'interno dell'impresa per poter ottenere un vantaggio competitivo attraverso il suo *asset* più importante, ossia le persone” (Richard, 2000). La diversità culturale in un sistema sociale è definita come la presenza di un gruppo di persone identificate da caratteristiche osservabili come il genere, l'etnia/razza, la nazionalità e l'età (Kossek e Zonia, 1993; McLeod, Lobel e Cox, 1996).

Nel *paper* intitolato “*Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational competitiveness*” (Taylor H. Cox e Stacy Blake, 1991), si cerca di suggerire un approccio per la gestione della diversità culturale all'interno dell'impresa. Sono stati individuati cinque fattori chiave necessari per trasformare le organizzazioni di tipo tradizionale in imprese multiculturali, al fine di massimizzare i benefici e ridurre gli aspetti negativi legati alla mancanza di coesione e ai possibili conflitti interni<sup>48</sup>. I fattori evidenziati per lo

---

<sup>47</sup> Bourgeois (1980) distingue l'ambiente esterno in termini di:

- **Oggetti:** si riferisce ad entità come i consumatori, i fornitori, i concorrenti e i gruppi di regolatori del mercato. Porter (1980) definisce questi oggetti come forze competitive.
- **Attributi:** si riferiscono alla “natura o alle caratteristiche dell'ambiente esterno, come ad esempio: incertezza, instabilità, turbolenza, volatilità, complessità, insufficienza relativa dei risorse e ostilità” (Aldrich, 1979; Bourgeois, 1980; Dess and Beard, 1984; Duncan, 1972).

<sup>48</sup> Le imprese multiculturali sono caratterizzate dalla capacità di ciascun membro di accogliere la diversità culturale dell'altro, rispettarla e riconoscerne il valore, favorendo conseguentemente l'integrazione di tutti i gruppi culturali ad ogni livello organizzativo. In tale contesto difficilmente si instaurano dei pregiudizi e delle discriminazioni e vengono minimizzati i conflitti interni dovuti al genere, alla nazionalità o ad altre caratteristiche culturali.

sviluppo di questo tipo di imprese sono quelli di *leadership, training, ricerca, analisi e cambiamento* dei sistemi di gestione delle risorse umane e il *follow-up*.

1. **Leadership.** Per quanto riguarda il tema della *leadership*, il supporto del *top management* è di fondamentale importanza e l'impegno manifestato deve andare oltre al ricorso di semplici *slogan*. Richard (2000) nei suoi studi osserva che non esiste una relazione *diretta* (e positiva) tra la diversità culturale e le *performance* aziendali: gli effetti sono subordinati alle strategie che l'impresa persegue e da come i *leader* all'interno dell'azienda e i partecipanti rispondono e gestiscono la diversità. In particolare occorre che: siano fornite le risorse umane, finanziarie e tecniche necessarie e che siano implementate strategie aziendali consistenti; vengono effettuate riunioni di consiglio frequenti durante le quali vengono discusse le debolezze o infattibilità delle proposte; vi sia l'intento di mantenere l'energia mentale e il supporto finanziario focalizzato per un periodo duraturo anche di molti anni.

Come si può ragionevolmente dedurre il coinvolgimento del *top management* è cruciale, ma in pratica non è sufficiente: è importante avere anche delle figure che svolgono il ruolo di intermediazione tra i vari livelli organizzativi, come ad esempio i *line managers*, in modo da incrementare l'impegno dei *team* di lavoro. Queste figure sono particolarmente significative soprattutto nelle fasi iniziali di lavoro.

2. **Formazione.** In riferimento invece alla seconda voce elencata, la formazione costituisce uno dei primi passi richiesti per poter gestire la diversità in maniera adeguata (si parla di *Managing e Valuing diversity – MVD*). Sono necessarie due tipologie di formazione combinate tra di loro: quella legata alla *consapevolezza* della necessità di gestire la diversità (e della comprensione del valore da esso derivante), e quella relativa allo sviluppo di *skills* opportune e all'educazione dei lavoratori ad adeguarsi alle differenze che possono esistere sul posto di lavoro. Questi aspetti inoltre devono essere coltivati continuamente mediante un approccio ripetitivo e non di tipo *one-shot seminar*.

3. **Ricerca.** Per poter gestire in maniera efficace la diversità all'interno dell'organizzazione aziendale sono necessari molti dati e informazioni ad esempio sulle attitudini e percezioni di ciascun lavoratore circa la diversità culturale, in modo da poter stimolare opportunamente i vari gruppi culturali nelle sessioni di formazione. Grazie ad una ricerca e analisi approfondite è possibile identificare, attraverso strumenti adeguati, l'area su cui è necessario intervenire con un cambiamento volto a favorire una maggior apertura alla diversità culturale. Infine la raccolta dati permette di valutare lo sforzo effettuato al cambiamento, mediante indicatori chiave che vengono costantemente aggiornati e monitorati.

4. **Organizzazione delle risorse umane.** In questi termini il cambiamento verso una maggior varietà all'interno dell'impresa necessita sicuramente di un adeguato sistema organizzativo culturale e di risorse umane. I principali obiettivi in questa analisi sono quelli di individuare le fonti principali di distorsione nella selezione del personale, durante la valutazione delle *performance* e nella definizione delle

remunerazioni aziendali, e identificare situazioni in cui la **cultura aziendale**<sup>49</sup> porta inavvertitamente a situazioni svantaggiose per qualcuno favorendo un comportamento più o meno individualistico/collettivo (che a sua volta influisce sui processi aziendali).

5. **Follow-up.** Infine, per poter gestire tutti i fattori di diversità all'interno dell'azienda, è necessario istituzionalizzare i cambiamenti come parte dei processi organizzativi dell'impresa e monitorare continuamente i risultati ottenuti. Il *follow-up* dovrebbe anche includere attività di formazione, l'introduzione di meccanismi di *audit* e l'uso di *focus group* per poter discutere adeguatamente sui temi della diversità.

#### 2.2.4 La diversità come strategia aziendale

La **gestione** della diversità in un'azienda è quindi una **strategia di business** in quanto, come affermato da Chambers et al. (1998) l'impresa o più nello specifico il CdA deve "riflettere la struttura della società in cui viviamo": in un contesto come quello odierno sempre più complesso, dinamico e di tipo **technology-intensive** risulta fondamentale possedere risorse umane molto competenti, specializzate, in grado di prendere decisioni strategiche. Tuttavia in aggiunta al seguente aspetto un altro fattore chiave che talora viene trascurato è quello relativo alla **globalizzazione** che ha portato all'abbattimento di molte barriere tra i Paesi permettendo l'ampliamento dei confini spaziali dell'impresa, la nascita di nuove opportunità di crescita e lo sviluppo di mercati finanziari internazionali<sup>50</sup>. Per potersi guadagnare un vantaggio importante rispetto alla concorrenza e contrastare la competizione a livello globale, l'impresa deve saper stare al passo con i tempi e ai rapidi cambiamenti del mercato esterno ma anche saper adottare strategie innovative in modo da influenzare il mercato e fare in modo che la fonte di cambiamento esterno provenga dall'azienda stessa.

In questo quadro altamente tecnologico e in continua evoluzione le imprese si trovano sempre più in difficoltà ad acquisire singolarmente tutte le competenze necessarie per innovarsi<sup>51</sup>. A tal proposito le organizzazioni non possono più confidare, come in passato, solo sulle proprie risorse, competenze e

---

<sup>49</sup> La **cultura organizzativa** è definita come "the observable norms and values that characterize an organization" e che "influences which aspects of its operations and its members become salient and how members perceive and interact with one another, approach decisions, and solve problems" (J. A. Chatman, J. T. Polzer, M. A. Neale, "Being different yet feeling similar: the influence of demographic composition and organizational culture on work process outcomes", 1998.)

<sup>50</sup> Silvio M. Brondoni, Market-Driven Management, spazio competitivo ed economia d'impresa globale, 2008.

Inoltre si viene ad estendere il concetto di *supply chain* e sviluppare nuove politiche di mercato volte a contrastare l'instabilità e la variabilità della domanda. In tale ottica la leva strategica delle imprese non è più solamente la differenziazione dei beni/servizi offerti ma diventa anche la gestione delle conoscenze possedute e acquisibili dall'esterno. Con la diffusione della globalizzazione emerge infatti la necessità di dotarsi di strutture fortemente interconnesse (*network*), che vanno ben oltre alla "semplice" coordinazione e cooperazione tra imprese. In altri termini si vengono a modificare i principi base della produzione industriale caratterizzata da standardizzazione, suddivisione rigida dei ruoli e presenza dei lavoratori sul posto di lavoro, lasciando spazio alla creazione di un vero e proprio ecosistema (*market-space management*) in cui l'innovazione si sviluppa oltre ai confini della singola impresa. La filosofia aziendale inizia ad essere improntata sul cliente (*market-driven management*) e a coinvolgere consumatori e fornitori (*co-makers*), garantendo maggiori opportunità di apprendimento, trasferimento della conoscenza e accesso alle risorse complementari critiche. Si parla di *open innovation*, *competitive alliances* e *outsourcing relation*.

<sup>51</sup> Un esempio di strategia innovativa è la diffusione di nuovi prodotti/servizi nel mercato (innovazione di tipo *technology push* anziché *demand pull*) o la c.d. *Business Model Innovation* (o *Blue Ocean Strategy*), ossia la creazione di nuovi spazi di mercato prima inesistenti mediante l'introduzione di un nuovo modo di generare valore per il cliente. Ciò può avvenire ad esempio riconcettualizzando il modo di intendere un prodotto/servizio già esistente o riconfigurando l'esperienza di acquisto del consumatore.

conoscenze, ma è necessario riorganizzare la **struttura interna**, affrontando non solo un problema di scelta tecnologica, ma anche un problema di gestione e organizzazione inter-aziendali e intra-aziendali. In tale ottica molteplici nazioni hanno iniziato a farsi guidare dalle differenze culturali per meglio **comprendere** il comportamento del **consumatore**: poiché *background* differenti conducono a prospettive e strategie differenti, un *team* composto da individui in grado di ascoltare, confrontarsi e prendere in considerazione diversi punti di vista è ritenuto da molti esperti di fondamentale importanza per ottenere un processo decisionale efficace e generare valore per l'impresa. Secondo gli studi di Kanter sull'innovazione nell'organizzazione (1977) le imprese che hanno gestito meglio il tema del razzismo, sessismo e classismo e tendono ad assumere più donne e minoranze etniche al loro interno sono proprio quelle altamente innovative.

In altri termini poiché la diversità può stimolare la capacità di sviluppare nuove idee, trovare nuove opportunità e modi di riallocare le risorse possedute, permette all'impresa di incrementare il proprio grado di **innovazione**. Quest'ultima rappresenta un elemento chiave per guadagnare un **vantaggio competitivo** nel tempo (Porter, 1992; Hitt et al., 1996), garantire l'accesso a differenti aree di mercato (Franko, 1989) e incrementare le proprie *performance* (Morbey, 1988). Si può infatti affermare che un'azienda è innovativa quanto più è in grado di reagire e guidare il cambiamento nel mercato esterno con rapidità.

In generale tuttavia l'impresa che decide di abbracciare questa strategia per ottenere un vantaggio competitivo, si trova a dover sostenere dei **costi di investimento** non trascurabili relativi sia all'acquisizione delle risorse strategiche sia alla creazione di un **sistema organizzativo** interno all'impresa adeguato che sappia gestire il cambiamento e l'innovazione e allineare gli interessi dei vari attori in gioco, creando un adeguato coordinamento e controllo interno (Jehn, 1995; Milliken e Martins, 1996; Williams e O'Reilly, 1998). Si individuano ad esempio i costi spesi per le iniziative a favore della maternità e per i programmi di lavoro flessibili (*work schedule*).

In generale i costi sostenuti generano dei benefici per le imprese, ma quando le iniziative falliscono nel loro intento di gestire il cambiamento ottengono uno svantaggio competitivo che si traduce in un costo maggiore. Questo però non deve essere un disincentivo alle decisioni di investimento in quanto secondo Cox e Blake (1991), sulla base dei vari studi condotti dalla Catalyst, le imprese che attuano uno scarso lavoro di implementazione della diversità nella forza lavoro, mostrano maggior inefficienza e si trovano comunque a dover sostenere ulteriori costi<sup>52</sup> legati al **turnover** e all'**assenteismo** delle donne<sup>53</sup> e delle

---

<sup>52</sup> In generale determinare il risparmio di costi derivante da una buona gestione della diversità non è per nulla semplice (è tuttavia possibile stimare il costo relativo al *turnover*).

<sup>53</sup> Le principali cause di assenteismo delle donne, individuate da Robinson e dechant (1997) sono: responsabilità familiari; scarsa percezione di rappresentare una risorsa di valore per l'organizzazione aziendale; assenza di programmi appositi (presenza di "*day care facilities*" e flessibilità degli orari di lavoro)

minoranze che si ritengono insoddisfatte della propria carriera e desiderano avere maggiori prospettive di crescita<sup>54</sup>.

A tal proposito varie ricerche hanno cercato di investigare ed esaminare profondamente il legame tra la *corporate governance* e le strategie dell'impresa (Baysinger et al., 1991; Hansen e Hill, 1991; Hitt et al., 1996; Zahra, 1996): alcuni focalizzandosi in particolare sull'influenza che l'eterogeneità delle caratteristiche demografiche del *board* (età, sesso, nazionalità, genere) generano sul valore dell'impresa e sul suo grado di innovazione (Torchia et al., 2011; Olson et al., 2006; Østergaard et al., 2011; Carter et al., 2010; Hermalin e Weisbach, 2003) e se rappresentano un ostacolo (O'Reilly et al., 1989,1993; Tsui et al., 1992) o un meccanismo per accelerare (Cox et al., 1991; Watson et al., 1993) il raggiungimento di *performance* superiori. Altri hanno cercato invece di integrare la dimensione demografica con l'approccio cognitivista<sup>55</sup>, dimostrando che alcune caratteristiche quando sono presenti in contemporanea influiscono sulla capacità di prendere decisioni strategiche e sul vantaggio competitivo dell'impresa (G. Antonelli, G. Riviaccio e L. Moschera, 2013).

#### ➤ Il valore della diversità nei settori privati e pubblici

Infine un ultimo aspetto importante su cui occorre soffermarsi è che il valore derivante dalla varietà del *board* cambia a seconda della **struttura di governance** presente.

- Se si considerano ad esempio le imprese appartenenti al settore privato, il loro obiettivo principale è quello di ottenere *performance* organizzative superiori e un corrispondente ritorno per gli azionisti che sia soddisfacente (N. van der Walt et al., 2002).
- Nei settori pubblici, invece, le aziende ricevono da parte della società una pressione superiore per conformarsi alle richieste di maggior diversità (Burgess e Tharenou, 2000; Burke, 2000), per cui l'enfasi su queste tematiche sarà maggiormente stimolata dal senso di giustizia (che rappresenta il fattore di *governance* dominante) e dal fatto che gli sforzi attuati in questa direzione sono più visibili dall'esterno.

Introducendo questa distinzione tra imprese pubbliche e imprese private, nella Tabella 2 sottostante è presentato uno schema che mostra alcune motivazioni, suddivise in base alla tipologia di organizzazione coinvolta, che spingono le imprese ad accogliere nei loro *board* un certo grado di diversità (Nicholas van der Walt, 2003). Nella Tabella 3 invece si mostrano le principali diversità nei consigli di amministrazione che le imprese ricercano per allineare la struttura e composizione del *board* agli obiettivi strategici da raggiungere (Nicholas van der Walt, 2003).

---

<sup>54</sup> Ad esempio negli Stati Uniti i valori relativi al tasso di *turnover* delle persone di colore è il 40% superiore rispetto ai lavoratori "bianchi", mentre effettuando una distinzione di genere, il tasso per le donne è doppio rispetto a quello della controparte maschile in tutte le fasce d'età (quindi non solo nella fase di maternità). Per quanto riguarda la seconda voce, anche in questo caso i tassi di assenteismo risultano essere più alti tra le donne e tra gli uomini "non bianchi" (Cox e Blake, 1991).

<sup>55</sup> L'approccio cognitivista analizza gli effetti dell'eterogeneità focalizzandosi sulle diverse attitudini possedute da ciascun individuo (che non sono osservabili come i valori, gli atteggiamenti, le credenze, la capacità di creare nuove idee e di *problem-solving* ecc.).

Tabella 2: Motivazioni che spingono le varie organizzazioni a ad accogliere la diversità al loro interno

Tipologia di organizzazione							
	Private companies	Publicly listed companies	State-owned enterprises	Crown companies	Cooperatives, mutual, employee-owned entities	Charities, trusts, commissions	Local government trading enterprises
Visible commitment to diversity	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Affirmative action	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Market reflection	✓	✓	✓			✓	
Tokenism		✓	✓	✓	✓	✓	✓
Representation			✓	✓	✓	✓	✓
Professional discipline	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Industry/sector background	✓	✓	✓	✓			
Skills, expertise, acumen	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Knowledge, experience	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Statutory/legislative requirements		✓	✓	✓			
Governance guidelines		✓	✓	✓			
Access to strategic resources	✓	✓	✓				
Corporate image		✓	✓				
External pressure for diversity		✓	✓	✓			
Visibility		✓	✓	✓			
Social similarity, friendship, familyties	✓			✓			
Independent perspective	✓	✓	✓	✓	✓		
Community leadership				✓	✓	✓	✓

Fonte: Nicholas van der Walt, Coral Ingley, *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*, 2003.

Tabella 3: Principali tipologie di diversità volute dalle imprese pubbliche e private

Caratteristiche del board	Skills/qualifications/ expertise/experience	Representation	Constititutional requirements	Access	Contribution
<b>Age</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Gender</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Ethnicity</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Discipline</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Independence</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Culture</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Industry background</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>private sector</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Public sector</li> <li>private sector</li> </ul>
<b>Religion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>private sector</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Private sector</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Private sector</li> </ul>

Fonte: Nicholas van der Walt, Coral Ingley, *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*, 2003.

## 2.3 Fondamenti teorici della diversity nel CdA

In generale dal punto di vista teorico, l'importanza della *diversity* nel CdA è stata analizzata da un'ampia letteratura accademica attraverso la **teoria d'agenzia** (*monitoring role*) e la **teoria della dipendenza dalle risorse** (*advisory role*). Si possono distinguere varie tesi a sostegno e in contrasto con la diversità nei CdA, che verranno approfonditi nel Paragrafo 2.4 proprio alla luce di queste due teorie fondamentali.

### 2.3.1 Agency theory: board diversity e valore dell'impresa

La teoria d'agenzia (Jensen e Meckling, 1976) rappresenta il principale quadro teorico che esplica la relazione tra le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione e il valore dell'impresa.

Come già presentato precedentemente il CdA rappresenta uno strumento il cui ruolo è proprio quello di attenuare i problemi d'agenzia tra i *manager* (agente) e gli azionisti che rappresentano la proprietà (principale), tutelando gli interessi di questi ultimi e sostituendo, eventualmente, i *manager* incapaci di generare loro valore. Numerosi studi si sono concentrati sull'identificazione dell'impatto della "*board diversity*" sulle *performance* dell'impresa: più precisamente se grazie ad una maggior diversità nel CdA si riesca a svolgere meglio l'attività di **monitoraggio** del *management*, mitigando quindi i costi di agenzia (Carter, Simkins e Simpson, 2003; Hermalin e Weisbach, 1991).

In particolare gli studi condotti da Fama e Jensen (1983), hanno mostrato che la diversità nel CdA porta ad un incremento della **board independence** e quindi possedere un CdA eterogeneo è un forte strumento di *monitoring*. La motivazione è da ricercarsi nel fatto che la varietà permette di avere punti di vista differenti che conducono a una maggior indipendenza degli amministratori e quindi a istituire diversi meccanismi di supervisione del comportamento dei *manager* esecutivi (Adams e Funk, 2010; Anderson, Reeb, Upadhyay, e Zhao, 2011).

Un'analisi più dettagliata dell'importanza della composizione del *board* nel determinare l'efficacia dell'attività di *monitoring* per stimolare l'innovazione verrà presentata nel Paragrafo 4.2 del Capitolo 4, in un'ottica proiettata sulla diversità di genere nel CdA (presenza di amministratori di sesso femminile).

Sebbene in generale il modello principale-agente offra un contributo molto importante a quest'analisi, non è comunque sufficiente a comprendere i fenomeni specifici legati al CdA, non è nemmeno del tutto chiaro se il rapporto tra amministratori *insiders* e *outsiders* sia importante e perché il *management* sembra avere una certa influenza nella selezione degli amministratori. La teoria d'agenzia dunque non fornisce una chiara spiegazione esaustiva sulla relazione tra la *board diversity* e il valore dell'impresa (Hermalin e Weisbach, 2000; Carter, Simkins, Simpson, 2003).

### 2.3.2 Dependence resource theory: board diversity e valore dell'impresa

Proprio per le motivazioni sopra citate occorre dunque interpretare il tema della *diversity* nel *board* anche nell'ottica della “**teoria della dipendenza dalle risorse**” (Pfeffer e Salancik, 1978 e 1983<sup>56</sup>), secondo cui al fine di massimizzare le *performance* aziendali il ruolo del consiglio di amministrazione non è solamente quello di monitoraggio, ma anche e soprattutto quello di:

- a) offrire supporto e consiglio (*advice*) alle decisioni del *management* mediante l'apporto di esperienze, conoscenze e *skills* (Pfeffer e Salancik, 1978; Hillman e Dalziel, 2003);
- b) agevolare la diffusione delle informazioni all'interno dell'organizzazione e rappresentare un canale informativo tra l'ambiente esterno e l'impresa (Pfeffer e Salancik, 1978; Hillman et al., 2002);
- c) mettere a disposizione risorse adeguate per la crescita aziendale e garantire l'accesso a canali preferenziali e alle risorse ritenute più critiche (Pfeffer e Salancik, 1978; Corbetta e Salvato, 2004a; Hillman e Dalziel, 2003);
- d) garantire una buona reputazione verso l'esterno (Pfeffer e Salancik, 1978; Hillman e Dalziel, 2003) e la *legitimacy*<sup>57</sup>.

Introducendo questa visione, *managers* e amministratori non indulgono a perseguire benefici personali quanto piuttosto a contribuire a migliorare il processo decisionale dell'impresa (Minichilli et al., 2009) per ottenere un **vantaggio strategico** rispetto alla concorrenza: è possibile quindi interpretare l'impresa come un *portfolio* di amministratori che massimizzano il valore aziendale.

Per assicurare ciò, però è necessario che l'impresa si doti del capitale umano adeguato (**Teoria del capitale umano**, Becker, 1964), costituito da amministratori esperti, dotati di *skills* e con una buona reputazione, e che allo stesso tempo abbia il “capitale relazionale” opportuno attraverso una rete di relazioni con l'esterno (Hillman e Dalziel, 2003). In sintesi in virtù delle **competenze** possedute, gli amministratori possono essere considerati risorse distintive per l'azienda (Donaldson e Davis, 1991).

Secondo la teoria della dipendenza dalle risorse, l'impresa risulta dunque fortemente influenzata e dipendente dall'ambiente esterno (Thompson, 1967; Aldrich e Pfeffer, 1976, Pfeffer e Salancik, 1978) e dalla possibilità di ottenere le risorse (prodotti, servizi, opere dell'ingegno, risorse umane e informazioni)

---

<sup>56</sup> Nell'analisi del 1983, inoltre Pfeffer è consapevole del fatto che il valore apportato dal consiglio di amministrazione, è difficile da misurare: per tale motivo la letteratura utilizza le caratteristiche demografiche (come l'età, l'educazione, l'istruzione, la razza e il genere), l'occupazione e la presenza di *interlockers* come *proxy* di tale valore.

<sup>57</sup> La *legitimacy* dell'impresa nasce dalla richiesta della società di sviluppare un'organizzazione aziendale che rifletta la popolazione servita: l'azienda subisce quindi una pressione dall'esterno al fine di inserire all'interno del suo CdA delle minoranze razziali e di genere. L'abilità del *board* (con diversità etniche al suo interno) di garantire la *legitimacy* è particolarmente importante nei Paesi come gli Stati Uniti in cui si osserva una crescita nella proporzione di diversi gruppi etnici di minoranza (Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2003). Tuttavia occorre sottolineare che sebbene la *legitimacy* sia un aspetto fondamentale, non è l'unico principio su cui si deve basare l'impresa nella selezione degli amministratori, in quanto, come osservato dalle evidenze di Bilmoria e Piderit (1994) e di Kesner (1988) le minoranze non sono semplicemente dei *token*. Per tale ragione è opportuno interpretare l'importanza di queste minoranze all'interno del CdA secondo *tutte* le motivazioni individuate da Pfeffer (1983) e non solo la *legitimacy*.

necessarie per raggiungere/mantenere un vantaggio competitivo rispetto alle altre imprese presenti nel settore.

Al fine di poter ridurre tale dipendenza una possibile soluzione potrebbe essere quella di implementare delle strategie adeguate che permettano di *mantenere* un contatto con l'esterno e *identificare* i soggetti che controllano le risorse ritenute più critiche/scarse e *assicurarsi* l'accesso ad esse (Goodstein et al., 1994; Pfeffer, 1972; Pfeffer e Salancik, 1978; Dyer e Singh, 1988; Thorelli, 1986)<sup>58</sup>.

Dal punto di vista della selezione degli amministratori, la questione è incentrata sul ruolo degli **interlocking directors**, ossia degli amministratori che siedono nel CdA di più imprese. Queste figure generano molteplici vantaggi per l'impresa (**Knowledge-based view**<sup>59</sup>, Richard et al., 2007): innanzitutto vengono ridotti i costi ricerca di amministratori competenti, in quanto scegliendo consiglieri che hanno già operato in altre imprese viene costruita una reputazione che riduce il rischio relativo all'incertezza delle loro validità; inoltre garantiscono maggiori interconnessioni con il mercato esterno (**network theory**) e forniscono informazioni sull'andamento del mercato influenzando le scelte strategiche delle altre imprese e riducendo l'incertezza, i rischi di nuovi mercati (influenzando) e i costi di transazione<sup>60</sup>.

Hillman et al. (2000), basandosi sulla teoria della dipendenza dalle risorse e calandolo nel contesto dei *board*, identifica tre tipologie di **outside directors** ciascuno dei quali fornisce differenti risorse di valore per l'impresa:

- **Business experts**: sono quegli amministratori che ricoprono una carica di CEO o sono *senior manager* in grandi imprese quotate e hanno prevalentemente un ruolo strategico all'interno delle organizzazioni: sono particolarmente esperti del mercato competitivo, nel prendere decisioni importanti e hanno un'elevata abilità di *problem-solving*. Tali capacità sono state acquisite grazie al ruolo di *decision-maker* in altre imprese.
- **Support specialists**: sono amministratori molto esperti nelle pubbliche relazioni e nel campo del marketing, hanno accesso a risorse vitali per l'impresa, e offrono supporto legale e finanziario grazie

---

<sup>58</sup> Tali strategie potrebbero prevedere la formulazione di accordi con le imprese ritenute più forti, attraverso ad esempio alleanze strategiche, *joint venture*, *partnership* o programmi di *outsourcing*; nell'ottica dei clienti, può implicare la modifica dei piani di *marketing* e delle campagne pubblicitarie.

<sup>59</sup> La *knowledge-based view* si basa sulle *knowledge-based resources* che comprendono le abilità tecniche, creative e collaborative della forza lavoro le quali incrementano la capacità aziendale di sviluppare un mercato competitivo.

Secondo questa teoria uno dei fattori chiave di successo per l'impresa è proprio la sua abilità a mediare tra i diversi individui in essa presenti e gli *stakeholders* al fine di poter trasferire le loro conoscenze e integrarle. Il trasferimento della conoscenza organizzativa richiede il passaggio da una conoscenza tacita ad una esplicita: tipicamente ciò avviene attraverso la comunicazione e la collaborazione (Haythornthwaite e Wellman, 1998; Michaelson, 1993; Nonaka, 1994).

<sup>60</sup> I costi di transazione (Coase, 1937; O. Williamson, 1985) non si riferiscono alla spesa che un'organizzazione deve sostenere per acquistare un determinato bene o servizio, ma sono definiti come quei costi che si generano quando viene effettuata una qualunque transazione nel mercato per acquisire quel determinato bene o servizio: è il costo di conoscere il mercato e il meccanismo di struttura dei prezzi.

Si possono distinguere in costi operativi (cioè relativi ad uno scambio) e costi contrattuali. I primi si riferiscono ai costi di ricerca, comunicazione, coordinamento e trasporto; i secondi a loro volta si suddividono in costi *ex-ante* (costi di acquisizione delle informazioni, negoziazione, scrittura e stipulazione del contratto) e costi *ex-post* (ossia quelli relativi al controllo dell'esecuzione del contratto, costi legati ai danni generabili per mancanza di esecuzione e infine quelli inerenti agli oneri da sostenere per imporre l'*enforcement* del contratto).

In quest'ottica Williamson (1985) definisce l'impresa come una struttura governata dalle transazioni, le cui caratteristiche principali sono: specificità, incertezza, frequenza.

alle loro elevate conoscenze in ambito giuridico e bancario. Costituiscono il canale di comunicazione principale con l'ambiente esterno ad esempio con grandi (fornitori e agenzie governative).

- *Community influentials*: sono quegli amministratori che hanno un'ampia rete di contatti con l'esterno e legami con organizzazioni non commerciali o comunità che sono influenzate dalle decisioni strategiche dell'impresa. Comprendono: politici, rappresentanti universitari, membri del clero e di altre comunità, direttori di fondazioni non-profit e *leader* sociali (Hillman et al., 2000, p. 240).

## 2.4 Composizione del board

Dall'introduzione presentata nel paragrafo precedente emerge come la scelta della composizione del CdA ha un impatto rilevante sulle strategie aziendali d'investimento, le quali a loro volta influiscono sulle *performance* economiche.

In generale dal punto di vista empirico, in termini di impatto della struttura del *board* sulle *performance* aziendali, sono emersi vari risultati opposti tra di loro (Dalton et al. 1998, 1999; Minichilli et al. 2009): molti autori hanno trovato una correlazione positiva tra la varietà di composizione del *board* e il valore dell'impresa (Anderson e Reeb 2004; Kowalewski et al. 2010; Maury 2006; Villalonga e Amit 2006; San Martin-Reyna e Duran-Encalada 2012), altri invece hanno riscontrato una correlazione negativa (Adams and Ferreira, 2009; Guest 2009; De Andres et al., 2005; Jackling e Johl 2009), altri ancora non hanno osservato alcuna relazione (Hermalin e Weisbach, 1991<sup>61</sup>). Risultati ancora più contrastanti emergono quando si studiano le imprese a controllo familiare: in base alle variabili di *corporate governance* impiegate, alle tecniche di campionamento, i metodi econometrici utilizzati, il periodo di analisi e il contesto istituzionale individuato emergono evidenze completamente differenti (Sacrista'n-Navarro et al. 2011; O'Boyle et al., 2012).

In generale tra gli studiosi non si riscontra un parere unanime in merito alla variabile che più di tutte rappresenta la *corporate governance* (Tenuta, Cambrea, 2016).

Si possono distinguere alcune variabili relative alla concentrazione della struttura proprietaria, altre riguardanti le caratteristiche della composizione del *board*. In riferimento a queste ultime variabili, le più utilizzate riguardano la dimensione del *board* e la sua composizione in termini qualitativi.

Di seguito vengono presentate, alla luce della teoria d'agenzia e della dipendenza dalle risorse, cinque caratteristiche del *board* che sono state ritenute da un'ampia letteratura accademica particolarmente importanti ai fini della valutazione delle *performance* aziendali: CEO *duality*, indipendenza degli

---

<sup>61</sup> Hermalin e Weisbach, (1991) nello studio condotto nel 1991 su un campione di 142 imprese statunitensi non trovano alcun effetto da parte della composizione del *board* sulla misura di *performance* espressa mediante la Q di Tobin. La seguente evidenza non è consistente con quella di studi passati (Weisbach, 1988; Brickley, et al., 1991).

amministratori, presenza di interlockers, dimensione del consiglio di amministrazione e diversità di genere.

Nell'analisi verrà presentato anche come queste caratteristiche sono influenzate a loro volta dalla tipologia di impresa: familiare o non familiare, in quanto secondo la letteratura i diversi impatti sulle *performance* dipendono anche dalla struttura proprietaria adottata.

Il seguente capitolo si conclude con un'analisi sulla diversità culturale e qualche accenno sulla quella relativa al *background* professionale degli amministratori e l'età.

#### 2.4.1 Variabili tradizionali di *governance*

##### a) CEO duality

Per CEO *duality* si intende il fatto che il ruolo di CEO e di Presidente del consiglio di amministrazione (*Charman*) sia identificato da un'unica persona (Hermalin e Weisbach, 2010).

Stabilire se questa doppia *leadership* costituisca un vantaggio o uno svantaggio per l'impresa, secondo Rubino et al. (2016), rappresenta "uno degli argomenti più discussi in materia di *corporate finance*".

- Analizzando questo aspetto secondo la teoria d'agenzia, la CEO *duality* implica una *performance* peggiore per l'impresa in quanto ne risulta compromessa l'attività di controllo e monitoraggio del CEO il quale potrebbe approfittare della propria posizione dominante generando un conflitto di interessi a scapito degli azionisti (Hermalin e Weisback, 1991; Peng et al., 2007; Rechner e Dalton, 1991). Gli stessi Jensen e Meckling (1976) avevano messo in discussione l'efficacia del controllo in tale contesto.

All'interno delle imprese a controllo familiare, secondo Morck e Yeung (2004), tale prospettiva viene amplificata quando i membri della famiglia ricoprono sia un ruolo di controllo che un ruolo esecutivo all'interno *management*, in quanto tali attività sono affidate alla stessa figura. Per lo stesso motivo i *turnover* dei CEO (qualora le loro *performance* non siano soddisfacenti) saranno molto ridotti (Goyal e Park, 2002). Quindi sebbene vengano mitigati i problemi di agenzia tra *management* e proprietà (tipologia 1) generando un incremento di *performance* (Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006), si instaurano nuovi conflitti di interessi tra azionisti di maggioranza (i quali hanno una dualità di ruoli) e azionisti di minoranza (tipologia 2), causando una riduzione del valore aziendale.

Tuttavia quando la famiglia è solamente facente parte della struttura proprietaria dell'impresa (ruolo di supervisione), l'elevata concentrazione di azioni incrementa pesantemente l'incentivo a monitorare l'operato del *management* (Shleifer e Vishny, 1986), riducendo conseguentemente il problema di agenzia di tipo 1 (manager-azionisti) e incrementando il valore dell'impresa (Maury, 2006; Duran-Encalada e San Martin-Reyna, 2012).

- Utilizzando l'approccio suggerito dalla teoria della dipendenza dalle risorse, la dualità del CEO permette di creare un'unità di comando solida in grado di esercitare un'influenza maggiore sulle decisioni, che possono essere prese in maniera molto più rapida ed efficace (Donaldson e Davis, 1991; Finkelstein e D'Aveni, 1994): si viene a ridurre l'ambiguità della *leadership* generando conseguentemente *performance* migliori (Brickley et al., 1997).

Facendo anche in questo caso una distinzione tra imprese familiari e non, secondo vari studiosi la presenza di membri familiari nel *top management* dell'impresa genera molti benefici legati al senso del dovere e della correttezza, che stimolano un corretto uso delle risorse (Rubino et al., 2016; Arregle et al., 2007; Miller et al., 2008; Ward, 2004). Più nello specifico quando la famiglia appartiene anche al *management* della società, non avrà incentivo ad espropriare il benessere degli azionisti nonostante la propria posizione dominante grazie alla sua partecipazione al rischio azionario: sarà stimolato invece ad avere un ruolo attivo e ad apportare il proprio contributo conoscitivo per incrementare il valore dell'impresa, farne crescere il *business* (Minichilli et al., 2015; Anderson e Reeb, 2003) e ridurre i costi di agenzia (Fama e Jensen, 1983). Tali evidenze sono confermate anche dall'analisi di Rubino et al. (2016) i quali mostrano una correlazione positiva e statisticamente significativa con il valore dell'impresa (espresso mediante la Q di Tobin) nelle imprese familiari e in particolar modo in quelle *more involved* (CEO *duality*).

## b) Indipendenza

Per quanto riguarda l'indipendenza degli amministratori si riscontrano nella maggior parte delle ricerche effetti positivi sia mediante la teoria d'agenzia sia quella della dipendenza dalle risorse; per tale motivo la letteratura ha studiato a lungo influenza di tali figure sulle *performance* dell'impresa.

- Uno degli elementi chiave emersi è che gli amministratori esterni potenzialmente avranno uno scarso incentivo a colludere con quelli interni per sovvertire gli interessi degli azionisti, in quanto la carica a membro nel CdA è vista come un'opportunità per costruirsi la propria reputazione come esperti a monitorare l'azione del *manager* (Fama e Jensen, 1983). Per lo stesso motivo tali amministratori, pur di tutelare la propria immagine, sono più propensi a dimettersi dal loro incarico anticipatamente qualora siano presenti delle previsioni di *performance* negative (Adams et al., 2010; Fahlenbrach R., Low A., Stulz R., 2010).
- Gli amministratori indipendenti operano quindi in un contesto di maggior trasparenza e sono più diligenti nelle loro attività di *monitoring*, riducendo i problemi di asimmetria informativa e d'agenzia (Chahine e Filatotchev, 2008) e influenzando positivamente le *performance* dell'impresa.
- Altri studi hanno evidenziato che, grazie alla presenza di amministratori esterni, generalmente si ha maggior pressione nella sostituzione dei CEO (*turnover*), nel caso di *performance* deludenti (Stain G., Plaza S., 2011; Weisbach, 1988).

Secondo Adams e Ferreira (2009) il *turnover* dei CEO potrebbe essere considerato una misura dell'intensità dell'attività di *monitoring* del CdA (che a sua volta impatta sui risultati dell'impresa).

- La dimensione dell'impresa non è solo influenzata dalla capacità dei *manager*, ma anche dalla presenza degli amministratori indipendenti (Rubin A., Segal D., 2013).
- La percentuale di investitori stranieri cresce all'aumentare del numero di amministratori indipendenti con contatti con l'estero (Mooweon R., Ji-Hwan L., 2008).
- Le dimissioni degli amministratori indipendenti sono percepite dal mercato come un segnale negativo (Gupta M., Fields L.P., 2009).
- L'annuncio al mercato di incontri fra gli amministratori indipendenti su iniziativa volontaria hanno maggior risonanza rispetto agli annunci di incontri obbligatori (Lee Y.C., Wang M.C., 2014).
- L'impatto sugli indici di *performance* (Q di Tobin, ROA, rendimento annuale) è inversamente correlato al costo di acquisizione di informazioni sulla società da parte degli amministratori indipendenti (Duchin R., Matsusaka J.G., Ozbas O., 2010) e la valutazione dell'impresa cresce all'aumentare dell'indipendenza del *board*.
- Secondo Sharma V. (2011), un altro aspetto importante è che la propensione al pagamento dei dividendi è correlata positivamente alla presenza di amministratori esterni e alla durata della loro carica (*tenure*).
- Gli amministratori indipendenti rappresentano un *asset* umano molto importante in quanto grazie ai loro contatti con l'esterno possono offrire un contributo importante in termini di esperienza, punti di vista e accesso a risorse critiche per l'impresa (Donaldson e Davis, 1991; Minichilli et al, 2009).
- Per quanto riguarda l'abilità di attuare azioni strategiche e di reagire dinamicamente al cambiamento esterno all'impresa, evidenze empiriche mostrano una relazione negativa tra la presenza di amministratori indipendenti e la probabilità di implementare un'innovazione di prodotto investendo in R&S (Fabrice Galia e Emmanuel Zenou, 2013; Baysinger et al., 1991; Zahra et al., 2000).

Diversamente dalla visione tradizionale sulla *corporate governance* (Fama e Jensen, 1983; Hoskisson et al., 2002), che preferisce gli amministratori esterni per una questione di maggior indipendenza ed efficacia delle attività di *monitoring*, in termini di innovazione quelli interni potrebbero offrire un contributo più significativo. Generalmente mostrano di godere di una miglior conoscenza del *business* aziendale, di prestare maggior attenzione agli sviluppi interni e di possedere una propensione più alta all'implementazione di strategie di crescita e adozione di nuovi prodotti o servizi (Hoskisson et al., 2002). Dal momento che le attività di innovazione richiedono un tempo abbastanza lungo, e sono quindi incerti per definizione, per gli amministratori esterni i costi e i tempi per assimilare questi aspetti e comprendere le decisioni *manageriali* risultano più elevati (Holmstrom, 1989).

Analizzando la componente dell'indipendenza degli amministratori all'interno delle imprese familiari, vari studiosi individuano una loro limitata efficacia a causa del fatto che avranno una scarsa influenza sui membri della famiglia, i quali avranno una minima considerazione degli *outsiders*, ostacolando la loro partecipazione attiva all'impresa e il supporto che possono fornire grazie alle loro conoscenze (Shulze et al., 2001; Nelsen e Frishkoff, 1991; García-Ramos et al., 2016). Oltre a ciò alcune evidenze mostrano che le imprese familiari in linea di massima fanno meno ricorso all'impiego di amministratori esterni (Rubino et al., 2016).

Tuttavia, occorre sottolineare che è presente anche un filone di pensiero, seppur in termini meno diffusi, secondo cui la relazione tra l'indipendenza degli amministratori e le *performance* economiche dell'impresa sono statisticamente non significative. La spiegazione alla base di tale affermazione è da ricercarsi nel fatto che generalmente il CEO della società è colui che possiede l'ultima parola in merito alla selezione degli amministratori nel *board*; per tale ragione gli amministratori eletti una volta in carica non avranno l'incentivo adeguato per effettuare un'attività di *monitoring* efficace nei confronti del *management*, come "segno di riconoscimento per essere stati nominati" (Tenuta, Cambrea, 2016).

In conclusione, come si può facilmente intuire, l'indipendenza degli amministratori è un aspetto critico per il consiglio di amministrazione per salvaguardare gli interessi degli azionisti e più in generale di tutti gli *stakeholders* in grado di dare un contributo positivo al miglioramento della *governance* della società e delle sue *performance* (economiche e strategico-innovative).

Oltre ai fattori sopra emersi sull'importanza di avere amministratori indipendenti all'interno del CdA, un aspetto che merita particolare attenzione è anche quello relativo alla definizione di "indipendenza" e alle difficoltà che l'impresa riscontra per verificarne i requisiti (Duchin et al., 2009; García-Ramos e García-Olalla, 2011); tale aspetto è stato già presentato nel Capitolo precedente (Paragrafo 1.2.1 punto a.).

### c) Interlocking (o busy directors)

Gli *interlocking directors*, come presentato precedentemente, sono degli amministratori che ricoprono tale ruolo nei consigli di più imprese.

Nella letteratura si possono individuare evidenze empiriche molto contrastanti sulla loro efficacia, che probabilmente danno credito ai risultati che individuano una relazione di tipo non lineare con le *performance* economiche dell'impresa (Pombo e Gutiérrez, 2011; Morròs Rodríguez, 2014).

- Secondo la teoria d'agenzia, gli amministratori che siedono in più di un CdA, si trovano in una situazione di eccessivo carico di lavoro, tale da non riuscire a monitorare efficacemente l'attività del *management* e trascurare i propri doveri di amministrazione (Tenuta e Cambrea, 2016; Core et al.,

1999; Jiraporn et al., 2009a; Shivdasani e Yermach, 1999). Gli stessi Hermalin e Weisbach (2010) riscontrano una correlazione negativa con le *performance* dell'impresa.

Secondo Fich e Shivdasani (2006) le imprese il cui CdA è composto per la maggior parte da *interlocker* osservano un *market-to-book ratio* inferiore, minor profittabilità e minor sensibilità del *turnover* del CEO alle *performance* aziendali.

Nonostante queste osservazioni, nel Codice di Autodisciplina, non sono specificati il numero massimo di incarichi che ciascun consiglieri può ricoprire, ma lascia libera scelta a ogni società di decidere in base alla propria dimensione ed alle proprie esigenze seppur sconsigli di avere un CdA ampio i cui membri hanno eccessivi incarichi in altre società. Una possibile motivazione può essere individuata nella teoria della dipendenza dalle risorse, analizzata nel punto successivo.

- Secondo la teoria della dipendenza dalle risorse invece, tali amministratori, proprio per il fatto di occupare più posti in CdA di imprese differenti possono creare un *network* tra gli amministratori trasferendo informazioni, conoscenze, esperienze e sviluppando contatti tra imprese (Fama e Jensen, 1983; Carpentier e Westphal, 2001). Coerentemente con il discorso di tipo reputazionale di Fama e Jensen (1983): gli *interlockers* avranno un elevato incentivo a sfruttare i propri contatti professionali per assicurare un vantaggio competitivo per l'impresa (Pfeffer e Salancik, 1978) e allo stesso tempo per incrementare la propria reputazione (Jiraporn et al., 2009b). Tali risultati sono confermati dai risultati di Rubino et al. nel loro studio condotto nel 2016.

In riferimento al ruolo degli *interlocking directors* all'interno di un contesto familiare, non sono presenti molti *paper* che analizzano specificatamente questo aspetto. Tuttavia, come è stato presentato precedentemente, le imprese familiari sono maggiormente interessate alla sopravvivenza dell'impresa (Zahra e Pearce, 1989), quindi secondo la teoria della dipendenza dalle risorse saranno incentivate ad acquisire degli *interlocking directors* all'interno dell'organizzazione, non tanto per il ruolo di monitoraggio quanto piuttosto per la loro elevata esperienza e conoscenza del mercato che potrebbero impattare positivamente sui risultati dell'impresa.

Nello studio condotto da Rubino et al. (2016), gli autori trovano conferma del fatto che la figura dei *busy directors* influisce positivamente e significativamente sul valore delle imprese (Q di Tobin) a controllo familiare, e tale risultato è più elevato nel caso di coinvolgimento dei membri della famiglia nel *management*.

#### d) Dimensione del board

Le evidenze empiriche mostrano che la dimensione del *board* è un fattore di diversità che incide pesantemente sull'efficacia della *corporate governance*, eppure si riscontrano risultati molto contrastanti tra di loro (Lipton e Lorsch, 1992; Harford et al., 2008).

- Secondo la prospettiva della teoria d'agenzia un CdA di dimensioni maggiori potrebbe costituire una fonte di maggior vigilanza e controllo dell'azione del *management* (Harris e Raviv, 2008; Boone et al., 2007). Un'analisi interessante è quella presentata da Coles et al. (2008) i quali individuano una relazione ad U tra la dimensione del *board* e il valore di mercato dell'impresa: una volta raggiunta la soglia di sette o otto amministratori i CdA iniziano ad essere inefficienti.

La motivazione è da ricercarsi nella *resource based theory*, secondo cui un *board* eccessivamente numeroso potrebbe creare delle difficoltà di coordinamento e comunicazione che potrebbe tradursi in un rallentamento e un'inefficienza nella presa delle decisioni (Forbes e Milliken, 1999; Eisenberg et al., 1998; Jackling e Johl, 2009). Ne consegue quindi una relazione negativa tra la dimensione del CdA e il valore dell'impresa: tale influenza negativa sui costi di agenzia è coerente con quanto affermato da Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993), e con l'evidenza empirica di numerosi altri studiosi (Yermack, 1996; Singh e Davidson III, 2003; Conyon e Peck, 1998; Guest, 2009).

- Tuttavia, secondo l'interpretazione della teoria della dipendenza dalle risorse, è possibile osservare anche una relazione positiva in virtù del fatto che i *board* di dimensioni maggiori apportano conoscenze maggiori e migliori informazioni dall'esterno (Jackling e Johl, 2009; Nicholson e Kiel, 2007).

In generale secondo alcuni studiosi la dimensione ottimale del CdA dipende anche dalle caratteristiche dell'impresa e più precisamente nel caso di organizzazioni complesse e di grandi dimensioni tendenzialmente si osservano *board* di dimensioni maggiori e maggior eterogeneità al loro interno che portano ad una maggior efficienza<sup>62</sup>.

In un contesto di imprese familiari il tema della dimensione del CdA assume ancora più rilevanza, ma anche in questo caso gli studiosi non si trovano d'accordo sull'impatto sulle *performance* aziendali.

Secondo la prospettiva della dipendenza delle risorse le imprese familiari, saranno maggiormente incentivate ad assumere un elevato numero di amministratori esterni in grado di far crescere il valore dell'impresa grazie alle loro conoscenze (Westphal, 1999; Johannisson e Huse, 2000). Allo stesso tempo però CdA più piccoli incrementano la coesione familiare e il potere dei membri della famiglia (Lane et al., 2006).

Rubino et al. (2016), nella loro analisi individuano una relazione positiva (e statisticamente significativa) con il valore dell'impresa (Q di Tobin) nel caso di organizzazioni non a controllo familiare, mentre la relazione non sembra essere significativa per le imprese familiari, suggerendo che una maggior

---

<sup>62</sup> Tuttavia tale affermazione non è in linea con le evidenze di Hermlin e Weisbach (1991) secondo cui emerge le imprese più piccole sembrano avere una Q di Tobin più alta.

dimensione del *board* permette un miglior controllo dell'azione dei *manager* solo nelle imprese *non-family*. Questo risultato, seppur sia coerente con lo studio di Harris e Raviv (2008), è in contrasto con la maggior parte della letteratura secondo cui all'aumentare della dimensione del *board*, diminuiscono le *performance* dell'impresa a causa di maggiori problemi di coordinamento e di rallentamenti dei processi decisionali. Tuttavia se viene suddiviso il campione delle imprese familiari distinguendo tra quelle in cui i membri della famiglia coprono anche ruoli *manageriali* (*more involved*) e quelle in cui non sono coinvolti nel *management*, coerentemente con quanto emerso da studiosi precedenti (Anderson e Reeb, 2003; Maury, 2006; Miller et al., 2007; Villalonga e Amit, 2006), si osserva una relazione negativa (ma non significativa) tra la dimensione del *board* e il valore dell'impresa.

## 2.4.2 Variabili sulla diversità

### e) Gender diversity

Anche per la diversità di genere è possibile analizzare la sua importanza sia alla luce della teoria d'agenzia sia mediante la dipendenza dalle risorse.

- Secondo la teoria d'agenzia, la presenza di figure femminili nel CdA dovrebbe incrementare i profitti dell'impresa, grazie alla riduzione dei costi di agenzia derivanti da meccanismi di *corporate governance* (e di *monitoring*) più efficaci.

Tuttavia sono presenti anche alcune evidenze che mostrano come in presenza di figure femminili nel *board*, risulta un eccessivo monitoraggio che porta alla riduzione del valore delle imprese (Adams e Ferreira, 2009). Per tale ragione, il loro ruolo potrebbe essere efficace nelle imprese caratterizzate da una *governance* societaria debole.

- Secondo la teoria della dipendenza dalle risorse, le amministratrici offrono *skills, background*, risorse e una rete di contatti che contribuiscono a migliorare il processo di *decision-making* e il valore dell'impresa.

In linea con la seguente teoria, Torchia et al. (2011) suggeriscono l'importanza di raggiungere un certo numero di donne nel CdA (massa critica) per beneficiare del valore da loro generato.

Analizzando le evidenze empiriche sull'impatto della diversità di genere sul valore d'impresa, emergono risultati molto contrastanti tra di loro.

Per quanto riguarda le imprese a controllo familiare, alcune evidenze non mostrano una relazione positiva tra le donne e le *performance* aziendali (Bianco et al., 2015); nello studio di Rubino et al. (2016) invece i risultati evidenziano che la presenza delle donne nei CdA impatta negativamente sulle *performance* dell'impresa, ma tale relazione non è significativa eccetto per il caso di imprese *family more involved*.

Le ragioni dei seguenti risultati sono probabilmente riconducibili al fatto che in Italia è stata introdotta una legge sulle quote rosa (legge 120/2011) la quale non offre alcuna garanzia sulle competenze delle amministratrici che potrebbero essere selezionate solamente per raggiungere la percentuale richiesta dalla legge e senza un adeguato principio meritocratico, con il rischio di ridurre la produttività e la qualità delle decisioni e la conseguente riduzione del valore dell'impresa (Ahern e Dittmar, 2012). In tali circostanze quindi le *skills* possedute e l'esperienza degli amministratori donne spesso non sono i criteri principali di selezione, ne consegue che non necessariamente le donne migliorano le *performance* dell'impresa: se invece venissero scelte in base al merito, ci sarebbe maggior probabilità di far crescere il *business* aziendale e creare valore per l'impresa.

Un'ulteriore spiegazione potrebbe derivare dallo studio condotto da Adams e Ferreira (2009) secondo cui le donne hanno impatto positivo sulle *performance* (grazie a un'attività di monitoraggio più intensa) solo nelle imprese con una *governance* debole.

Per i seguenti aspetti sulla diversità di genere verrà presentata un'analisi più approfondita nei capitoli successivi.

#### f) Diversità culturale

Nel seguente Paragrafo verrà analizzata la diversità culturale in termini di etnia/razza e nazionalità di provenienza<sup>63</sup> ("*racioethnicity*"), come fattore che può influenzare il CdA e l'interpretazione delle informazioni provenienti dall'esterno (Maznevski, 1994; Schneider et al., 1991).

Richard O. et al., (2000) riferendosi alla diversità culturale di tipo razziale/etnico affermano:

*"The most valuable natural resource in the world is not oil, diamonds, or even gold; it is the diverse knowledge, abilities, and skills that are immediately available from cultural diversity."*

Dal punto di vista teorico (*behavioral theorists*), si possono distinguere due teorie circa il ruolo e l'efficacia della diversità culturale (e di genere) all'interno di un'organizzazione aziendale: la *human capital theory* e la *social psychological theory*.

#### ➤ **Human capital Theory: vantaggi della diversità culturale**

Coerentemente con la teoria del capitale umano (si veda il paragrafo 2.2.1 per la sua definizione), molteplici studi hanno mostrato che gruppi culturalmente differenti permettono di sviluppare processi di ***decision-making*** e di ***problem-solving*** basati su analisi di qualità superiori (ad esempio Cox, 1994; Bantel

---

<sup>63</sup> Da questo punto in poi si parlerà di diversità culturale sottintendendo quella riferita all'eterogeneità di etnia/razza e nazionalità. Per diversità di nazionalità si intende la presenza di individui provenienti da nazioni differenti. La diversità razziale invece è definita come la presenza nell'impresa di individui provenienti da differenti categorie razziali. (Richard et al., 2007). Si dice che un'impresa è caratterizzata da una maggior diversità razziale quando le persone al suo interno sono equamente distribuite tra le varie categorie razziali esistenti (Blau, 1977).

e Jackson, 1989; McLeod et al., 1996; Nemeth, 1992; Ziller et al., 1962; Pelled et al., 1999). Alcune evidenze hanno addirittura mostrato che le persone bilingue e biculturali tendono ad avere maggior **flessibilità** cognitiva ed elasticità mentale (McLeod e Lobel's, 1992) e che le imprese che possiedono una maggior sensibilità culturale riescono meglio a cogliere le preferenze e i bisogni dei consumatori di differenti segmenti di mercato (Cox e Blake, 1991; Cox, 1994). I seguenti aspetti permettono di affermare che, poiché persone con differente nazionalità ed etnia hanno attitudini e prospettive di analisi diverse, l'eterogeneità culturale incrementa la **creatività** del *team* e quindi il grado di **innovazione** dell'impresa. A questi benefici si sommano i vantaggi più specifici relativi alle informazioni e conoscenze che gli amministratori apportano nel *board* aziendali grazie alla loro rete di comunicazione, alle risorse linguistiche possedute e alla familiarità con i consumatori appartenenti ad una specifica nazione (**successi di marketing**, Cox et al., 1991). Nel Capitolo 4 verrà presentata un'analisi empirica sul controbutto innovativo apportato dalla diversità razziale nel CdA.

Tuttavia nonostante le varie evidenze emerse, ancora oggi si può osservare come le imprese non sfruttino completamente i vantaggi derivanti dall'eterogeneità razziale (Shrader et al., 1997) e che vi sia ancora un sottoutilizzo di risorse: l'esistenza di *minoranze* razziali all'interno delle imprese ne è un esempio.

➤ **Social Psychological Theory: svantaggi della diversità di genere**

La seguente teoria (si veda il paragrafo 2.2.2 per la sua definizione), diversamente da quella precedente, enfatizza gli aspetti "svantaggiosi" derivanti dalla diversità culturale. Tra questi si distinguono in primis quelli relativi a:

- barriere di comunicazione (non solo legate alla lingua) e di comprensione della mentalità e del modo di lavorare altrui (Anderson et al., 2011; Doney et al., 1998);
- differenze nell'attribuzione dei significati e nell'approccio adottato nella risoluzione di un problema;

Questi aspetti possono generare dei conflitti, confusione e difficoltà alla collaborazione che potrebbero tradursi in: mancanza di fiducia reciproca (Bjornskov, 2008), perseguimento di interessi personali ed egoistici e in un generale malcontento che conduce a un elevato *turnover* dei lavoratori (Williams e O'Reilly, 1998).

Sorge quindi spontanea una domanda importante: come mai le imprese adottano una strategia di diversità culturale se in alcune circostanze i risultati empirici mostrano basse *performance* (Frijns et al., 2016)? Una prima spiegazione è fornita dalla *human capital theory* sopra menzionata, ma un'ulteriore osservazione da fare è che tale forma di diversità è percepita dall'esterno (azionisti, regolatori pubblici, i media televisivi) come qualcosa di positivo che può incrementare la **reputazione** dell'impresa. Inoltre le conseguenze negative che emergono non sempre sono facilmente **osservabili**: ad esempio i conflitti tra

*team* multiculturali sono difficilmente identificabili e attribuibili a questi aspetti di diversità (Kirchmeyer e Cohen, 1992).

A fronte delle motivazioni messe in luce da ciascuna delle due teorie si può intuire che non esiste una visione più giusta dell'altra: l'impatto complessivo della diversità culturale sull'impresa dipende da quale dei fattori sopra menzionati è preponderante. Ciò a sua volta dipende dal contesto sociale e aziendale presi come riferimento, dalle variabili riguardanti le caratteristiche del *board* considerate, e da come la diversità culturale viene gestita all'interno dell'impresa. Alla fine del seguente paragrafo verranno analizzati alcuni dei seguenti aspetti.

### ➤ **Gestione della diversità culturale**

Basandosi sui vantaggi sopra menzionati si può intuire che gli Stati Uniti, dal momento che accolgono al loro interno un elevato numero di popolazione di etnia diversa al mondo, si trovano in una posizione di possibile vantaggio competitivo nazionale. La stessa considerazione può essere fatta per l'Inghilterra che rappresenta uno dei Paesi con un maggior numero di amministratori stranieri al mondo (Frijns et al., 2016; Masulis et al., 2012).

Tuttavia, occorre ancora un volta sottolineare che non è sufficiente che ci sia diversità culturale per generare un beneficio, ma occorre anche saperla **gestire** in quanto la cultura costituisce un aspetto intrinseco nelle persone, difficilmente modificabile e non necessariamente pubblico e ovvio<sup>64</sup> (Hofstede, 2001): in quanto tale si possono generare delle esternalità negative tra i membri del CdA compromettendo l'efficacia delle decisioni prese. Per evitare tale conseguenza l'impresa dovrà sostenere dei costi non indifferenti, soprattutto in termini di coordinamento.

Nel corso degli anni le organizzazioni non sono riuscite a gestire in maniera adeguata le minoranze di genere ed etniche presenti al loro interno, anzi spesso le imprese che non possiedono un'elevata eterogeneità culturale non considerano la diversità come un aspetto prioritario della propria azienda, generando conseguentemente delle insoddisfazioni da parte dei membri del CdA.

Evidenze empiriche mostrano che l'assenteismo e il *turnover* sono tendenzialmente più alti tra le donne e le minoranze etniche rispetto agli uomini bianchi; il grado di frustrazione aumenta avanzando nella carriera e i conflitti culturali con il gruppo dominante potrebbe essere uno dei principali motivi di insoddisfazione (Taylor H. Cox e Stacy Blake, 1991).

---

<sup>64</sup> Secondo Hofstede (2001), la cultura rappresenta l'insieme di valori e norme sociali che sono trasmesse dai genitori ai propri figli e che verranno conservati per tutta la vita. Quando una persona emigra da un Paese all'altro, non adotta immediatamente i valori culturali della nazione in cui si è trasferito: tale processo richiede del tempo ed è molto complesso (Berry, 2005). Inoltre anche se trascorrono parecchi anni non si può affermare con certezza che tale persona abbia fatto propri quei valori (esattamente come le persone native), anche perché qualche principio derivante dalla cultura d'origine continuerà a rimanere.

### f.1) Confronto tra la diversità culturale e quella di genere

Prima di entrare nel merito delle evidenze empiriche riguardanti le *performance* aziendali in presenza di diversità culturale è opportuno mettere in luce gli aspetti in comune e di distacco con la diversità di genere, in modo da comprendere il motivo per cui le politiche attive in tema di diversità si focalizzano prevalentemente sull'equilibrio dei generi all'interno del consiglio di amministrazione.

Occorre infatti sottolineare che, secondo alcuni studiosi per poter comprendere il diverso contributo che la diversità di genere e quella culturale offrono per l'impresa è necessario studiare questi due aspetti in parallelo in quanto derivano da fattori sociologici comuni: *"non è possibile analizzare la diversità razziale senza incorporare una discussione sul genere, allo stesso tempo in qualunque analisi riguardante le donne se viene ignorata la componente etnica, i risultati che emergono sarebbero distorti dall'esperienza più manifesta delle donne bianche"* (Browne e Misra, 2003; Amott and Matthaei, 1991; Essed, 1991; Higginbotham and Romero, 1997; Chafetz, 1997; Glenn, 1999; Reskin and Charles, 1999; Collins, 2000; Browne and Misra, 2003).

#### ➤ **Similarità tra la diversità di genere e quella razziale**

Tra gli aspetti di similarità si possono distinguere il fatto che:

1. Sia la diversità di genere sia quella razziale, sono tradizionalmente sottorappresentati nel CdA aziendale.
2. Entrambe le forme di diversità sono visibili dall'esterno e costituiscono un segnale forte per il pubblico il quale può percepire una maggior apertura e capacità dell'impresa di gestire questi temi (Tsui et al., 1992): viene quindi sviluppata una reputazione positiva.
3. I consiglieri appartenenti a questi due gruppi di minoranza hanno maggior probabilità di possedere un *background* di conoscenze ed esperienze differenti rispetto agli amministratori tradizionali (uomini bianchi), per cui offrono al *management* un set di informazioni uniche al fine di poter prendere decisioni migliori (Hillman et al., 2000). Tali amministratori infatti sono spesso considerati come *outside directors* e, in quanto tali, secondo Hillman et al. (2002) hanno maggior probabilità di occupare posti da consiglieri in molteplici imprese (*multiple directorship*).

#### ➤ **Distinzioni tra la diversità di genere e razziale**

Gli elementi di differenziazioni invece sono:

1. La diversità razziale, rispetto a quella di genere, ha per l'impresa un effetto molto più forte sulla percezione della sua utilità in termini di rete di contatti con l'esterno. Il beneficio derivante dalla minoranza etnica e razziale trova fondamento in particolare nel contesto odierno incentrato fortemente sulla globalizzazione la quale ha permesso l'espansione delle imprese in aree territoriali

differenti rispetto a quelle nazionali. Tale situazione ha richiesto la necessità di comprendere a fondo l'ambiente locale in cui l'impresa si inserisce e le diverse esigenze culturali del consumatore.

2. Gli aspetti appena descritti, intuitivamente sono maggiormente soddisfatti dal contributo apportato dalle minoranze razziali presenti nel *board* (Ibarra, 1995; Richard, 2000), anziché dalla presenza di amministratori di sesso femminile. Un esempio di questo aspetto è stata la startegia adottata da Avon (e poi da altre grandi imprese come Maybelline) che, prima di lanciare una nuova linea di cosmetici che catturasse le preferenze della nicchia di consumatori di carnagione più scura, ha deciso di inserire all'interno dell'area marketing della propria organizzazione afro-americani e ispanici. Mediante questa interpretazione, secondo alcuni studiosi le maggiori forme di discriminazioni oggi presenti sono sul livello del genere anziché su quello razziale in quanto coloro che attualmente costituiscono una minoranza etnica sono potenziali candidati "perfetti". Sarebbe dunque interessante poter comprendere il motivo per cui continuano ad esserci minoranze etniche/razziali e perché generalmente sono degli *outsider directors*: in che modo l'etnia e il genere impatta sulla loro prospettiva di carriera all'interno dell'impresa.
3. La diversità etnica quindi si distingue dalla diversità di genere per il *tipo* di informazioni portate per l'impresa e per la rete di contatti che permette di avere un accesso preferenziale alle risorse critiche (Amason, 1996): in quanto tale, le minoranze etniche sono percepite come una risorsa importante che le aziende devono possedere al fine di "modellare" la strategia aziendale a un particolare ambiente di mercato, mentre la presenza di donne nel CdA viene avvertita, in questi termini, come meno proficua.
4. Dal quadro interpretativo sopra evidenziato e, da molteplici ricerche, emerge che le donne hanno minor probabilità di occupare posti al vertice e ruoli esecutivi all'interno dell'impresa rispetto alle minoranze razziali (Miller e Triana, 2009). Ulteriori evidenze mostrano che le donne e le minoranze etniche hanno differenti funzioni all'interno del consiglio di amministrazione (Hillman et al., 2002; Peterson e Philpot, 2007).
5. Secondo Carter, D'Souza, Simkins, Simpson (2010) donne e minoranze etniche all'interno del CdA non hanno lo stesso effetto sulle *performance* aziendali.
6. Brammer et al. (2007) trovano una significativa variazione della diversità di genere tra i vari settori, mentre osservano una variazione meno pronunciata per le minoranze etniche.

Alcuni di questi aspetti verranno approfonditi nell'analisi a seguire, in particolare per quanto riguarda gli aspetti evidenziati al punto 3 (delle similarità), Hillman et al. (2002) offrono un contributo alla letteratura molto importante in quanto analizzano il valore apportato a livello *individuale* da ciascuna risorsa e non

in termini di *portfolio* del *board*<sup>65</sup>. Essi esaminano come gli amministratori si differenziano, in base al **genere** e all'**origine razziale**<sup>66</sup> (*white male, white female, African-American female, African-American male*), in termini di occupazione (*support specialists, community influentials, business experts*), livello di istruzione (*college, under-graduate degree, master's degree, doctoral degree*) e di probabilità di occupare un posto nei *board* di più imprese. Emergono tre aspetti importanti:

2. **Occupazione:** la maggior parte degli amministratori donne e afro-americani (*white female, African-American female, African-American male*) ricoprono un incarico come *support specialists* o *community influentials*, diversamente dagli amministratori bianchi (*business experts*)<sup>67</sup>: tale evidenza è confermata anche da Peterson (2007). In particolare si può osservare una distinzione tra etnia (amministratrici afro-americane e bianche), e genere (donne e uomini afro-americani): le *white female* e gli *African-American male* occupano più frequentemente un incarico come *business experts* rispetto alle prime corrispondenti.

La seguente evidenza non dovrebbe sorprendere se uno osserva le varie discriminazioni che si sono susseguite nella storia, a causa delle quali le minoranze tradizionalmente non rivestono cariche esecutive o di rilievo nelle imprese. Tuttavia ricorrendo ad una visione del CdA come un portafoglio di risorse (teoria della dipendenza dalle risorse) ciascuna delle differenti tipologie di *outside directors* offre un contributo di valore per l'impresa<sup>68</sup> (Hillman et al., 2000), per cui rientrare in una categoria occupazionale piuttosto che un'altra non ha alcuna differenza. Secondo un'interpretazione etica di uguaglianza, invece, risulta che gli amministratori di sesso femminile e quelli di origine afro-americana si trovano a dover affrontare il problema del *glass ceiling*.

3. **Livello di istruzione:** gli amministratori donne e afro-americani possiedono un livello di istruzione superiore (*doctoral degree*) rispetto agli amministratori bianchi (*white male*). Anche in questo caso però è possibile osservare una distinzione tra amministratrici afro-americane e bianche, e tra donne e uomini afro-americani, in particolare andando in ordine, coloro che hanno un titolo di studio più alto sono: *African-American female, white female, African-American male, white male*.

---

<sup>65</sup> Il campione finale di analisi si basa sulle imprese statunitensi appartenenti alla classifica Fortune 1000 tra il 1993 e 1997. Essendo le imprese di grandi dimensioni non è possibile generalizzare i risultati ottenuti, anche perché alcune evidenze mostrano invece che le donne hanno maggior probabilità di essere amministratrici nelle imprese di piccole dimensioni (Harrigan, 1981). La scelta di studiare le imprese di grandi dimensioni è legata prevalentemente al fatto che sono organizzazioni abbastanza diffuse nell'economia statunitense.

La presenza di minoranze nel campione non è molto elevato: questo può essere un elemento debole dell'analisi in quanto i risultati potrebbero essere instabili, devono quindi essere interpretati con cautela.

Un ulteriore limite dell'analisi effettuata è che non sono stati studiati i criteri con cui gli amministratori vengono selezionati dalle imprese, cioè gli autori non si sono chiesti in quale contesto tali risorse sono più importanti, quali sono le organizzazioni che includono queste minoranze e quali siano le risorse prioritarie.

<sup>66</sup> Le informazioni relative all'etnia sono state ottenute ricorrendo a un *report* relativo agli amministratori afro-americani in Fortune 1000 (1993). Il campione finale è costituito da 257 amministratori ed è così classificato: 16 donne afro-americane, 71 uomini afro-americani, 89 donne bianche, 99 uomini bianchi.

<sup>67</sup> Una descrizione delle caratteristiche di queste figure è offerta nel Paragrafo 2.3.2, nell'analisi della teoria della dipendenza dalle risorse.

<sup>68</sup> Si veda il Paragrafo 2.3.2, inerente alla teoria della dipendenza dalle risorse.

Questa evidenza è coerente con la “*Status Characteristics Theory*”, secondo cui ai consiglieri appartenenti ad uno status basso (come donne e minoranze razziali) generalmente sono richiesti degli standard di *skills* e conoscenze più alte al fine di essere considerati competenti e quindi essere selezionati<sup>69</sup>. Secondo la visione pessimistica quindi la “*lack of fit*” delle minoranze può essere superata attraverso l’istruzione che rappresenta il meccanismo chiave per dimostrare al pubblico le proprie competenze<sup>70</sup> e mitigare gli stereotipi presenti a loro svantaggio ed esser attrattivi. Secondo invece l’interpretazione offerta dalla *resource dependency theory*, il maggior livello di istruzione offerto dalle minoranze massimizza il portafoglio di *skills* del CdA.

4. **Patterns of Directorship:** gli amministratori donne e afro-americani coprono un secondo posto nei *board* di aziende diverse con un tasso sei volte più alto rispetto alla loro controparte (*white male*), questo tasso invece è doppio per la terza sedia nei CdA di imprese differenti; dalla quarta in poi non emerge alcuna differenza significativa tra i vari gruppi. Effettuando un confronto tra amministratrici afro-americane e bianche, emerge che le prime in media ricoprono un secondo e un terzo incarico di amministratrici con un tasso più alto.

Questi risultati sono coerenti con la *Salience Hypothesis*<sup>71</sup>, secondo cui gli amministratori appartenenti ad un gruppo di minoranza essendo poco numerosi nelle imprese sono considerati una “novità” e quindi sono maggiormente visibili (“*salient*”), conseguentemente, una volta ottenuto un posto nel *board*, incrementano la propria reputazione e quindi la possibilità di ricoprire il ruolo di amministratori in un’altra impresa.

In base a quanto emerso dallo studio condotto da Hillman et al. (2002) è possibile quindi affermare che le donne e le minoranze razziali nei *board* aziendali non costituiscono semplicemente dei *tokens* (sebbene non si possa affermare con certezza che abbiano un valore *influyente* nei CdA in cui sono presenti). In particolare è possibile fare una distinzione di caratteristiche tra amministratori di origine afro-americana (uomini e donne) e quelli di origine caucasica (uomini e donne), ma anche tra amministratrici afro-americane e quelle bianche. Quindi interpretando i risultati alla luce della teoria della dipendenza dalle risorse, non solo si osservano delle differenze tra le varie etnie, ma anche tra le varie forme di diversità:

---

<sup>69</sup> Foddy e Smithson (1989) affermano che: “*males may need to do well to signal high ability, but females and racial minorities must do very well to signal the same level of ability*”.

<sup>70</sup> Il livello di istruzione è comunemente considerato come un indicatore del valore delle conoscenze possedute (Kanter, 1977). Ad esempio un diploma di scuole superiori costituisce un livello di conoscenza basilare; la laurea offre maggior credibilità e presuppone una maggior esperienza; infine il dottorato rappresenta il livello più elevato di esperienza e conoscenza.

<sup>71</sup> Secondo la letteratura che analizza il concetto della *salience* (ossia quelle caratteristiche che sono visibili e ritenute rilevanti), gli amministratori le cui caratteristiche sono ben visibili al pubblico, tendono a essere percepiti come più influenti e proattivi nell’impresa (Biernat & Vescio, 1993; Briggs & Lassiter, 1994; Lassiter & Irvine, 1986; Lassiter et al., 1992; McArthur, 1981; Taylor & Fiske, 1978; Taylor et al., 1978).

Un modo per rendere le persone più conosciute (*salient*) è esplicito attraverso il concetto di *novità* (Berlyne, 1960; Biernat & Vescio, 1993; Taylor & Fiske, 1978; Taylor et al., 1978). Grazie alla crescente importanza attribuita alla diversità, l’inserimento nel CdA aziendale di amministratori appartenenti ad un gruppo di minoranza (di genere ed etnia) fa sì che questi vengano percepiti dall’esterno come una novità e, quindi, risultano essere più visibili rispetto alla loro controparte maschile e con una maggior probabilità di ricoprire più posti all’interno di differenti *board* aziendali (*multiple directors*). Tale evidenza è dimostrata da Hillman et al. (2002).

in particolare quella di genere e quella culturale sono due dimensioni separate in quanto si riferiscono a un *background* di conoscenze differenti (amministratori diversi hanno accesso a informazioni diverse provenienti dall'ambiente esterno) e per tale ragione svolgono ruoli differenti all'interno del consiglio di amministrazione (Hillman et al., 2002).

Come sviluppo futuro della seguente analisi sarebbe interessante comprendere se le amministratrici *black female* si identificano in primo luogo come una minoranza razziale o come una minoranza di genere e quali implicazioni ne derivano.

Approfondendo l'aspetto relativo alle funzioni ricoperte dagli amministratori che appartengono a gruppi di minoranza (punto 2 di differenziazione), Peterson et al. (2007) estendono lo studio condotto da Hillman et al. (2000), basandosi sulla classificazione effettuata da Braiotta e Sommer (1997) sulle tipologie di comitati amministrativi presenti all'interno di un'impresa (comitato esecutivo e/o di pianificazione strategica; comitato di nomina e di *corporate governance*; comitato di remunerazione; comitato di controllo (audit); comitato finanziario; comitato per le public policy<sup>72</sup>).

Dall'analisi<sup>73</sup> emerge che:

- i consiglieri bianchi hanno maggior probabilità di occupare un posto all'interno di comitati esecutivi (tale evidenza è maggiormente accentuata per gli uomini);
- i comitati di nomina sono prevalentemente composti da donne (in particolare da *white female*);
- all'interno dei comitati di controllo e degli affari pubblici sono presenti con più probabilità gli afro-americani e le *white female*;
- non si osserva invece una significativa differenza in termini di razza e genere all'interno dei comitati di remunerazione e quelli finanziari.

In sintesi quindi gli uomini occupano maggiormente un posto nei comitati esecutivi<sup>74</sup>, mentre le donne in quelli degli affari pubblici, di controllo e di nomina (quest'ultime evidenze sono simili a quelle di Bilimoria

---

<sup>72</sup>Di seguito è presentata una breve descrizione del ruolo svolto da ciascuno comitato:

- *Comitato esecutivo e/o di pianificazione strategica*: spesso svolge un ruolo sostitutivo al *board* in situazioni di crisi o difficoltà, compatibilmente con i vincoli statuari o altri limiti imposti dal CdA;
- *Comitato di nomina e di corporate governance*: si occupa dell'identificazione di consiglieri adeguati a ricoprire un incarico nel CdA e alla formulazione di linee guida sulla *corporate governance*;
- *Comitato di remunerazione*: ha la responsabilità diretta di esaminare e approvare gli obiettivi e gli aspetti rilevanti circa la remunerazione del CEO e di valutare le *performance* aziendali.
- *Comitato di controllo (audit)*: assiste il CdA nella supervisione dell'*accountability* aziendale e il rispetto di vincoli legali e regolamentari e il rispetto dei requisiti di indipendenza;
- *Comitato finanziario*: si occupa della parte finanziaria dell'impresa, della distribuzione dei dividendi, delle decisioni di investimento e della pianificazione del rischio aziendale;
- *Comitato per le public policy*: esamina i piani e i programmi aziendali in ambito sociale e di coinvolgimento in tematiche ambientali, di pari opportunità e sicurezza.

<sup>73</sup> Il campione impiegato si basa sulle imprese quotate statunitensi appartenenti alla Fortune 500 nell'anno 2002. I dati relativi alle minoranze antiche sono stati ottenuti utilizzando gli *statement* e i *report* sull'azienda, articoli pubblici, sito web aziendale. Coerentemente con gli studi precedenti, gli amministratori appartenenti alla razza ispanica o asiatica sono stati esclusi dal campione, in quanto il loro numero è risultato troppo modesto o i dati non erano recuperabili (Burke, 1997; Mattis, 2000; Carter et. al., 2003). Tale aspetto costituisce uno dei limiti dell'analisi.

<sup>74</sup> Storicamente svolgere un incarico esecutivo all'interno dell'impresa era visto come qualcosa di importante e gratificante (Braiotta e Sommer, 1987), tuttavia secondo James W. Kinneer (2002), primo presidente e CEO della Texaco Inc., la rilevanza attribuita a questo comitato sta iniziando a scemare a causa della diffusione crescente degli strumenti di telecomunicazione sempre più virtuali che permettono di partecipare alle riunioni anche senza presentarsi fisicamente. Egli inoltre sostiene che oggigiorno risulta molto più importante una posizione all'interno del comitato

e Piderit, 1994, i quali però avevano individuato anche il comitato finanziario). Per quanto riguarda l'etnia invece, gli afro-americani (uomini e donne) hanno maggior probabilità di essere inseriti nei comitati degli affari pubblici e di controllo, ma meno in quelli esecutivi: hanno quindi una probabilità superiore di ricoprire ruoli differenti all'interno del *board* rispetto ai colleghi uomini bianchi.

Come sviluppo futuro della seguente analisi sarebbe interessante comprendere in quali comitati le minoranze etniche hanno un ruolo più *attivo* e non sono semplicemente dei *token*.

Infine nel seguente studio emerge che:

- **età:** gli amministratori bianchi sono più anziani rispetto a quelli neri e gli uomini hanno un'età più avanzata delle donne;
- **tenure:** per gli amministratori bianchi è significativamente più alta rispetto a quelli neri (si veda anche Miller e Triana, 2009), inoltre questa evidenza è la stessa se si confrontano gli uomini con le donne; in particolare la *tenure* di uomini bianchi è significativamente maggiore delle donne bianche, mentre non si può dire lo stesso tra gli uomini neri e le donne nere;
- **insiders:** le amministratrici nere sono maggiormente presenti come *insiders* nei CdA rispetto alle amministratrici bianche.
- **ruoli apicali:** ulteriori ricerche mostrano che la probabilità di occupare posti al vertice e ruoli esecutivi è inferiore per le donne rispetto alle minoranze razziali (Miller e Triana, 2009).

## f.2) Diversità culturale e performance aziendali

### ➤ La diversità culturale espressa come etnia

Analizzando ora nel dettaglio la relazione tra la diversità culturale nel CdA e le *performance* aziendali, si cercherà di offrire mediante lo studio di Richard (2000)<sup>75</sup> una spiegazione di come l'eterogeneità culturale (intesa come varietà razziale: bianco, nero, ispanico, asiatico, indiano d'America) possa generare un **vantaggio competitivo** per le imprese attraverso la *Resource-Based View*.

Occorre innanzitutto evidenziare che il legame non è *diretto*, ma è necessario introdurre il ruolo di mediazione dato dalla **strategia di business aziendale** (variabile dipendente: crescita degli *asset* totali). Dai risultati del *paper* di O.C. Richard (2000), si evidenzia che un'elevata diversità razziale è positivamente

---

relativo agli affari pubblici rispetto a quello esecutivo in quanto il primo ha un ruolo ritenuto fondamentale ai fini della reputazione aziendale e apporta un contributo informativo dall'ambiente esterno essenziale.

<sup>75</sup> Il campione di imprese impiegato si basa su 574 banche della California, del Kentucky, e del North Carolina (la prima città è stata scelta per l'elevata diversità razziale presente, la seconda per la scarsa diversità razziale e per la crescita degli *asset* e infine la terza per la prosperità finanziaria delle banche e la dimensione degli *asset*).

Il settore bancario, che seppur presenti delle caratteristiche differenti rispetto alle imprese manifatturiere o di servizi, nella seguente analisi quei fattori non sono particolarmente impattanti. La scelta da parte dell'autore di analizzare il seguente settore invece è legato al fatto che: innanzitutto si tratta di un settore che ha subito profondi cambiamenti negli ultimi anni in termini di deregolarizzazioni (*deregulation*) e sviluppi tecnologici, offrendo maggior spazio alla varietà in un'ottica di strategie competitive (Delery e Doty, 1996; Mehra, 1996; Ramaswamy, 1997). In secondo luogo molte imprese presenti nel settore bancario si sono diversificati in più mercati al fine di promuovere la propria crescita. Inoltre in questo settore il capitale umano rappresenta la principale fonte di vantaggio competitivo duraturo (Mehra, 1996:310).

correlata con le tre variabili di *performance* impiegate: ROE, produttività, e *performance* di mercato<sup>76</sup>, ma solo se l'impresa adotta una strategia di **crescita**<sup>77</sup>, mentre è correlata negativamente quando adotta una strategia di ridimensionamento dell'impresa. La motivazione è da ricercarsi nel fatto che una strategia di crescita dovrebbe essere perseguita dall'impresa solo se dispone del capitale e del talento umano adeguato per gestire l'organizzazione durante l'espansione: in questi termini è particolarmente importante possedere *flessibilità* e *creatività*. Tali attributi risultano essere particolarmente vantaggiosi in un contesto di crescita ed espansione dell'azienda, ma potrebbero essere deleteri nel caso di ridimensionamento dell'impresa: alcuni attributi dunque potrebbero essere più vantaggiosi per alcune strategie ma svantaggiosi per altre e il contesto organizzativo di riferimento è particolarmente importante ai fini dei risultati, tale che se non viene preso in considerazione emerge una relazione negativa tra la diversità culturale e i risultati aziendali (o addirittura non emerge alcuna relazione).

Un'ulteriore evidenza emersa è che le imprese che adottano una strategia di crescita e al loro interno possiedono un'elevata diversità razziale registrano una maggior produttività.

In conclusione quindi la diversità razziale incrementa la **produttività** e questa relazione si intensifica quando aumenta la crescita strategica.

Effettuando un'analisi più approfondita, un *paper* particolarmente importante è quello di Carter et al. (2003) i quali esaminando la diversità razziale (afro-americani, di asiatici e di ispanici) e quella di genere riscontrano delle differenze significative in termini di impatto sulle *performance*.

Il campione di riferimento<sup>78</sup> è stato suddiviso, per ogni settore considerato, tra donne e gruppo di minoranza, in modo da cogliere il contributo apportato da ciascuno di essi.

Effettuando l'analisi descrittiva del campione relative alle minoranze etniche emerge che circa la metà delle imprese non possiede neanche un amministratore appartenente a una minoranza etnica (49,7%) e che solo tre imprese ne possiedono un numero pari o superiore a quattro. Prendendo in considerazione i settori identificati si osserva che:

- il settore finanziario presenta una maggior probabilità di avere delle minoranze all'interno del *board* (questo risultato è in contrasto con quanto emerso nel sottocampione delle donne);
- i settori dei trasporti e delle telecomunicazioni, del *food*, dell'abbigliamento e della produzione chimica hanno la percentuale più bassa di imprese senza minoranze etniche;
- il settore delle costruzioni presenta la percentuale più alta in termini di assenza di minoranze.

---

<sup>76</sup> Quest'ultima variabile è stata ottenuta sottoponendo un questionario che chiedeva la percezione che i rispondenti avevano circa le *performance* (in termini di *marketing*, crescita delle vendite, profittabilità, azioni di mercato) raggiunte negli ultimi 3 anni dalla propria banca rispetto a quella dei concorrenti.

<sup>77</sup> Una possibile strategia di crescita potrebbe consistere in un'espansione geografica dei mercati serviti o nell'acquisizione di differenti divisioni di *business*. In quest'ultimo caso implica una diversificazione delle linee di prodotti posseduti o l'introduzione di nuovi prodotti.

<sup>78</sup> Campione di 638 imprese statunitensi appartenenti alla Fortune 1000 nel 1997.

Le variabili di controllo impiegate sono: dimensione dell'impresa (logaritmo naturale degli asset totali), dimensione del CdA (logaritmo naturale del numero di amministratori), dummy per la dualità CEO/Presidente, logaritmo naturale dell'età media del CdA, percentuale di amministratori interni, dummy indicanti la presenza di donne/minoranze nel CdA e relative percentuali, logaritmo del numero di meeting consiliari annuali, dummy indicante se il CEO riceve una remunerazione (stock compensation) e la quota di proprietà degli *insider* (*insider ownership*).

Proseguendo nell'analisi è stata effettuata un'ulteriore ripartizione, distinguendo tra le imprese che non hanno nemmeno una minoranza etnica all'interno del CdA ("*low minority*"), e che quindi presentano un problema di *tokenism*, e quelle che ne possiedono almeno due ("*high minority*"). Dai risultati emerge che, diversamente dal campione di soli donne, la differenza di valore tra i due gruppi di imprese (*low minority* e *high minority*) è meno pronunciato e non si osserva una differenza significativa in termini di CEO *duality*. Tuttavia anche in questo caso la **Q di Tobin** in media è **superiore** per le imprese appartenenti al gruppo *high minority*, le aziende sono di **dimensioni maggiori**, hanno una **percentuale maggiore di donne** nei CdA ed effettuano **più riunioni di consiglio** all'anno. Inoltre emerge che i CdA che hanno una maggiore proporzione di *insider* (rispetto agli *outsider*) hanno meno probabilità di avere figure femminili e appartenenti al gruppo di minoranza come amministratori. Si può quindi ragionevolmente affermare che tali figure occupano un ruolo di *outsider* all'interno dell'impresa (Carter et al., 2003).

In sintesi quindi si riscontra una correlazione positiva statisticamente significativa tra la presenza di donne o *minority* nel CdA e il valore dell'impresa espressa come Q di Tobin e che i CdA di dimensioni maggiori hanno maggior probabilità di avere amministratori donna e appartenenti a gruppi di minoranza, suggerendo l'esistenza anche di una relazione tra tale tipologia di *diversity* e la dimensione dell'impresa.

La relazione positiva con le *performance* aziendali emerge anche dallo studio di Carter, D'Souza, Simkins, Simpson (2010)<sup>79</sup> se si utilizza il modello a effetti fissi (*fixed effects regression*), una volta inserite le opportune variabili di controllo (dimensione dell'impresa, dimensione del *board*, età media del CdA, dualità del CEO, numero di amministratori indipendenti, partecipazione alle riunioni di consiglio<sup>80</sup>, numero medio di cariche amministrative possedute da ciascun consigliere). Più precisamente gli autori trovano una **relazione** positiva e significativa tra il numero di **minoranze etniche** (numero di **neri e ispanici**<sup>81</sup>) (e il numero di donne nel CdA) e il **ROA**, mentre non trovano alcuna relazione significativa con la **Q di Tobin**. Utilizzando il metodo di regressione 3SLS, invece, non emerge alcuna evidenza che espliciti la relazione tra le misure di diversità e quelle di *performance*.

Sebbene queste evidenze possano sembrare contraddittorie, in realtà i seguenti risultati sono coerenti con l'idea che all'interno dell'impresa, la *corporate governance* rispecchia un **equilibrio** tra varie soluzioni proposte (Adams et al., 2008) e che, secondo la teoria delle dinamiche sociali e psicologiche, all'interno del consiglio di amministrazione potrebbero esserci degli effetti compensativi tra gli amministratori appartenenti a minoranze etniche (e di genere) tali da incidere sull'esito finale dell'analisi.

---

<sup>79</sup> Il campione di riferimento su base sulle imprese presenti in S&P 500 per il periodo 1998-2002. Il *dataset* finale (950 imprese) consiste in 641 imprese, se si considerano le variabili di *gender diversity*, altrimenti è di 314 imprese se si considerano le variabili di etnia. Successivamente sono stati selezionati *random* 100 amministratori dal campione.

<sup>80</sup> Calcolato come il numero di amministratori che frequentano meno del 75% delle riunioni di consiglio.

<sup>81</sup> Le variabili di *corporate governance* sono state ottenute dal database IRRC (*Investor Responsibility Research Center*); le informazioni mancanti sono state recuperate mediante interviste, chiamate telefoniche, ricerche su LinkedIn, Lexis-Nexis, Bloomberg, sul sito delle imprese e sui report annuali resi pubblici.

## ➤ La diversità culturale espressa come nazionalità

Analizzando la diversità in termini di numero di amministratori stranieri, un contributo importante apportato alla letteratura è quello offerto da Frijns et al. (2016)<sup>82</sup>, i quali analizzano il tema della diversità culturale in termini di **nazionalità** non *between groups*, ma *within groups*, in modo da esaminarne l'impatto sulle *performance* aziendali.

Il campione utilizzato si riferisce alle 243 imprese quotate inglesi<sup>83</sup> che costituiscono una capitalizzazione di mercato pari al 95% tra il 2004 e il 2014.

Nell'analisi descrittiva del campione emerge che nel corso degli anni la percentuale di amministratori stranieri è cresciuta non solo in Inghilterra (dal 18,72% nel 2002 al 26,05% nel 2014), ma anche a livello complessivo tra tutte le nazioni (dal 56,7% nel 2002 al 71,8% nel 2014) e che il secondo gruppo più numeroso, dopo quello degli amministratori inglesi (78,5%) è quello statunitense (7%). Inoltre emerge che nel primo gruppo (UK) il 91% è di sesso maschile, il 54% circa è un amministratore indipendente, è l'età media del *board* è di 55,10; mentre nel secondo gruppo (USA) tali percentuali sono rispettivamente circa pari all'86% e 59% e l'età media è di 56,8 anni. Infine le imprese con amministratori stranieri tendono ad avere dimensioni del *board* maggiore, un più alto numero di amministratori indipendenti e una maggior presenza di CEO *duality*.

In generale il numero più alto di amministratori stranieri nel CdA è 12 e il numero massimo di nazionalità diverse rappresentate è 7.

Prendendo in considerazione le misure di *performance* utilizzate (il ROA e la Q di Tobin), i risultati **non** mostrano una differenza significativa in termini di **Q di Tobin** tra le imprese con e senza amministratori stranieri, mentre considerando il **ROA** le imprese con amministratori stranieri hanno un valore significativamente **più basso**; inoltre queste hanno un livello di **indebitamento** (variabile *leverage*) **inferiore**, operano in **più segmenti di business** e l'**età media** del *board* è **maggiore**.

Per quanto riguarda l'analisi empirica, la diversità culturale è stata determinata da un'ampia letteratura, utilizzando l'approccio adottato da Kougut e Singh (1988), mediante i seguenti passaggi:

1. Calcolo della distanza tra i punteggi assegnati alle varie dimensioni culturali evidenziate da Hofstede (2001)<sup>84</sup> per ogni nazione.

---

<sup>82</sup> Bart Frijns, Olga Dodd, Helena Cimerova, *The Impact of Cultural Diversity In Corporate Boards on Firm Performance*, 2016.

<sup>83</sup> È stato scelto un campione di imprese inglesi in quanto sono caratterizzate da un maggior numero di stranieri nei CdA rispetto alle imprese statunitensi. Nel campione considerato infatti più del 62,55% delle imprese hanno almeno un amministratore straniero, mentre nei campioni di altri studiosi del mercato statunitense solamente il 13% circa delle imprese possiede un amministratore straniero (Masulis et al., 2012).

<sup>84</sup> Le dimensioni individuate da Hofstede inizialmente erano:

- *Individualismo vs collettivismo*: considera se la società è focalizzata sulla promozione del singolo o persegue gli obiettivi comuni di un gruppo
- *Mascolinità vs femminilità*: la prima misura l'importanza che i membri della società attribuiscono al raggiungimento del successo materiale e di carriera, all'assertività, al denaro: questi aspetti stimolano la competizione, ma anche la corruzione per "vincere"; la seconda dimensione invece esprime l'attenzione posta alla cura degli altri, alla cooperazione e alla qualità della vita: queste caratteristiche alimentano la fiducia reciproca e la buona fede dei singoli individui.

2. calcolo della distanza media tra tutti i membri del CdA.

$$CD_{ij} = \sqrt{\sum_{k=1}^4 \{(I_{ki} - I_{kj})^2 / V_k\}} \quad \forall i \neq j,$$



$$CD\ BOARD_{jt} = \frac{\sum_{i,j} CD_{ij,nt}}{m(m-1)/2} \quad \forall i < j,$$

Dove:

- $CD_{ij}$  è la distanza culturale tra due amministratori (i,j);
- $I_{ki}$  è il punteggio di dimensione k per uno specifico amministratore i;
- $I_{kj}$  è il punteggio di dimensione k per uno specifico amministratore j;
- $V_k$  è la varianza interna al campione relativa aduna specifica dimensione culturale.

Dove:

- $CD\ BOARD_{jt}$  è la misura della diversità culturale del CdA nell'impresa nell'anno t;
- m è il numero di membri nel CdA
- la misura della diversità culturale è normalizzata dalla dimensione del *board* (cioè dalle coppie di amministratori)

Nell'analisi effettuata da Frijns et al. (2016) una volta individuate le dimensioni di Hofstede (2001) maggiormente impattanti non viene effettuata nessun ulteriore suddivisione del campione: in generale i risultati empirici mostrano che in **media** gli **aspetti negativi** derivanti dalla diversità culturale prevalgono su quelli positivi anche controllando una serie di fattori relativi alle caratteristiche del *board* (dimensione, genere, indipendenza, età, CEO *duality*), alle caratteristiche dell'impresa (dimensione, longevità, *leverage*, complessità dell'impresa, volatilità dei ritorni e crescita delle vendite) e considerando vari *framework* culturali e misure della diversità culturale (come la religione, lingua, diversità somatica ecc.). Le evidenze emerse sono robuste anche dopo aver affrontato il problema dell'endogeneità<sup>85</sup>, evidenziando che in realtà la diversità culturale gioca un ruolo importante nel CdA che va ben oltre alla semplice presenza di amministratori stranieri.

Inoltre, coerentemente con gli studi passati (Masulis et al., 2012 e Anderson et al., 2011<sup>86</sup>) si è osservato che la **relazione negativa** è maggiormente concentrata tra gli **amministratori indipendenti**: la motivazione è legata al fatto che questi ultimi entrando in maggior contatto con amministratori di cultura differente sono maggiormente esposti ai problemi di coordinamento che rende più complicato il loro ruolo di *monitoring*; inoltre in linea generica gli amministratori dipendenti saranno accomunati da

- 
- *Power distance*: cattura il grado di accettazione dell'ineguaglianza nella distribuzione del potere tra i superiori e i subordinati. All'interno delle dinamiche di un gruppo queste differenze vengono percepite in maniera differente e possono generare dei conflitti.
  - *Approccio verso l'incertezza*: esprime il grado di propensione e avversione al rischio delle persone in una determinata nazione in un contesto di incertezza e ambiguità.

Successivamente sono state aggiunte:

- *Orientamento al lungo periodo*: misura se l'approccio impiegato dalle persone è orientato al futuro o al passato
- *Indulgence a vs restraint*: esprime il modo con cui viene percepito il divertimento e il godimento della vita, cioè se è visto come un valore aggiunto o con sospetto.

Ad ogni dimensione Hofstede attribuisce un punteggio in base alla Nazione considerata.

<sup>85</sup> Gli autori hanno cercato di verificare se la diversità culturale è semplicemente una *proxy* dell'orientamento aziendale al mercato estero (*foreignness*), ossia se sono influenzati dal semplice fatto di avere amministratori stranieri nel proprio CdA (variabile dummy e percentuale di *foreign independent directors* ecc.) e dalla presenza nei mercati esteri (variabile *foreign sales* e *foreign assets* ecc.).

<sup>86</sup> Anderson et al. (2011) esaminando l'effetto dell'eterogeneità all'interno del CdA sulle *performance* aziendali trovano complessivamente un effetto positivo, tuttavia distinguendo tra imprese complesse e imprese non complesse individuano una relazione negativa.

un'unica cultura aziendale la quale mitiga l'effetto negativo derivante dalla diversità di nazionalità e rende più semplice la loro attività di *advisor*.

Ulteriori evidenze mostrano che non tutte le imprese sono influenzate allo stesso modo dalla diversità culturale, ma ci sono alcuni effetti che possono **mitigare** tale relazione negativa. Gli studiosi distinguono tra il livello di:

- **complessità delle imprese**<sup>87</sup>: nelle imprese complesse le *performance* aziendali non sono influenzati dalla diversità culturale, mentre per le imprese non complesse l'impatto è negativo (Frijns et al., 2016). Anderson et al. (2011) invece avevano individuato una relazione positiva quando l'impresa opera su più segmenti di *business*.
- **presenza dell'impresa nei mercati esteri**<sup>88</sup>: le imprese che hanno un'elevata presenza nei mercati esteri mostrano una relazione positiva: ciò può essere dovuto alle specifiche conoscenze del mercato possedute dagli amministratori indipendenti (Frijns et al., 2016; Masulis et al., 2012).

### Il contesto ambientale esterno e la diversità culturale

A conclusione di questa breve analisi occorre fare un'osservazione importante: l'ottica RBV non prende in analisi il contesto sociale in cui le risorse sono inserite (strategia, struttura, ambiente) e come questo contesto possa influire sulla diversificazione delle imprese. A tal proposito molte ricerche hanno evidenziato l'importanza di analizzare ulteriori variabili di **contesto (*contingency theory*)**, al fine di determinare meglio l'impatto sulle *performance* (Chatman, Polzer, Barsade, e Neale, 1997; Williams e O'Reilly, 1998).

Richard et al. (2007) si pongono come obiettivo quello di comprendere la *natura* e le *condizioni* sotto le quali si osserva una relazione tra la diversità razziale e le *performance* aziendali (**produttività**<sup>89</sup> e **Q di Tobin**), sia nel medio che nel lungo periodo<sup>90</sup>.

La diversità razziale è stata calcolata ricorrendo all'indice di Blau (1977)<sup>91</sup>:

$$Racial\ Diversity\ Index = 1 - \sum P_i^2$$

---

<sup>87</sup> La complessità dell'impresa è espressa come numero di segmenti di *business* in cui opera: l'impresa è definita "complessa" se opera in più di tre segmenti di *business*.

<sup>88</sup> La presenza dell'impresa in mercati esteri è calcolata come la percentuale di vendite estere e di *assets* stranieri.

<sup>89</sup> La produttività è data dal rapporto tra i ricavi e il numero di lavoratori dell'impresa.

<sup>90</sup> Il campione utilizzato è di 1000 imprese quotate (Fortune 1000) e 200 private. Si tratta di imprese statunitensi relative al periodo 1997-2002..

<sup>91</sup> L'indice di Blau deriva dalla **teoria sull'eterogeneità** (Blau, 1977), in cui si analizza *come* il livello di eterogeneità e la distribuzione delle persone all'interno di differenti gruppi facilitano la comunicazione e il coordinamento tra i membri (diversamente dalla *knowledge-based view* che invece suggerisce che la comunicazione e il coordinamento interno al gruppo sono dei fattori chiave per il successo delle organizzazioni aziendali e per garantire il trasferimento e l'integrazione delle conoscenze).

In altri termini tale teoria ruota intorno al concetto per cui l'efficacia delle relazioni sociali dipende dalle opportunità di contatto sociale presenti: più precisamente queste opportunità sono maggiori all'interno di un gruppo omogeneo (in quanto non sono presenti barriere culturali per l'interazione sociale) e in quelli altamente eterogenei (in quanto le minoranze diventano meno evidenti e diminuiscono le discriminazioni *out-group*); nei gruppi con un livello di eterogeneità intermedia invece sono massimizzati la disarmonia e i problemi di comunicazione. Si può quindi affermare che differenti livelli di diversità danno origine a processi diversi e quindi a effetti distinti. Questi risultati sono stati confermati anche da altri studiosi (Earley e Mosakowski, 2000; Richard et al., 2004; Cox, 1991; Hitt et al., 2001) e sono coerenti con la *knowledge-base view*.

dove:  $P_i$ : proporzione dei membri nella categoria  $i$  (sono state considerate cinque categorie razziali: bianchi, neri, ispanici, asiatici, indiani d'America)<sup>92</sup>.

N.B. L'indice assume valori compresi tra 0 e  $(i-1)/i$ . In particolare un valore pari a zero significa che è presente solamente una categoria razziale.

In sintesi Richard et al. (2007) osservano che la tipologia di settore considerato (*service-oriented* o *manufacturing-oriented*), la disponibilità di risorse nel mercato e il livello di incertezza esterna moderano la relazione tra la diversità razziale e le *performance* dell'impresa, con effetti diversi nell'analisi a medio o lungo termine.

- le caratteristiche del **settore** (*service-oriented* o *manufacturing-oriented*)<sup>93</sup> → la “relazione tra la diversità razziale e le *performance* di medio termine (produttività) sono ad U nei settori *service-oriented*. Nei settori *manufacturing-oriented* la relazione è meno pronunciata.
- la **disponibilità di risorse** esterne (abbondanza o scarsità)<sup>94</sup> → la munificenza ambientale influisce “positivamente sulla relazione tra la diversità razziale e le *performance* di lungo periodo (Q di Tobin)”, ma le imprese che operano in un ambiente scarso di risorse presentano meno benefici derivanti dalla diversità razziale.
- l'**incertezza** ambientale (stabilità o instabilità)<sup>95</sup> → la “relazione tra la diversità razziale e le *performance* nel medio termine sono ad U” in un ambiente stabile. In un ambiente instabile la relazione ad U è meno marcata.

Quando si considerano le:

- **Performance di medio termine**: la relazione tra la diversità razziale e la produttività aziendale non è lineare, ma è ad U (le *performance* sono positive a basse e alti livelli di diversità razziale). Nello

---

<sup>92</sup> Richard et al., (2007) non distinguono tra i vari livelli occupazionali all'interno del CdA.

<sup>93</sup> La natura delle forze competitive e i fattori di capitale umano sono completamente differenti in un contesto *service-oriented* da quello *manufacturing-oriented* (Berry, 1980; Zeithaml et al., 1985; Habib e Victor, 1991; Heskett, 1987; Song, Di Benedetto, e Zhao, 1999).

- Le **imprese di servizi** hanno una maggior interazione con il consumatore e sono soggette ad una maggior pressione per allineare l'offerta con la domanda, a causa della natura intangibile delle risorse (Habib e Victor, 1991). Le risorse umane (*knowledge-based resources*) sono fondamentali per permettere lo sviluppo di adeguate competenze di marketing (cioè capacità di attrarre e fidelizzare i consumatori).
- Nelle **imprese manifatturiere** invece il fattore umano di tipo culturale è importante per avere una forza vendite adeguata anche nei settori più di nicchia o appartenenti a segmenti di mercato relativi a minoranze etniche (Cox e Blake, 1991); inoltre una opportuna differenziazione in termini di capitale intellettuale può essere vantaggiosa per le attività di ricerca e sviluppo, sviluppo prodotto e marketing. Diversamente dal contesto *service-oriented*, in questo caso le imprese sono maggiormente condizionate dagli aspetti tecnologici, dagli impianti, dai macchinari, e dalle materie prime impiegate.

<sup>94</sup> L'ambiente esterno può essere:

- **Munificente**: si riferisce al tasso di crescita dei ricavi del settore in cui l'impresa opera (Dess e Beard, 1984; Lumpkin e Dess, 1996): più l'ambiente è munificente, maggiori sono le strategie competitive che emergono e minori sono le pressioni competitive (Castrogiovanni, 1991).
- **Scarsità di risorse**: quando le risorse sono scarse aumenta la competizione nel mercato (Dess e Beard, 1984), si verifica una restrizione dei canali di comunicazione, un incremento della rigidità aziendale e una maggior aderenza alle *routine* passate.

<sup>95</sup> L'incertezza ambientale e la disponibilità di informazioni/risorse esterne dipendono dal grado di:

- **Instabilità**: l'ambiente è ritenuto instabile quando è caratterizzato da continui cambiamenti imprevedibili (Carpenter e Wesphal, 2001; Duncan, 1972). In tale contesto, anche se la coesione e il coordinamento richiedono del tempo per affermarsi (William e O'Reilly, 1998), l'impresa deve essere estremamente flessibile e proattiva in modo da sopravvivere ai cambiamenti, favorendo la creazione di idee innovative. La diversità razziale quindi può essere uno stimolo per internalizzare le conoscenze provenienti dall'esterno, ma può anche essere un'ulteriore fonte di conflitto e disordine interno (Wiersema e Bantel, 1993).
- In un ambiente instabile è più elevata la probabilità di fallimento dell'impresa (Agle et al., 2006).
- **Stabilità**: in un contesto stabile vi è meno dinamicità e si ricorre molto alle *routine* organizzative (Eisenhardt, 1989). Questo tipo di ambiente è meno diffuso nel mercato.

specifico nei settori *service-oriented* è più marcata e l'ambiente è più stabile rispetto ai *manufacturing-oriented industries*.

- **Performance di lungo periodo:** la relazione tra la diversità razziale e le *performance* aziendali (Q di Tobin) è lineare (e positiva) e maggiormente accentuata in ambienti con abbondanza di risorse.

In conclusione si può affermare che le caratteristiche ambientali e l'orizzonte di tempo considerato (medio o lungo termine) incidono sull'influenza della diversità razziale sulle *performance* dell'impresa; in particolare gli effetti negativi della diversità (ad esempio la maggior conflittualità) vengono mitigati con il fattore temporale, permettendo ai benefici di emergere. Questa evidenza è coerente con quanto emerso da altri studiosi i quali affermano che i *team* manageriali, con il tempo, sviluppano delle *routine* e un maggior adeguamento alle differenze reciproche (Bantel e Jackson, 198; Carpenter, 2002).

### g) Diversità di età

Come è stato già ampiamente analizzato precedentemente, sono presenti molteplici evidenze che mostrano come la composizione del consiglio di amministrazione incida sulle scelte strategiche dell'impresa che a loro volta impattano sul grado di innovazione e il vantaggio competitivo in termini di *performance* aziendali. Sarebbe dunque interessante poter analizzare anche la relazione con le altre dimensioni della diversità come l'età o il grado di istruzione. Una brevissima introduzione su queste tematiche verrà effettuata negli ultimi due paragrafi di questo capitolo 2.

Tradizionalmente la maggior parte dei CdA aziendale sono composti da *senior directors* di età matura e con esperienza altamente specializzata (Kang et al., 2007). Oggigiorno però la prospettiva di avere dei consiglieri più giovani sta diventando un fattore di diversità sempre più importante (Walt e Ingley, 2003; Smith, 2001a). Molteplici evidenze mostrano infatti che imprese più giovani sono più flessibili, creative e hanno maggior capacità di apprendimento: questi aspetti si traducono in un maggior grado di innovazione e di "integrazione tra competenze tecniche e di mercato"<sup>96</sup> (Galia et al., 2013; G. Antonelli et al., 2013).

In generale all'interno del CdA si possono osservare tre principali fasce di età (Mahadeo et al., 2012):

- il gruppo di amministratori più anziani apporta un contributo al *board* in termini di esperienza, rete di contatti, scambio di informazioni con l'esterno e risorse finanziarie;
- il gruppo di età media è incaricato delle principali responsabilità esecutive;
- il gruppo composto da consiglieri giovani tendenzialmente apportano il contributo innovativo all'impresa, grazie all'energia e al desiderio di cambiamento.

---

<sup>96</sup> G. Antonelli, G. Rivieccio e L. Moschera, *Caratteristiche dei consigli di amministrazione e performance delle società quotate in borsa: un'analisi per cluster*, 2013. Disponibile all'indirizzo:  
[https://www.researchgate.net/profile/Gilda\\_Antonelli/publication/304033105\\_Caratteristiche\\_dei\\_consigli\\_di\\_amministrazione\\_e\\_performance\\_delle\\_societa\\_quotate\\_in\\_borsa\\_un%27analisi\\_per\\_cluster/links/5763f43508aeb4b997fc891a/Caratteristiche-dei-consigli-di-amministrazione-e-performance-delle-societa-quotate-in-borsa-unanalisi-per-cluster.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Gilda_Antonelli/publication/304033105_Caratteristiche_dei_consigli_di_amministrazione_e_performance_delle_societa_quotate_in_borsa_un%27analisi_per_cluster/links/5763f43508aeb4b997fc891a/Caratteristiche-dei-consigli-di-amministrazione-e-performance-delle-societa-quotate-in-borsa-unanalisi-per-cluster.pdf)

Come si può ragionevolmente intuire, l'eterogeneità di età all'interno del CdA può generare dei conflitti generazionali e rendere le differenze ancora più visibili e la coesistenza più difficile da gestire. Le ragioni sono riconducibili alla differente modalità di analisi e interpretazione delle informazioni, ma anche di visione e approccio adottato per raggiungere un determinato obiettivo. Diversi studi mostrano infatti che gruppi caratterizzati da componenti aventi età molto diversa riscontrano difficoltà comunicative e di presa delle decisioni (Milliken e Martins, 1996; Elder, 1975; Wooldridge e Wester, 1991; Smith et al., 1994).

Tuttavia secondo Kang et al. (2007), il vantaggio dell'impresa è legata proprio alla capacità di avere al suo interno amministratori con età differenti in modo da riflettere la varietà dei clienti. Ciò significa che in virtù della diversa età nel *board* è possibile implementare varie strategie per soddisfare i bisogni e gli interessi del maggior numero di consumatori possibile, ad esempio offrendo un'elevata varietà di prodotti e servizi a seconda dell'età del cliente.

Coerentemente con questa osservazione egli trova evidenza del fatto che le imprese che hanno maggior probabilità di avere amministratori con differente età sono quelle di servizi e prodotti industriali.

Analizzando lo studio condotto da Fabrice Galia e Emmanuel Zenou (2013), che offre un'analisi dell'impatto dell'eterogeneità dell'età nei *board* sulle quattro forme di innovazione (prodotto, processo, organizzazione e marketing), emerge che:

- Non esiste una significativa relazione tra la diversità di età e l'innovazione di *marketing*. Ulteriori studi invece avevano dimostrato che avere nel CdA amministratori di fasce d'età differenti, permetteva di promuovere la creatività e le idee innovative e catturare i diversi interessi del consumatore di età differenti, conseguentemente ne risultava impattata l'innovazione di *marketing* aziendale (Kang, 2007).
- Non si osserva alcuna significatività tra diversità di età e l'innovazione di processo.
- La diversità di età è significativamente correlata negativamente con l'innovazione organizzativa. Questo risultato è coerente con le evidenze passate secondo cui un'elevata diversità di età all'interno del CdA conduce a potenziali conflitti di interesse interni (Zajac et al., 1991).
- Esiste una relazione positiva tra la diversità di età e l'innovazione di prodotto. Questo risultato è consistente con quanto suggerito da Kang (2007) e da Walt e Ingley (2003).

Si osserva quindi in generale una correlazione positiva e significativa tra l'eterogeneità di età e il grado di innovazione dell'impresa (Mahadeo et al., 2012).

#### h) Diversità di background formativi

Per quanto riguarda il livello di istruzione degli amministratori nel seguente paragrafo verrà presentato lo studio condotto da G. Antonelli et al. (2013) i quali cercano di dare evidenza empirica del fatto che

l'eterogeneità di *background* formativi tra i membri del consiglio di amministrazione hanno impatto positivo sulle *performance* aziendali (esprese in termini di ROE, ROI e Q di Tobin). Il contributo apportato alla letteratura è legato all'utilizzo di due approcci contemporaneamente: quello demografico (età e genere) e quello cognitivo (curriculum formativo) in modo da comprendere se l'effetto congiunto di questi due aspetti possa creare un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo.

Il campione impiegato è di 215 imprese quotate alla Borsa di Milano tra il 2008 e il 2009 ed è stato suddiviso in *cluster* per poter segmentare le aziende in base alla massima omogeneità interna, secondo alcune caratteristiche quali il settore industriale di appartenenza, la percentuale di lauree, la percentuale di lauree in materie economico-giuridiche, l'eterogeneità di *background* formativo, l'età dell'azienda, l'età dei consiglieri e la variazione di *performance* ottenuta rispetto all'anno precedente.

L'ipotesi di partenza utilizzata è che gli amministratori dotati di lauree nel campo economico-giuridico, essendo discipline tecniche, presentano una maggior capacità di cogliere le informazioni interne ed esterne relative al contesto in cui opera l'impresa, e conseguentemente di offrire il proprio contributo in maniera proficua rispetto ai consiglieri aventi un *background* formativo diverso e che tale contributo si intensifica se il CdA è caratterizzato anche da un'eterogeneità di età. Quest'ultima osservazione trova giustificazione nel fatto che avere consiglieri con età diversa permette di generare prospettive di analisi e visioni di contesto differenti nonostante il linguaggio (quello tecnico) sia lo stesso.

Le evidenze empiriche ottenute dagli autori del *paper* mostrano l'esistenza di una relazione significativamente positiva tra le *performance* aziendali e l'eterogeneità del *background* formativo, ma tale relazione diventa negativa se le *performance* aziendali vengono confrontate con la presenza di lauree di tipo economico-giuridico. Per quanto riguarda le variabili demografiche relative al genere e all'eterogeneità dell'età dei membri del CdA non è emersa alcuna significatività statistica con le *performance* aziendali. I seguenti risultati dunque smentiscono l'ipotesi iniziale, tuttavia occorre fare un'osservazione particolarmente importante: come affermato da Hambrick e Mason (1984), l'effetto dell'eterogeneità non può prescindere dal contesto ambientale esterno. L'analisi condotta da G. Antonelli et al. (2013) infatti si inserisce in un quadro economico-politico molto turbolento relativo agli anni del 2008 e 2009, caratterizzati da una profonda crisi economico-finanziaria, in cui le aziende che hanno mostrato di essere particolarmente flessibili e innovative, sono riuscite a sopravvivere. Tale osservazione trova evidenza nei risultati del *paper*: le imprese più giovani, presenti nei settori più tecnologici, con bassa eterogeneità dell'età dei componenti del CdA e di percentuale di laureati in discipline economico-giuridico, ma un'elevata *diversity* in termini di *background* formativo (cluster 1) hanno presentato una variazione delle *performance* dal 2008 al 2009 elevata e positiva. Inoltre è interessante notare che la percentuale più alta di amministratori specializzati in materie economico-giuridico si riscontrano proprio

nelle imprese operanti in settori più maturi, in cui si osserva una bassa eterogeneità di *background* formativo e di età sono caratterizzati da *performance* economiche inferiori (cluster 3).

In conclusione si può quindi affermare che l'eterogeneità genera dei vantaggi per quelle imprese altamente innovative e tecnologiche, mentre per quelle mature che attuano attività ripetitive di *routine* può rappresentare un fattore disturbativo della coesione e dell'equilibrio interni (Jackson, 1992; Steiner, 1972). Ulteriori studi mostrano che gli amministratori esterni con un *background* politico o giuridico solido hanno maggior probabilità di far parte del consiglio di amministrazione di imprese pubbliche o che sono sottoposte a regolamentazioni governative (Agrawal e Knoeber, 2001).

## 2.5 Conclusioni

Le ricerche sulla *corporate governance* fin qui evidenziate hanno mostrato la necessità di porre maggior attenzione sul ruolo del *board* e sulle caratteristiche professionali e il *background* culturale dei membri, andando ben oltre al tradizionale ruolo di controllo e **monitoraggio** (Ruigrok et al., 2007) che, sebbene sia uno degli approcci principali per ridurre il problema d'agenzia, non esplica completamente i fenomeni legati al consiglio di amministrazione.

Infatti oltre alla sua funzione di allineamento degli interessi tra i *manager* e gli azionisti presentata nella teoria dell'agenzia, un altro ruolo cruciale del consiglio di amministrazione è quello di fornire le **risorse** necessarie all'impresa, una **rete di contatti** adeguata e offrire consigli e conoscenze che possano garantire un **vantaggio strategico** importante rispetto alla concorrenza (Hillman et al., 2000; Huse, 2007; Pfeffer, 1972; Mizruchi, 1996; Burt 1992). Introducendo la teoria della dipendenza dalle risorse molti studi hanno cercato di investigare sulla necessità di dotare il *board* di risorse umane competenti che offrano all'impresa un *mix* di *skills*, esperienze e *background* unici; Inoltre sembra essere di fondamentale importanza porre l'attenzione anche sugli aspetti cognitivi dei membri del CdA, come la creatività, la capacità di generare nuove idee, prospettive di analisi e, in generale di innovare (Goodstein et al., 1994; Ruigrok et al., 2007; Kang et al., 2007; Deutsch, 2005; Miller e Triana, 2009).

In sintesi la teoria della dipendenza sembra suggerire una relazione positiva tra la *board diversity* e le *performance* aziendali. Per quanto riguarda la teoria d'agenzia, invece, sebbene suggerisca l'esistenza di un legame tra la diversità nel CdA e le *performance* aziendali, non è chiara la natura di tale legame.

In conclusione si può affermare che nessuna delle teorie sopra menzionate è in grado di predire la natura della relazione esistente tra la diversità del *board* e le *performance* aziendali (Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2010), ma è necessario un set di teorie multidisciplinari per avere indicazioni sulla relazione tra la diversità del *board* e le *performance* aziendali.

Secondo varie evidenze, i CdA eterogenei offrono un contributo maggiore in termini di qualità delle decisioni strategiche e di *performance* rispetto a quelli omogenei, i quali a causa dell'elevato grado

di coesione e uniformità interna (che si traduce in una forte pressione a conformarsi) non danno stimolo all'innovazione (Miller e Triana, 2009) e sono un ostacolo alla capacità di *problem-solving* (Hoffman, 1959; Hoffman e Maier, 1961).

Un'ultima osservazione importante è da fare: la maggior degli studi esaminati in questo Capitolo si riferiscono ad imprese statunitensi e inglesi in quanto il mercato USA e inglese si prestano molto bene all'analisi essendo caratterizzati al loro interno da un'elevata varietà; a tal proposito sarebbe interessante confrontare questi risultati con altri mercati diversi da quelli del *Common Law*.

I risultati ottenuti dunque non sono generalizzabili, ma occorre studiare *se e quando* emerge una relazione tra la diversità nel CdA e le *performance* dell'impresa e se è di tipo lineare o meno.

Un altro aspetto emerso dal seguente studio è che la **cultura organizzativa**, la struttura e la strategia aziendale agiscono come mediatori nella relazione tra la diversità culturale e le *performance* non solo all'interno di un di *team* di lavoro, ma anche nelle imprese (Chatman et al., 1997).

Ad esempio, Chatman et al. (1997), trovano evidenza del fatto che la *cultura organizzativa* (individualistica/collettivistica) modera gli effetti della diversità e che non tutte le dimensioni culturali sono importanti allo stesso modo in quanto alcuni esplicano meglio l'impatto della diversità culturale sulle *performance* economiche. In particolare l'**individualismo-collettivismo** e la **mascolinità-femminilità** sono le variabili che più incidono sull'efficacia del CdA e sulle interazioni tra i membri<sup>97</sup> (Chatman et al., 1997; Kirman et al., 2006).

Chatman et al. (1988) investigano sull'influenza dell'individualismo e del collettivismo sulla creatività e produttività delle organizzazioni, distinguendo tra gruppi che presentano similarità interne e quelli che sono fortemente differenziati. Essi osservano che i benefici derivanti dall'eterogeneità demografica hanno maggior probabilità di emergere nelle organizzazioni che promuovono la collettività (che enfatizza la collaborazione, cooperazione, condivisione e comunione di interessi) anziché i valori individualistici (enfatizzano le proprie abilità e caratteristiche, l'egoismo e la competizione insana)<sup>98</sup>, in cui si riscontra una meno propensione a interagire tra i membri e si generano più conflitti (che tra l'altro risultano essere meno costruttivi): i conflitti che emergono a causa dell'eterogeneità dei gruppi sembrano essere più costruttivi in un ambiente con una cultura organizzativa di tipo collettivistica. Questi aspetti inevitabilmente impattano sull'esito del risultato finale: in una cultura individualistica le persone

---

<sup>97</sup> Sebbene la *power distance* potenzialmente possa creare dei conflitti interni nel CdA in quanto può influenzare la propensione a condividere i diversi punti di vista, gli autori trovano un'evidenza marginalmente significativa; per quanto riguarda l'approccio verso l'incertezza invece non trovano alcuna significatività statistica.

<sup>98</sup> Nelle organizzazioni con diversità demografiche ciascun membro sarà più riluttante a *interagire* con l'altro, ma questo aspetto viene mitigato quando la cultura aziendale enfatizza la collettività anziché l'individualismo; nelle organizzazioni caratterizzate da un'elevata similarità interna invece, vi è una maggior influenza dalla tipologia di cultura aziendale. Per quanto riguarda la *produttività* inoltre nelle organizzazioni con maggior similarità interna dovrebbe essere impiegato meno tempo per prendere una decisione e nel caso di cultura orientata al collettivismo ciò implicherebbe un maggiore numero di decisioni intraprese. Tuttavia Chatman et al. (1998) osservano una superiore produttività quando i membri operano in un contesto individualistico, probabilmente in quanto in questo caso viene perso meno tempo per la socializzazione e interazione tra i membri; considerando invece la prima tipologia di organizzazione gli autori non individuano alcuna differenza significativa riconducibile alla diversa cultura aziendale.

potrebbero essere più riluttanti a condividere le proprie idee innovative sia perché sono meno comuni e ovvie e quindi potrebbero non essere approvate dai colleghi sia per mancanza di fiducia e spirito di condivisione, compromettendo in questo modo la creatività e l'incentivo all'innovazione.

In sintesi sulla base di quanto appena messo in evidenza e su ciò che è stato affermato nei capitoli precedenti, al fine di generare un vantaggio per l'impresa, l'ideale sarebbe operare in un gruppo sufficientemente eterogeneo (per stimolare nuove idee innovative) e basato su una cultura collettiva (per avere una maggior propensione a condividerle e fiducia reciproca)<sup>99</sup>. A tal fine le organizzazioni devono promuovere dei meccanismi di compenso ed enfatizzare la collaborazione e la cooperazione.

---

<sup>99</sup> L'importanza degli attributi demografici è maggiore nelle organizzazioni eterogenee, in cui prevale una cultura collettiva (Chatman et al., 1998)

## CAPITOLO 3

### L'IMPORTANZA DELLA *GENDER DIVERSITY* NEL CDA

---

#### 3.1 Premessa

Visto il peso crescente che assume il tema della *gender diversity* nelle imprese, la parte restante dell'elaborato focalizzerà prevalentemente su tale aspetto.

Per poter procedere in questa direzione è innanzitutto opportuno presentare i vantaggi (Paragrafo 3.2) e gli argomenti a sfavore (Paragrafo 3.3) che molti studiosi della letteratura hanno riscontrato in termini di equilibrio tra i generi e analizzare gli impatti sulle *performance* economiche e sulle decisioni strategiche di innovazione, in modo da cogliere le motivazioni che spingono a incrementare la diversità di genere all'interno dei consigli di amministrazione delle imprese. Infatti la questione centrale, a cui molti studiosi cercano di trovare una risposta, riguarda la presenza di evidenze empiriche che mostrino: in primo luogo *se e come* la diversità influenza la *governance* e le *performance economiche* aziendale offrendo valore per gli azionisti (Smith, 2001a); in secondo luogo comprendere se la diversità nei CdA riflette semplicemente i *trend* della società assicurando in questo modo valore per gli azionisti (Carter et al., 2003).

Fino ad oggi non sono presenti evidenze che mostrino una relazione *consistente e sistematica* tra la struttura di governo e le *performance* finanziarie dell'impresa (Dalton e Catherine, 1998), né che diano prova del fatto che la diversità di genere conduca necessariamente ad avere *board* migliori. Dal punto di vista empirico infatti sono emersi vari risultati contrastanti: molti autori hanno trovato una correlazione negativa tra la diversità di *genere* (e di etnia) e le varie misure di *performance* di bilancio o la Q di Tobin (si veda ad esempio Erhardt, Werbel, e Shrader, 2003; Carter, Simkins, e Simpson, 2003); altri invece hanno riscontrato una correlazione positiva (si veda Bohren e Strom, 2007; Almazan e Suarez, 2003) e altri ancora non hanno rilevato alcuna significatività statistica (ad esempio Hermalin e Weisbach, 1991; Zahra e Stanton, 1988).

Ciò su cui gli studiosi sembrano però essere d'accordo è che l'impatto della diversità di genere varia a seconda delle caratteristiche dell'azienda e delle condizioni di contesto in cui opera. Ad esempio secondo Anderson et al. (2011) la diversità (inclusa quella di genere) influenza positivamente le prestazioni delle società più complesse in quanto costituisce un ulteriore strumento di *monitoring*, ma ha effetti deleteri in organizzazioni meno complesse.

Nell'affrontare queste tematiche, nel seguente elaborato è stata analizzata nel dettaglio la letteratura accademica relativa all'Italia e agli Stati Uniti. La motivazione è legata prevalentemente alla scelta di calare il quadro generale fin qui presentato nel territorio nazionale per comprenderne meglio l'efficacia. Tuttavia

il contesto politico, sociale e culturale in cui le imprese italiane operano presenta delle caratteristiche del tutto particolari e si distingue molto da quello statunitense basato sul *common law* e caratterizzato da una maggior eterogeneità culturale al suo interno. Per tale ragione si è ritenuto potesse essere interessante effettuare un'analisi su queste due diverse aree territoriali presentando gli aspetti che stimolano l'equilibrio dei generi e quelli che la rallentano.

Il seguente Capitolo si conclude con il Paragrafo 3.4, in cui viene posta l'attenzione sulla "Teoria del Tokenism" che cerca di comprendere gli effetti della maggioranza e della minoranza all'interno di un gruppo.

## 3.2 Argomenti a favore della diversità di genere nei CdA

Per quanto riguarda i benefici derivanti dalla diversità di genere nei consigli di amministrazione le quattro dimensioni chiave toccate sono: migliorare le *performance* aziendali e ottenere un sistema di *corporate governance* più efficiente, avere accesso a un vasto numero di risorse, essere più reattivi e sensibili ai cambiamenti di mercato e essere coerenti con i valori etici sociali.

Questi vantaggi si possono classificare in termini di: vantaggio di costo, acquisizione delle risorse di talento, qualità di *problem-solving* e *decision-making*, successo di *marketing* e creatività, flessibilità organizzativa e innovazione (Cox et al., 1991). Le prime due rappresentano la c.d. "*inevitability-of-diversity*", in quanto per ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti in termini di costi di struttura e di qualità delle risorse umane possedute è necessario selezionare anche tra candidati donne (oltre che tra minoranze e persone provenienti da differenti *background* culturali): in altri termini le imprese dovrebbero valorizzare la diversità in modo da incrementare la propria *efficienza* e competitività. Le altre dimensioni individuate invece definiscono la "*value-in-diversity hypothesis*" o "*information/decision-making notion*", ossia il valore aggiunto apportato ai *processi organizzativi* grazie alla diversità: rappresenta un'analisi più approfondita del concetto di diversità (Cox et al., 1991).

### ➤ Decision-Making e problem-solving

In molteplici studi la figura femminile è vista come consigliera e di grande supporto nelle decisioni aziendali dei *manager* proprio in virtù della sua differente capacità di analisi, di *problem-solving* e di *decision-making*, ma anche grazie al suo *background* professionale (ad esempio nei settori dell'istruzione e quelli *non-profit* - Bernardi et al., 2009), di esperienze, *skills* e competenze spesso complementari (Anderson et al., 2011; Ferreira, 2010; Pfeffer e Salancik, 1978; Terjesen, Sealy, e Singh, 2009). Secondo la Confindustria, il diverso modo di pensare ed agire delle donne, nell'ambito lavorativo può costituire un valore aggiunto perché "favorisce il dibattito e l'adozione di decisioni ponderate" e basate sull'analisi di prospettive e alternative differenti (Williams e O'Reilly, 1998). E poiché questi aspetti rappresentano il cuore per un buon funzionamento dell'organizzazione (Richard et al., 2007), la presenza delle donne nei

consigli di amministrazione si traduce in una fonte di vantaggio competitivo per l'impresa (Hillman et al., 2007).

#### ➤ **Creatività e innovazione**

Dall'analisi sopra presentata si può dedurre come la figura femminile offra un contributo importante nell'innovazione organizzativa intesa come l'insieme di nuove idee. Secondo molti studiosi infatti la diversità di genere nel *board* induce a pensare in maniera più **originale**, facilitando la **creatività** e l'introduzione di nuove proposte strategiche (Erhardt et al., 2003; Watson et al., 1993) e incrementando conseguentemente il grado di innovazione dell'impresa (Terjesen et al., 2015; Mattis, 2000), diversamente dai consigli di amministrazione più omogenei in cui si tenderà ad avere dei meccanismi interni che inibiscono l'evoluzione critica di alternative, con conseguenti effetti negativi sull'innovazione (Janis, 1982; Murray, 1989).

Per quanto riguarda questi aspetti, tuttavia non sono molti gli studi che hanno analizzato l'effetto della diversità di genere sull'innovazione (Miller e Triana, 2009). In generale un approfondimento di queste tematiche verrà effettuato nel Capitolo 4.

#### ➤ **Acquisizione delle risorse**

Secondo alcune ricerche, quindi inserire nel *board* aziendale persone di entrambi i sessi assicura un miglior sfruttamento dei talenti e una superiore efficienza nell'uso della forza lavoro, generando di conseguenza maggior produttività.

Più della metà delle persone laureate in Europa e negli Stati Uniti sono donne<sup>100</sup>, per cui il sottoutilizzo della figura femminile nel processo di *decision-making*, potrebbe tradursi in uno spreco di risorse umane altamente qualificate che non sono sfruttate. Ciò potrebbe pregiudicare e compromettere la qualità delle nomine dei consiglieri amministrativi. Dal punto di vista competitivo, infatti, le imprese che riescono ad attrarre e assumere personale di eccellente qualità, che sia di sesso maschile o femminile, risultano sicuramente più avvantaggiate rispetto alle altre<sup>101</sup>, oltre al fatto che sviluppano la reputazione di essere particolarmente attente e sensibili al tema della diversità e in grado di gestirla: si parla di "*Winning the Competition for Talent*" (Robinson e Dechant, 1997).

#### ➤ **Marketing**

Oltre agli aspetti sopra citati, di fondamentale importanza è il concetto di "***Mirroring the market***", ossia di orientamento al mercato. Secondo recenti stime le donne occupandosi degli acquisti domestici sono responsabili di circa il 70% della spesa globale dei consumatori<sup>102</sup>. Dunque avere nel CdA un numero

---

<sup>100</sup> *Women mean business*, Raconteur Media, 30 novembre 2010.

<sup>101</sup> Il vantaggio competitivo si basa infatti sull'ottimizzazione delle risorse di valore (*RBV theory*).

<sup>102</sup> "*Diversity e gender balance in Britain plc*": a study by TCAM in conjunction with The Observer e as part of the Good Companies Guide, London, UK: TCAM, 2009.

maggiore di donne, che rappresenti i bisogni dei consumatori e ne guidi le sue scelte, potrebbe essere un contributo molto forte per l'impresa per ottenere profitti elevati e creare prodotti e servizi più corrispondenti ai bisogni e alle preferenze dei clienti.

### ➤ **Corporate governance**

Per quanto riguarda la *corporate governance* si possono fare delle distinzioni tra le evidenze emerse nella letteratura statunitense e in quella italiana.

#### **Imprese statunitensi**

Analizzando l'influenza esercitata dalla figura femminile sulla *governance* aziendale statunitense, non si può non citare il *paper* di R.B. Adams e D. Ferreira del 2009<sup>103</sup>, che fornisce risultati molto importanti mettendo in evidenza la diversità di attitudine delle donne nel loro ruolo di amministratrici. Anche controllando i fattori come l'età, la *tenure*, l'indipendenza e il numero di cariche possedute, risulta che le amministratrici si comportano diversamente dagli uomini e hanno un impatto rilevante sulla struttura del consiglio di amministrazione e sui risultati di *performance* dell'impresa.

Adams e Ferreira (2009) esaminano in primo luogo l'effetto della diversità di genere sulla frequenza di partecipazione<sup>104</sup> (*attendance behavior*) e sull'assegnazione al comitato<sup>105</sup> (*committee assignments*). I risultati osservati dall'analisi empirica mostrano che:

- Le amministratrici hanno una maggior probabilità di adesione al **comitato di controllo** (Adams e Ferreira, 2009).
- In generale le donne sembrano allocare **maggiori sforzi all'attività di monitoring** e presentano un minor problema legato alla **partecipazione al CdA** (30%), ossia partecipano più attivamente ai *meeting* aziendali rispetto ai colleghi uomini (Adams e Ferreira, 2009).

La ragione di questo comportamento è legato in parte al fatto che le donne spesso non occupano un posto nel gruppo direzionale e non partecipano alle decisioni sulle retribuzioni del comitato. Sono quindi maggiormente coinvolte in attività di monitoraggio (*audit*, nomine, comitati di governo) dell'operato degli amministratori esecutivi per tutelare gli interessi degli azionisti e ridurre i costi d'agenzia. Per ottenere le informazioni necessarie a svolgere nel migliore dei modi le proprie attività da amministratrici sono dunque

---

<sup>103</sup> Renée B. Adams, Daniel Ferreira, *Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance*, *Journal of Financial Economics* 94 (2009) 291–309

I dati raccolti sulle caratteristiche degli amministratori come l'età, il genere, il numero di cariche possedute e la durata di ciascuna carica ecc. si basano sulle ricerche di Standard & Poor's (S&P 500) condotte su 500 imprese statunitensi, mentre per investigare sulla frequenza di partecipazione dei membri nel CdA, sulla loro indipendenza, sulla remunerazione e sui comitati della *corporate governance* gli autori si sono basati sui dati della *Investor Responsibility Research Center* (IRRC). Nel complesso le imprese sono 1393 e il periodo di analisi tra il 1996 e il 2003.

<sup>104</sup> La *attendance behavior* è importante, secondo la prospettiva della *governance*, perché il primo modo con cui gli amministratori ottengono le informazioni necessarie per ottemperare ai propri doveri è proprio mediante la partecipazione ai consigli di amministrazione.

<sup>105</sup> La *committee assignments* è analizzata perché molte attività di monitoraggio come gli *auditing*, la selezione dei membri esecutivi e la definizione del loro compenso vengono gestiti dal comitato stesso.

propense a partecipare in modo attivo alle riunioni del consiglio il quale rappresenta il principale strumento a disposizione per raggiungere tale fine.

- Tuttavia affinché la diversità di genere abbia impatto sulla *governance* in termini di amministrazione non è sufficiente affermare che le donne si comportino in maniera differente dagli uomini: occorre verificare se questo diverso atteggiamento delle amministratrici influenza anche il comportamento degli amministratori dell'altro sesso.

L'evidenza di Adams e Ferreira (2009) mostra che la presenza femminile nell'amministrazione aziendale induce ad avere una superiore **partecipazione degli uomini** ai *meeting* aziendali. Tale risultato non è semplicemente dovuto al *turnover* che potrebbe influire sulla propensione dei membri a partecipare ai consigli a causa del timore di essere sostituiti dagli amministratori più attivi.

- Gli autori successivamente investigano sugli effetti della diversità di genere sulle caratteristiche e le scelte prese a livello di *board*. Dall'analisi emerge che le **imprese** con figure femminili nel *board* aziendale sono più **grandi**, hanno un **CdA di dimensioni maggiori** (Carter et al., 2003; Adams e Ferreira, 2009), presentano maggiori **segmenti di business** e il **turnover dei CEO** è più sensibile alle *performance* aziendali grazie alla riduzione dell'asimmetria informativa (Adams e Ferreira, 2009; Bilimoria and Wheeler, 2000; Ingley and Van der Walt, 2005; Gul et al. 2011; Srinidhi et al. 2011).

- Inoltre poiché la letteratura evidenzia che la "*performance pay*" è un importante meccanismo per assicurarsi che direttori e *manager* agiscano negli interessi degli azionisti, gli autori analizzano anche la relazione tra la diversità di genere e la remunerazione. Si è osservato che gli **amministratori** ricevono una retribuzione più coerente all'*equity* (anche se questa evidenza risulta comunque debole) e quindi si ha una miglior **pay-for-performance** in presenza di amministratrici, ma non sono stati trovati effetti statisticamente significativi tra la frazione di amministratori donna e la remunerazione del **CEO** (Adams e Ferreira, 2009). La motivazione è da ricercarsi nel fatto che, poiché le donne hanno minor probabilità rispetto agli uomini di essere nominate nel Comitato di Remunerazione, avranno di conseguenza minor influenza nella decisione di remunerazione del CEO. Tuttavia presentano una probabilità più alta di far parte del Comitato di nomina degli amministratori che generalmente è coinvolto nella scelta della loro remunerazione. Quindi non dovrebbe sorprendere se la frazione di donne influisce maggiormente sulla paga degli amministratori piuttosto che su quella dei CEO.

- Anche analizzando la relazione tra indipendenza<sup>106</sup> del CdA e remunerazione legata al rischio d'impresa a cui gli amministratori partecipano, gli autori trovano una correlazione positiva. Dai risultati empirici emerge dunque che la frazione di donne nei consigli di amministrazione è una determinante

---

<sup>106</sup> Gli amministratori indipendenti sono definiti come di seguito: "Directors are classified as independent if they have no business relation with the firm, are not related or interlocked with management, and are not current or former employees. Directors who are not independent are either classified as inside directors, who are current employees, or affiliated directors, who have significant business or family relations with the firm".

importante e che svolge un **ruolo di monitoring** e incentivo pressoché **simile** a quello degli **amministratori indipendenti** i quali permettono un maggior controllo dell'azione del *management* (Adams e Ferreira, 2009; Anderson et al., 2011; Rhode e Packel, 2014), anzi le evidenze ottenute sembrano essere addirittura più robuste e intense dell'effetto che, secondo la letteratura (Weisbach, 1988 L. Volker, 2007), gli amministratori indipendenti hanno sull'impresa.

In sintesi quindi le donne migliorano il grado di indipendenza, diligenza e circolazione delle informazioni, che costituiscono dei fattori essenziali per un miglior monitoraggio dell'azione del *management*.

Una prima motivazione è da ricercarsi nel fatto che in *board* più **eterogenei** si riesce a monitorare meglio l'azione del *manager* (Adams and Funk 2012; Adams and Ferreira 2009; Rhode and Packel 2014; Carter et al. 2003) grazie alla presenza di persone con *background* diversi che permettono di sviluppare differenti prospettive di analisi e a garantire una maggior indipendenza tra gli amministratori.

Un'altra osservazione importante che in parte spiegherebbe il motivo per cui secondo alcune evidenze le amministratrici hanno maggior influenza sulle decisioni del *management* (Fondas, 2000) è che di solito gli amministratori donna sono degli **outsiders** e in quanto tali c'è maggior probabilità che siano oggettive e indipendenti (Adams e Ferreira, 2009): non si tratterebbe più dunque solamente di una questione di presenza di figure femminili, ma di amministratori interni ed esterni (N. van der Walt et al., 2003).

Ulteriori studi hanno mostrato che:

- Le imprese che possiedono donne nei loro CdA hanno una **maggior proporzione di minoranze** e un **minor** numero di **insider** (Carter et al., 2003).
- Quando i meccanismi di *governance* sono deboli, le donne possono esercitare una **maggior sorveglianza** e hanno un significativo impatto positivo sull'impresa.
- La diversità di genere porta a generare un ambiente più informato in cui il costo di ottenere **informazioni** specifiche è ridotto (Gul et al., 2011), il che rende le azioni del *manager* più trasparenti e incoraggia le attività di *monitoring*.
- Ad una maggior presenza di donne nel CdA è associata una maggior sensibilità ai problemi relativi **ai conflitti di interesse** (Brown, Brown, e Anastasopoulos, 2002). In generale si viene a prestare maggior attenzione agli interessi degli *stakeholders* (Adams, Licht, e Sagiv, 2011; Levi et al., 2014) in quanto le amministratrici sarebbero meno interessate a ricorrere a benefici privati attraverso uno spreco/consumo delle risorse aziendali: corrispondono quindi livelli di **corruzione più bassi**<sup>107</sup>.
- Le donne sembrano inoltre essere **meno tolleranti** verso i comportamenti opportunistici (Krishnan e Parsons, 2008; Bernardi e Arnold, 1997; Robinson et al., 2000).
- All'aumentare del mix di genere nel CdA le imprese mostrano anche un miglioramento della *corporate governance* e dell'**etica aziendale**: il rispetto di principi etici sembrano essere più garantiti nelle imprese composte da *board* con un numero elevato di donne.

---

<sup>107</sup> "Il ruolo delle donne nell'economia italiana", Banca d'Italia, 2012.

## Imprese Italiane

Analizzando ora l'impatto della rappresentanza femminile sulla *governance* delle imprese italiane, caratterizzato prevalentemente da una struttura proprietaria concentrata di tipo familiare in cui il controllo è nelle mani di pochi investitori istituzionali (Volpin, 2002; Minichilli et al., 2015; Bianchi e Bianco, 2009), si può osservare, secondo lo studio condotto da M. Bianco et al. (2015)<sup>108</sup> che:

- Il **numero di meeting** aziendali e la **partecipazione ai consigli** amministrativi sono correlati negativamente con la presenza di figure femminili e quella di membri aventi legami familiari con il gruppo di maggioranza (o di controllo). Distinguendo tra amministratrici *family-affiliated* e *non-family-affiliated* i risultati sono statisticamente significativi solo per la prima categoria, suggerendo che tale relazione negativa è guidata dalla presenza di donne *family-affiliated* (M. Bianco et al., 2015).

- Emerge inoltre che il numero di *meeting* è correlato negativamente con la presenza di donne nel CdA e che le amministratrici mostrano un tasso minore di partecipazione al *board* rispetto ai colleghi uomini. Quest'ultima evidenza si riscontra in particolare nelle imprese di tipo familiare e genera degli **spillover negativi** sulla partecipazione degli amministratori uomini<sup>109</sup> (M. Bianco et al., 2015).

Le seguenti evidenze sono opposte a quanto emerso negli studi di Adams e Ferreira sul mercato statunitense (2009) i quali avevano riscontrato nel loro campione una maggior partecipazione delle donne ai *meeting* aziendali e un'influenza positiva sui consiglieri uomini nell'impresa caratterizzate da una *governance* debole. La motivazione principale è da ricercarsi nel fatto che prima che si introducessero le quote di genere, le donne non erano nominate secondo principi meritocratici di esperienza e *background* professionale, ma sulla base solamente dei legami familiari con il gruppo di comando, influenzando conseguentemente l'efficacia delle attività del *board*.

Con questa spiegazione si può dunque dedurre che l'impatto delle legislazioni sulle *performance* e *governance* aziendali dipendono profondamente dalle caratteristiche delle donne nominate nel CdA: se la selezione si è basata sulle competenze dei candidati ci si può aspettare risultati positivi, specialmente se la figura femminile è un'amministratrice indipendente.

- Ulteriori risultati mostrano che i membri del *board* partecipano maggiormente nei *meeting* quando hanno un ruolo **esecutivo**, sono presidenti o sono **membri del comitato** (in particolare del comitato di controllo) e **non** sono **interlocker**, poiché se un amministratore copre uno stesso ruolo all'interno di più organizzazioni, ragionevolmente risulterà più occupato e potrebbe tradursi in una possibile causa di assenteismo (M. Bianco et al., 2015).

- Infine emerge che le imprese che presentano un numero di amministratori **indipendenti** superiore sono quelle caratterizzate da un CdA meno *family-affiliated* (M. Bianco et al., 2015).

---

<sup>108</sup> I dati utilizzati si riferiscono alle imprese quotate italiane tra il 2008 e il 2010; il numero di aziende sono 288, 278 e 268 rispettivamente nel 2008, 2009 e 2010.

<sup>109</sup> Gli spillover sono misurati mediante il coefficiente che esprime la percentuale di donne nel CdA che influenzano la partecipazione degli uomini.

- Vari studiosi, coerentemente con ricerche precedenti (Lipton e Lorsch, 1992), hanno dato prova del fatto che un *incremento* della presenza femminile nel CdA (e quindi dell'eterogeneità del *board*), conduce ad una maggior **diffusione delle informazioni** all'interno dell'azienda e quindi a scelte più informate e meno rischiose. Tale evidenza conferma anche quanto sostenuto da Kanter (1977), ossia una volta raggiunta la massa critica per le donne nel CdA, questo influisce anche sul comportamento dell'intero consiglio di amministrazione.

### ➤ **Aspetti economico-finanziari**

Analizzando la questione economica, l'attenzione sempre maggiore sull'importanza di avere figure femminili nei *board* aziendali, in generale è dovuta sia per ridurre il *gap* di genere presente sia perché secondo molteplici analisi e sotto certe condizioni emerge una maggior efficienza dalla diversità nel consiglio di amministrazione. Infatti in una dichiarazione tenutasi durante lo Human Development Report nel 1995 dell'UNDP<sup>110</sup>, si afferma che *“investire nella capacità delle donne e attribuire loro il potere di esercitare le loro scelte non è soltanto un grande valore in sé, ma anche il modo più sicuro di contribuire alla crescita economica e allo sviluppo generale”*<sup>111</sup>.

Per un'analisi più approfondita occorre distinguere tra il punto di vista microeconomico e quello macroeconomico.

- Secondo la prospettiva **macroeconomica**, il **soffitto di cristallo**, ossia la barriera invisibile che esclude le donne dal processo decisionale e ostacola l'avanzamento di carriera e il raggiungimento di cariche elevate, scoraggia profondamente il genere femminile a perseguire i propri obiettivi professionali e a raggiungere il proprio potenziale. Questo rischio minaccia la crescita economica del Paese, riducendo l'offerta a posizioni meno al vertice della società, disincentivando e frenando ulteriormente le prospettive di carriera delle donne. Si viene a creare quindi un circolo vizioso che incrementa maggiormente il *gap* tra l'occupazione di genere (*employment gap*) e la remunerazione (*gender pay*).

Tale eventualità costituisce uno dei motivi per cui è stato necessario l'intervento di entità superiori all'azienda che incentivassero il raggiungimento di un maggior equilibrio tra i generi. Sono infatti di fondamentale importanza le iniziative concrete che offrono prospettive di carriera credibili per le donne e che aprono loro le porte ai posti nel *top management*.

In Europa la Comunità Europea ha fissato l'obiettivo di incrementare i tassi di occupazione femminile e maschile di età compresa tra 20 a 64, entro il 2020 mediante la *“Europe 2020 Strategy”*. Per raggiungere tale traguardo sono state intraprese varie azioni specifiche: misure di *soft law* (di autoregolamentazione) che fanno parte della politica di *Corporate Social Responsibility* (CSR) contenuta nei codici di *corporate*

---

<sup>110</sup> United Nation Development Programme (Programma per lo sviluppo delle Nazioni Unite): programma che evidenzia il concetto di disparità di genere.

<sup>111</sup> In *“imprenditoria femminile e sviluppo economico”*, Lia Migale, La Nuova Italia Scientifica, 1996, pag. 36.

*governance* e misure di tipo vincolante imposte dallo Stato. Le prime sono basate prevalentemente su ragioni economiche, le seconde spesso sono ispirate dai principi di uguaglianza.

Un'analisi più approfondita di queste tematiche è presentata nel Capitolo 5.

- Analizzando invece la prospettiva **microeconomica** secondo numerosi studi la diversità di genere è una forza trainante per i risultati aziendali perché le donne determinano **performance** organizzative e finanziarie elevate (in termini di azioni di mercato -*stock market*-, profitti complessivi e capitale straniero investito), generando maggior efficienza economica.

- Secondo degli studi condotti da McKinsey & Company le imprese che tra il 2003 e il 2005 presentavano dei *team manageriali* differenziati hanno mostrato una crescita del prezzo delle azioni (*stock price growth*) di 17 punti percentuali superiori a quelli del settore medio<sup>112</sup>. Si evidenzia inoltre che le imprese che presentano una rappresentazione delle donne situata nel primo quartile ottengono *performance* migliori rispetto a quelle che non possiedono alcuna donna al vertice: più precisamente si osserva un utile medio ante imposte e interessi superiore del 55%<sup>113</sup>.

- In aggiunta una ricerca condotta dalla Catalyst nel 2007 mostra che le imprese con più donne nei CdA generano un ROS (*Return On Sales*) superiore del 42% rispetto ai concorrenti, un ROI (*Return on Investment*) superiore del 66% e un ROE (*Return On Equity*) superiore del 53%<sup>114</sup>.

- I risultati positivi emersi nelle ricerche sopra descritte sono confermate anche nel *report* semestrale intitolato: "*CS Gender 3000: Progress in the Boardroom*", riferito all'anno 2016, che analizza a livello globale la relazione tra la *gender diversity* e le *performance* aziendali<sup>115</sup>. Secondo questo studio condotto dalla *Credit Suisse Research Institute* si osservano dei rendimenti nei mercati azionari e degli utili superiori, grazie alla presenza femminile nei *board*.

A partire dalla fine del 2013 fino alla metà del 2016, le imprese che presentavano il 25% dei membri di sesso femminile hanno ottenuto un tasso composto di crescita annuale pari al 2,8%, quelle che registravano una percentuale di donne del 33% hanno osservato un tasso del 4,7%, tale percentuale sale addirittura al 10,3% per le imprese che hanno superato il 55% di donne.

Quest'ultime società inoltre mostrano di possedere una media del ROA più alto (pari al 5,7%), un ROE superiore della media del 19% e pagano dividendi più alti (+9%).

- Analizzando la letteratura ci sono opinioni abbastanza contrastanti in merito. Alcuni sostengono che, poiché i CdA sono considerati anche uno strumento per superare i problemi di agenzia tra i *manager* e gli azionisti, possedere una struttura di *governance* più potente (cioè caratterizzata da un controllo più

---

<sup>112</sup> McKinsey&Co, "Women matter: gender diversity, a corporate performance driver", (2007).

<sup>113</sup> McKinsey&Co, "Women matter: gender diversity at the top of corporations: making it happen", (2010)

<sup>114</sup> "The Bottom line: corporate performance e women's representation on boards", Lois Joy, Nancy M Carter, Harvey M Wagener, Sriram Narayanan, Catalyst, 2007.

<sup>115</sup> Sono considerate le imprese che registrano una partecipazione femminile nelle cariche direzionali pari almeno al 50% nel *senior management*, nei *board*, negli istituti di microfinanza e nelle società di *venture capital*.

intenso) dovrebbe aumentare il valore per gli azionisti (Hermalin and Weisbach, 2003). Tuttavia altri studiosi affermano invece che un eccessivo monitoraggio dei *board* potrebbe portare alla diminuzione del valore per gli azionisti (Almazan and Suarez, 2003).

Per poter comprendere meglio questi aspetti di seguito verrà effettuata un'analisi distinta tra il mercato statunitense e quello italiano.

### Imprese statunitensi

- Ancora una volta, tra gli studiosi del mercato statunitense, Adams e Ferreira (2007) hanno offerto un contributo significativo.

In generale gli autori dimostrano che l'effetto medio della diversità di genere nelle imprese è negativo per le *performance* aziendali: più precisamente utilizzando la regressione OLS si osserva una correlazione negativa se si utilizza la Q di Tobin come *proxy* della *performance* aziendale, mentre la relazione risulta positiva tra la diversità di genere e il ROA, ma tale correlazione positiva scompare se vengono applicate diverse metodologie per affrontare il problema delle variabili omesse e della causalità tra le variabili.

Il fatto che la diversità di genere in media non incrementa il valore dell'impresa, però non significa che non possa mai incrementarne il suo valore, ma sicuramente non c'è motivo di aspettarsi ciò, perché questo dipende dalla forza del meccanismo di *governance*. Gli autori osservano infatti che l'incremento di donne nel CdA ha **impatto positivo** per le imprese che hanno una **politica di governance debole** in quanto costituisce un ulteriore strumento a tutela dei cosiddetti "*takeover*" ingiustificati all'interno dell'organizzazione aziendale e di *monitoring* più efficace, mentre nelle imprese con una solida *governance* aziendale di tutela degli interessi degli azionisti, rafforzare le quote rosa all'interno del CdA potrebbe tradursi in una diminuzione del valore per gli azionisti e quindi del valore d'impresa (Almazan and Suarez, 2003; Adams and Ferreira, 2007).

- Sempre analizzando le **performance finanziarie** dell'impresa, un ulteriore studio interessante da approfondire è quello condotto da Carter, Simkins e Simpson ("*Corporate governance, Board Diversity and Firm value*, 2003)<sup>116</sup> in quanto rappresenta la prima evidenza che esamina la relazione tra la diversità nei *board* e il miglioramento finanziario dell'impresa<sup>117</sup>.

Nel *paper*, la *board diversity* è definita come la percentuale di donne, di afro-americani, di asiatici e di ispanici presenti nel Consiglio di Amministrazione: vengono considerate quindi sia la diversità di genere

---

<sup>116</sup> David A. Carter, Betty J. Simkins e W. Gary Simpson, "*Corporate governance, Board Diversity and Firm Value*, The Financial Review 38 (2003) 33–53 2003.

Il campione considerato è composto da 638 imprese e si è basato sull'analisi dei dati del 1997, relativi a 1000 imprese statunitensi individuate dalla rivista Fortune 1000 e ottenuti dal *Significant Data for Directors 1999: Board Policies and Governance Trends*.

Gli autori del *paper* sono consapevoli del limite della ricerca dovuta all'utilizzo di un solo anno di analisi, ma tale scelta è stata vincolata dalla difficoltà di reperire dati relativi a più anni riferiti a un campione di imprese adeguato.

<sup>117</sup> Vari studiosi hanno infatti esplorato numerose caratteristiche del *board* includendo il numero di amministratori nel CdA, la percentuale di quelli esterni, la struttura proprietaria dell'impresa, i Comitati Consiliari e il Consiglio di Amministrazione, ma in generale sono poche le evidenze che analizzano la relazione tra la *corporate governance* (più precisamente la composizione del *board*), e il valore dell'impresa.

che quella relativa a minoranze entiche (quest'ultimo aspetto è stato approfondito nel Paragrafo 2.4.2 f) del Capitolo 2), ma l'analisi è stata condotta separatamente suddividendo il campione tra donne e gruppo di minoranza, per ogni settore di appartenenza. La misura che esprime il valore dell'impresa è espressa mediante la Q di Tobin, mentre la dimensione dell'impresa è definita sia come il logaritmo naturale degli *asset* totali sia con il ROA (*return on asset*), infine la dimensione del consiglio di amministrazione è data dal logaritmo naturale del numero di amministratori nel *board*.

La dimensione media (*Total Assets*) delle imprese nel campione è di 13,3 miliardi di dollari e in circa il 78% dei casi il presidente del consiglio di amministrazione è anche il CEO dell'azienda. Inoltre solo la metà delle imprese (46,9%) possiede una figura femminile nel CdA, mentre un quarto del campione (24,8%) non presenta neanche una donna, circa il 28% possiede due o più amministratrici e solo nove imprese hanno un numero di donne pari o superiore a quattro. Se si prende in considerazione il settore finanziario tale numero decresce ulteriormente: solamente quattro imprese possiedono tre amministratori donna. Le imprese che appartengono al settore produttivo del *food*, dell'abbigliamento, e a quello dei trasporti e delle telecomunicazioni possiedono la percentuale più alta di donne nel CdA (15,9% e 16,4% rispettivamente). Altri settori non presentano neanche tre donne nel *board* (settore costruzioni, *travel&entertainment*, altri servizi).

- Un ulteriore risultato interessante è che le imprese che non hanno alcuna donna nel consiglio di amministrazione hanno un maggior numero di amministratori interni.

- Proseguendo con l'analisi dei risultati sulle donne, innanzitutto gli autori hanno effettuato una suddivisione del campione, distinguendo tra le imprese che non hanno nemmeno una donna all'interno del CdA ("*low women*") e quelli che ne possiedono almeno due ("*high women*"). Si può osservare che le imprese con due o più amministratrici **performano meglio** rispetto alle altre, sia secondo la Tobin's q sia il ROA (5,2% contro 2,5%). Inoltre tali imprese sono significativamente di **dimensioni maggiori** (12,3 contro 9,3 amministratori), hanno una **maggior proporzione di minoranze** (7,8% contro 4,2%) e un **minor numero di insider** (23,4% contro 30,1%).

In conclusione, i risultati ottenuti sono coerenti con le precedenti teorie economiche sulla *diversity* nel CdA, ma occorre comunque fare un'ulteriore osservazione sul fatto che i dati analizzano separatamente il numero di donne o di minoranze all'interno del CdA per ogni impresa: sarebbe sicuramente interessante effettuare una combinazione di questi due aspetti (amministratori donna che appartengono anche ad un gruppo di minoranza), in modo da avere un quadro più completo.

### **Imprese italiane**

Per quanto riguarda gli studi sul territorio italiano (M. Bianco et al., 2015; F. Rossi et al., 2017), in termini di *performance* economiche in presenza di un di donne nel CdA, si nota che:

- la **capitalizzazione di mercato** delle imprese, la **Q di Tobin** (M. Bianco et al., 2015; F. Rossi et al., 2017), il **ROE** (Return on Equity) il **ROA** hanno valori peggiori (F. Rossi et al., 2017). Questi risultati sono inoltre coerenti con le evidenze empiriche sulla struttura del capitale di studiosi precedenti (Myers e Majluf, 1984; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Fama e francese, 2002; de Jong et al. 2008);

- In particolare emerge che la Q di Tobin e il **ROE** sono correlati negativamente con il numero di *meeting* del *board*, che inoltre è influenzato negativamente dalla presenza di **interlocking**;

- Analizzando invece l'influenza della presenza di consiglieri donna sul livello del **debito** dell'impresa, è importante fare un'osservazione sulla loro propensione al rischio in quanto potrebbe impattare sulle decisioni finanziarie e sui costi d'agenzia (Francoeur et al. 2008; Jurkus et al. 2011). Il debito infatti può essere visto sia come uno strumento di *monitoring* e di riduzione della discrezionalità del *manager* (Jensen, 1976), sia come misura della dimensione del rischio azionario intrapreso dall'impresa;

Diverse ricerche, nel corso degli anni, hanno studiato il rapporto tra le donne e l'avversione al rischio, anche se principalmente nel settore bancario (Alesina et al., 2013; Belluci et al., 2010; Del Prete e Stefani, 2015; Berger et al. 2014; Palvia et al. 2015), mostrando risultati piuttosto differenziati. Solo alcuni studi si sono concentrati su settori diversi da quello bancario, dimostrando che le donne in linea generale tendono ad essere più avverse al rischio rispetto ai loro colleghi uomini (Prince, 1993; Lundeberg et al., 1994; Barber e Odean, 2001; Charness e Gneezy, 2012; Faccio et al., 2016, Sila et al., 2016) e possiedono un approccio più conservativo nei confronti delle decisioni finanziari. Tuttavia ci sono anche studi che affermano il contrario: Adams e Funk (2012) hanno infatti trovato evidenza del fatto che le donne non necessariamente sono avverse al rischio, ma la loro attitudine dipende dal *contesto* in cui l'impresa opera. A conferma di ciò vari autori hanno notato che le donne in Svezia sono più propense al rischio rispetto agli uomini (Adams e Funk, 2012).

A seguito di questa breve osservazione, sorge dunque spontaneo chiedersi se la presenza femminile nel CdA possa avere o meno un effetto significativo sul livello del debito aziendale. La maggior parte degli studi condotti dalla letteratura sembra spingere per questa direzione. In particolare secondo Huang e Kisgen (2013) le donne ricorrono meno frequentemente all'utilizzo del debito: tali risultati sembrano essere coerenti con la teoria dell'avversione al rischio. Risultati simili sono stati trovati anche da Farrell e Hersch (2005), Hillman et al. (2007), e Adams e Ferreira (2009). Un ulteriore risultato interessante emerge dagli studi condotti da Alves et al. (2015) sulla relazione tra la composizione del CdA e la struttura del capitale: essi osservarono che la presenza di amministratori indipendenti e donne riducono il livello di debito a **breve termine** ma non quello a **lungo termine** e in particolare la presenza delle donne guida l'impresa verso l'uso del debito a medio-lungo termine e a un maggior impiego dell'*equity*.

Analizzando il contesto italiano un contributo importante è quello apportato da F. Rossi et al. (2017), il cui scopo è quello di verificare empiricamente se la rappresentanza femminile influisce sul livello di debito

dell'azienda e sui costi di agenzia. Lo studio è stato condotto su un campione di 41 imprese della Borsa Italiana (appartenenti al settore manifatturiero e dei servizi) tra il 2005 e il 2013 e prende in considerazione il concetto della massa critica di Kanter (1977), introducendo un indicatore che specifica un determinato livello al di sotto del quale la rappresentanza femminile costituisce un "token";

- Il legame tra l'**esposizione debitoria** dell'impresa e la rappresentanza delle donne nel CdA **può generare un'influenza positiva o negativa**, a seconda della loro proporzione nel CdA. Più precisamente i risultati dell'analisi mostrano che la presenza delle donne, espressa sia in termini percentuali che di *dummy* **augmenta** il livello di **debito** dell'impresa (risultano quindi essere più propense al rischio rispetto alla loro controparte maschile) quando sono una minoranza nel *board*, tuttavia una volta raggiunta la **massa critica** tale uso del debito viene **ridotto** confermando la teoria di avversione al rischio delle donne, specialmente in presenza di legami familiari con i membri del CdA.

Queste evidenze mettono in luce come il ruolo disciplinante del debito nella mitigazione dei costi di agenzia (Jensen, 1976) venga sostituito dalle donne le quali controllano direttamente le azioni dei dirigenti: una maggior rappresentanza femminile nel *board* diminuisce quindi i costi d'agenzia, suggerendo che le donne siano delle buone sostitute ai meccanismi di *corporate governance*. Mostrano inoltre come in generale il passaggio dal *tokenism* alla massa critica impatta le decisioni finanziarie aziendali;

- Infine un ulteriore aspetto emerso dall'indagine degli autori è che l'**intervento legislativo** che ha imposto il raggiungimento di una certa quota di donne nei consigli di amministrazione amplifica l'uso del debito e che gli investimenti in **ricerca e sviluppo** hanno relazione negativa e statisticamente significativa;

In conclusione i risultati sopra evidenziati mostrano come la scelta dell'impresa di nominare amministratrici potrebbe influire sulle caratteristiche aziendali: le donne non sono quindi semplicemente dei "tokens", ma possono aggiungere valore all'impresa, apportando il loro contributo in termini di monitoraggio.

Occorre comunque sottolineare che le evidenze ottenute non offrono supporto a iniziative di *policy* basate sulla diversità di genere, in quanto aggiungere figure femminili nel CdA non implica automaticamente un miglioramento delle *performance*. Nessuna evidenza infatti suggerisce che i modelli di *business* a favore delle donne porterebbero ad un miglioramento delle *performance* aziendali: si sono solamente osservate delle correlazioni positive sotto alcune ipotesi ben definite e in base al contesto di analisi. Proposte legislative che rafforzano le quote di donne nei CdA devono essere motivate da risultati empirici che vanno ben oltre al semplice concetto di miglioramento della *governance* e delle *performance* dell'impresa.

#### ➤ **Value justification**

Oltre alle ragioni sopra descritte che giustificano la necessità di un maggior equilibrio tra i generi, vi è anche quella di "*individual equal opportunities justification*", secondo cui le donne qualificate devono

avere le stesse opportunità degli uomini di influire sulle scelte economiche, finanziarie e sociali dei cittadini.

Gli interessi sociali e politici, e il concetto di diritti fondamentali fanno parte del senso di giustizia e di legittimità della democrazia. Si tratta di principi cardine del mondo occidentale, che ha fondato il proprio sistema economico e politico sull'uguaglianza. In particolare quella di genere trova giustificazione nei valori costituzionali dell'Unione Europea<sup>118</sup>.

Occorre comunque evidenziare che secondo alcuni studiosi, in Europa l'urgenza di favorire la rappresentanza delle donne nelle imprese è prevalentemente ispirata non tanto da valori sociali e di equità tra i generi, quanto piuttosto dalla necessità di promuovere lo sviluppo di standard sulle quote di genere attraverso una legittimazione democratica da parte dell'UE.

### ➤ **Differenti valori nazionali**

Nonostante la validità e ragionevolezza di queste considerazioni a favore della diversità di genere nei *board* aziendali, secondo alcuni studiosi nessuna sembra essere esaustiva e convincere particolarmente i regolatori pubblici. Un ulteriore aspetto infatti da prendere in considerazione è relativo ai valori culturali e sociali di ogni singola nazione.

Secondo alcune ricerche, ad esempio la proporzione delle donne risulta essere inferiore nei Paesi che sembrano abbracciare il concetto di "mascolinità", cioè che pongono maggior attenzione agli aspetti inerenti il potere, la carriera e il denaro (Italia, Bulgaria, paesi dell'est Europa...- Hofstede, 2014). Se si considera l'Inghilterra, invece, essendo un paese costituito da un sistema di *welfare* liberale, l'approccio di autoregolamentazione è quello prevalente. In altri paesi come la Germania ad esempio, prima che fossero introdotte delle misure apposite sulle quote rosa, è stato necessario verificare la costituzionalità di tali regole e la conformità ai principi di libertà della proprietà e di uguaglianza. In Finlandia, la disposizione attuale della costituzione permetterebbe l'introduzione solo di un sistema di quote di tipo *soft*. Se si prende in riferimento invece il caso della Norvegia, il modello adottato per il raggiungimento delle quote può considerarsi piuttosto invasivo, eppure l'introduzione di una *hard law*, è stata implementata con facilità. La motivazione probabilmente è da ricercarsi nel fatto che la Norvegia, essendo un Paese profondamente ispirato da principi democratici di uguale partecipazione, di equità e di equilibrio dei poteri, queste regole in parte sono già esistenti nel sistema legale norvegese e applicati in molteplici campi: non sembrerebbero dunque esserci problemi di costituzionalità. Se si considera invece l'esempio degli Stati Uniti, la cultura politico-economica del Paese non concepisce neanche la possibilità di un intervento governativo nelle decisioni economiche delle imprese, in quanto verrebbe percepita come un'ingerenza molto forte oltre che anticostituzionale.

---

<sup>118</sup> Si leggano ad esempio gli articoli:

- Art. 23 della "Carta dei Diritti Fondamentali" dell'UE, in merito all'uguaglianza tra uomini e donne;
- Art. 3 para. 3 TUE e Art. 2 TUE, in merito al mercato sociale economico e democratico.

Tutti questi sono esempi di come le *differenze* tra un Paese e l'altro influenzano le scelte di regolamentazione ed *enforcement*, che a loro volta rafforzano le *diversità* tra i singoli Stati. Contesti politici, socio-economici e culturali diversi in cui le imprese operano, influiscono sul problema della sotto-rappresentanza e sulle soluzioni e gli strumenti di regolamentazione offerti per risolvere tale problematica.

Come si può facilmente intuire il fatto che queste misure si differenziano da un Paese all'altro o ancora il fatto che in alcuni Paesi Membri siano state introdotte delle regole in merito all'equilibrio tra i generi all'interno dei CdA aziendali (e più in generale nel mondo del lavoro), mentre in altri Stati non si osserva nessun intervento esplicito in questa direzione, può costituire una barriera per il buon funzionamento del mercato di un Paese. Se si considera infatti il caso di un'impresa internazionale che opera in più stati, ciascuno dei quali con misure di legge differenti: alcune di tipo autoregolamentative e altre di tipo *hard law*, alcune con vincolo sulle quote altre no, l'azienda può avere delle difficoltà interne a conformarsi e attuare una politica di *corporate governance* adeguata. Le imprese necessitano infatti di certezze legali e non di regole in conflitto tra di loro.

Un'analisi più approfondita di queste tematiche è presentata nel Capitolo 5.

### 3.3 Argomenti a sfavore della diversità di genere nei CdA

Analizzando invece gli aspetti messi in evidenza dagli scettici dell'eterogeneità di genere nei *board* aziendali, si possono distinguere:

- coloro che mettono in discussione la stessa **validità dei risultati empirici** ottenuti. Secondo alcuni infatti non ci sono evidenze chiare del fatto che con l'incremento della presenza femminile nel CdA si generano dei *miglioramenti* nelle *performance* finanziarie: si sostiene che sono stati addirittura utilizzati solamente quei parametri finanziari che mostrano una relazione positiva.

Secondo quanto documentato dal regolatore del mercato azionario italiano (Consob)<sup>119</sup>, invece, non sembra proprio esserci una correlazione *diretta* tra la diversità di genere e i risultati economici dell'impresa, o meglio non emerge alcuna relazione statisticamente significativa. Anzi risulta addirittura negativa la partecipazione degli amministratori nei consigli in cui è presente almeno una figura femminile e soprattutto quando presenta legami familiari con l'azionista o il gruppo di controllo.

- coloro che **non** credono che la diversità di genere nel CdA sia un **valore aggiunto** in quanto le *performance* e i risultati sembrano suggerire che in realtà l'adeguatezza del consiglio di amministrazione sia fortemente influenzata dalle qualità personali e dalla professionalità individuali

---

<sup>119</sup> Woman on *boards* in Italy, Quaderno di finanza n.70 del 2011.

di ciascun membro negli organi della società, e non semplicemente dalla presenza di figure femminili. Collegandosi al concetto della qualità del capitale umano degli organi consiliari e alle quote rosa, secondo alcuni critici le imprese trovandosi vincolate esternamente all'introduzione di alcune tipologie di individui, metterebbero in primo piano la selezione del genere piuttosto che la competenza e la meritevolezza del candidato.

Per tale ragione, la Confindustria in risposta alla "Consultazione della Commissione Europea sull'equilibrio di genere nei consigli di amministrazione dell'Unione", afferma che sarebbe più opportuno evitare l'introduzione di approcci regolamentari al problema della scarsa rappresentanza delle donne nel CdA mediante l'imposizione di quote di genere, in quanto questa non assicura alcuna selezione delle risorse basata sul merito e le caratteristiche professionali dei candidati. La motivazione di tale risultato in parte può essere legata al fatto che la Legge n. 120/2011 non aveva ancora raggiunto la sua piena efficacia. Questo aspetto sulle quote rose verrà approfondito nel dettaglio nel Capitolo 5 nei paragrafi relativi alle legislazioni e normative a supporto delle quote rosa;

In generale comunque, al di là di alcune evidenze che mostrano una più o meno efficienza legata all'equilibrio tra i generi, l'introduzione delle quote è in grado di *alterare* la struttura del *business* dell'impresa e in alcune Paesi sembra essere l'unica alternativa a condurre un cambiamento (seppur ancora minimo) sulla rappresentanza delle donne nei CdA.

- Un altro elemento critico su cui si discute molto è il **periodo di analisi osservato**: secondo alcuni è troppo breve per cui il valore delle azioni di mercato nel lungo periodo non risulterebbe connesso ai risultati ottenuti dall'analisi sulla diversità.
- Oltre a ciò occorre comunque evidenziare che gli studi condotti sono specifici di un **particolare Paese** e di un *background* culturale e aziendale ben preciso. Generalmente quindi i risultati ottenuti non mostrano uno spettro ampio e globale del mercato e per tali ragioni la correlazione tra diversità e benefici finanziari non è *diretta*.

Nonostante queste perplessità, occorre comunque sottolineare che gli azionisti, in virtù della maggior varietà all'interno dell'organizzazione aziendale risultano più propensi a investire nell'impresa, convinti del suo carattere innovativo e della sua capacità di gestire i fattori di diversità all'interno dell'impresa stessa (Billimoria e Wheeler, 2000; Singh et al., 2000).

Sono presenti infatti varie riforme guidate dagli investitori (TIAA/CREF, US Trust Co.) volte a indurre le imprese ad incrementare la diversità (inclusa quella di genere) all'interno dei CdA. Un esempio è offerto dall'indagine condotta da IRRC (Investor Responsibility Research Center) in cui emerge che "il 39% dei rispondenti hanno specificato nelle loro linee guida che avrebbero trattenuto parte dei loro voti se nel CdA dell'impresa non fossero rappresentate anche le donne o le minoranze" (N. van der Walt et al., 2003).

### 3.4 La teoria del Tokenism

Tra i primi studi rilevanti sul tema della diversità e composizione del gruppo di comando all'interno della realtà d'impresa, quello che ha fornito un contributo particolarmente importante alla letteratura è stato condotto da Rosabeth Moss Kanter nel 1977 ("Men e Women of the corporations"). Nella sua analisi, l'autrice del libro introduce la "**Teoria del Tokenism**" (o "**Teoria della massa critica**"), secondo cui quando in un gruppo viene riconosciuto un sottogruppo sottorappresentato, questo ha effetti negativi sull'attività dell'intero gruppo. Più nello specifico, se si considerano le donne come il sottogruppo minoritario all'interno di un gruppo più ampio, queste verranno considerate come un simbolo o un "*token*" (Kanter, 1977a, b), cioè diventano semplicemente rappresentative del genere, e non dei singoli individui e delle loro competenze individuali, in quanto tenderanno a conformarsi alle idee e ai comportamenti del gruppo di maggioranza: il gruppo di minoranza avrà difficoltà a manifestare il proprio punto di vista e le proprie idee a causa dell'elevata influenza esercitata dal gruppo di maggioranza (Westphal e Milton, 2000). Secondo Kanter la figura femminile viene quindi stereotipata (*token*), rappresentando conseguentemente una barriera per le donne a esercitare un'influenza positiva nel processo decisionale in un gruppo.

Essere considerata come un **token** fa sì che la figura femminile possa compromettere le *performance* del gruppo di minoranza per i seguenti principali motivi:

- **Visibilità:** le donne sentiranno di essere continuamente osservate e quindi sotto pressione nel raggiungimento delle *performance*, non per l'eventuale inadeguatezza dei risultati ottenuti quanto piuttosto per il fatto di appartenere al gruppo minoritario.
- **Mancanza di fiducia:** la figura femminile avvertirà di essere costantemente messa in dubbio nelle proprie competenze e quindi non sentendosi a proprio agio si genererà un meccanismo quasi automatico di autoisolamento.

Oltre a questi aspetti occorre considerare il fatto che i *token* non vengono neanche visti in maniera positiva dal resto del gruppo:

- **Polarizzazione:** il gruppo di maggioranza, percependo di essere sotto controllo, spesso si sente minacciato o non a proprio agio per la presenza dei *token*: la minoranza viene interpretata come un elemento disturbativo alla coesione interna. Questo fattore porta ad aumentare la barriera esistente e ad evidenziare maggiormente gli aspetti differenzianti, causando l'ulteriore esclusione dei *token* dalla rete sociale e da alcuni ruoli all'interno della realtà aziendale.

In tale contesto dunque l'eterogeneità nel gruppo viene vista come un ostacolo al raggiungimento di decisioni comuni migliori e come possibile fonte di conflitti interni.

Occorre però sottolineare che la teoria della massa critica suggerisce che la natura dell'interazione tra i gruppi dipende dalla **dimensione del gruppo di minoranza**: quando raggiunge una certa soglia (o massa

critica), aumenta il grado di influenza del sottogruppo e la relazione con la maggioranza cambia qualitativamente. Quindi l'influenza di una minoranza in un gruppo dipende dalla forza e dal numero dei suoi membri (Latané, 1981). Tuttavia la teoria di Kanter (1977) non dà alcuna informazione circa il **numero di persone minimo** richiesto per raggiungere la massa critica.

In generale Kramer et al. (2006) osservano che nel consiglio di amministrazione una massa critica di tre o più donne può generare un cambiamento fondamentale nel processo decisionale e migliorare la qualità della *governance* aziendale, in quanto si riscontra una maggior probabilità di riuscire a dar voce alle proprie idee. Tendenzialmente infatti quando un individuo si trova a dover contrastare l'opinione unanime di almeno altre tre persone, sente di doversi conformare ad esse.

Allo stesso modo, Schwartz-Ziv (2015) indaga la teoria di Kanter sulla massa critica e osserva che la presenza di almeno tre amministratori dello stesso genere rende il *board* più attivo ed efficace nelle riunioni per almeno il 79% dei casi. Fabrizio Rossi et al. (2017) trovano evidenza del fatto che la percentuale di donne nel CdA aziendale dovrebbe essere almeno pari al 35%<sup>120</sup> per poter influire sul comportamento dell'intero consiglio di amministrazione e portare alla formulazione di decisioni migliori, in virtù dei benefici sopra descritti derivanti dall'eterogeneità nel CdA. Sotto questa soglia percentuale, come detto precedentemente, le donne hanno minor probabilità di essere produttive e di garantire maggior efficienza nelle decisioni amministrative.

In sintesi i **vantaggi** osservabili con il raggiungimento della massa critica delle donne nei CdA aziendali sono riassumibili in:

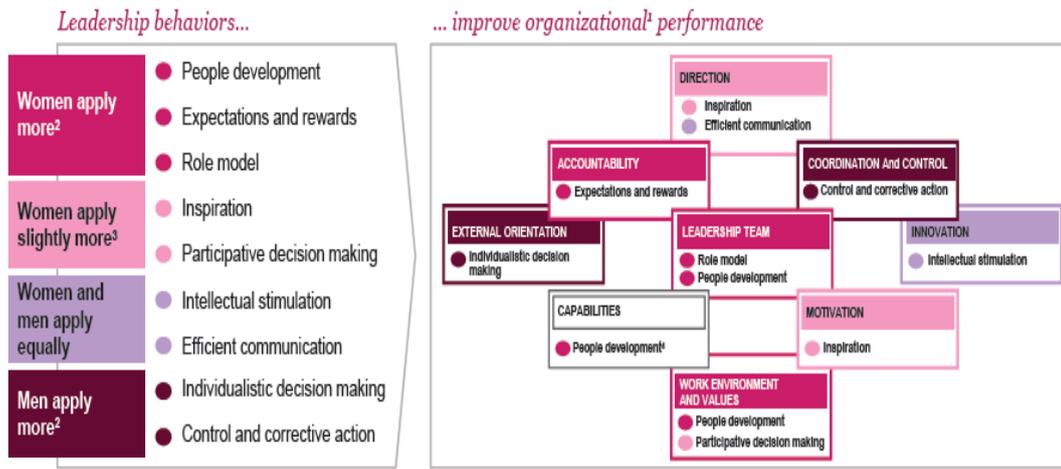
- aumento del livello di fiducia nei confronti del gruppo sottorappresentato;
- la maggioranza stessa beneficia delle risorse che le donne possono apportare all'interno dell'organizzazione;
- si osserva un maggiore *turnover* del CEO quando le *performance* generate non sono soddisfacenti;
- emerge un ruolo più attivo nell'amministrazione aziendale sia da parte degli uomini che delle donne.

I seguenti aspetti si traducono, secondo i *report* annuali condotti dalla McKinsey (2008), in *performance* superiori rispetto alle imprese che non possiedono donne nelle posizioni di *top management*<sup>121</sup>. Una motivazione che giustifica in parte questo risultato è relativo alla maggior propensione alla *leadership* che le donne mostrano di possedere rispetto alla controparte maschile (vedi Figura 5).

---

<sup>120</sup> Fabrizio Rossi, Richard J Cebula, James R Barth, Female Representation in The *Boardroom* and Firm Debt: Empirical Evidence from Italy, 2017.

<sup>121</sup> McKinsey, Women matter: Female leadership, a competitive edge for the future (2008).



1 If more frequently applied on average  
 2 Frequency gap  $\geq 4\%$ , statistically significant (t-test ;  $p < 0.05$ )  
 3 Frequency gap of 1%, statistically significant (t-test ;  $p < 0.05$ )  
 4 Indirect impact on organizational performance driver

SOURCE: Alice H. Eagly, Johannesen-Schmidt, and Van Engen, *Transformational, Transactional, and Laissez-Faire Leadership Styles*, 2003; McKinsey analysis

Fonte: Mckinsey, *Women matter: Female leadership, a competitive edge for the future* (2008)

Figura 6: Atteggiamento di leadership delle donne e conseguenze sulle performance organizzative

A tal proposito occorre effettuare una riflessione sugli effetti che il **genere dei CEO** e dei presidenti del consiglio generano: evidenze mostrano che il genere del *leader* può essere un fattore importante nell'influenzare il livello di amministratrici nel *board*, il grado di innovazione organizzativa dell'impresa e l'impatto delle caratteristiche del CdA sulle *performance* aziendali. Avere un *leader* di sesso femminile potrebbe dunque mettere le donne in una condizione di maggior *confort* e allo stesso tempo gli amministratori uomini potrebbero mostrare un maggior rispetto delle soluzioni proposte dalle amministratrici e prenderle maggiormente in considerazione.

Proprio per le seguenti evidenze molti di questi studi hanno costituito il "*business case*" che ha dato stimolo alle imprese e indotto ad incrementare il numero di donne nei CdA aziendali, sostenendo che se un determinato segmento talentuoso della società rimane escluso per il proprio genere e non per le proprie competenze, inevitabilmente i *board* risultano essere sub-ottimali. La motivazione è legata al fatto che gli amministratori donne e quelli appartenenti a gruppi di minoranze etniche, se sono competenti, non sono sostituibili dai tradizionali amministratori (uomini bianchi) in quanto hanno caratteristiche uniche che aggiungono valore all'impresa. Il raggiungimento del numero critico di donne amministratrici dunque è desiderabile non solo perché aumenta i punti di vista all'interno del gruppo ma anche perché influisce sulla *natura* delle interazioni nel gruppo stesso.

### 3.5 Conclusioni

In conclusione, nel seguente Capitolo emerge che, ignorando le problematiche relative al concetto di giustizia ed equità, la letteratura economico-*manageriale* ha da tempo evidenziato le implicazioni e gli effetti generati dalla diversità di genere all'interno dei consigli di amministrazione e più in generale nelle organizzazioni aziendali (Mohan e Chen, 2004; Levi et al., 2014; Huang e Kisgen, 2013).

Sono presenti molti studi che rivelano che la figura femminile nel CdA aziendale (e più in generale nel mercato del lavoro) seppur spesso sia sottovalutata, porta dei benefici per l'impresa sia a livello economico-finanziario, sia in termini di innovazione. Alcune evidenze empiriche inoltre mostrano che la diversità di genere nei *board* contribuisce a migliorare anche la *corporate governance*: le imprese con una maggior percentuale di donne in posizioni decisionali *senior* e ai livelli *top* del processo di *decision-making*, secondo molteplici studi hanno mostrato dei risultati di *performance* superiori rispetto ai loro concorrenti senza questo *asset* (le donne). Ne consegue che uno dei modi per incrementare la competitività dell'impresa è quello di ristabilire un equilibrio nella rappresentazione delle donne nei posti al vertice delle società. Questo potrebbe dunque tradursi alla formazione di un ambiente più efficiente e innovativo e in generale a un miglioramento delle *performance* aziendali.

Tuttavia ci sono anche molte teorie di mercato che sostengono che assumere amministratori donna senza alcuna base meritocratica potrebbe portare ad una diminuzione di *performance*, e che le imprese che sono in grado di beneficiare dell'aumento della diversità di genere sono solo quelle che *volontariamente* hanno scelto di muoversi verso questa direzione.

Una possibile spiegazione alle teorie apparentemente in contrasto tra di loro è da ricercarsi nel concetto di *tokenism*, elaborata per la prima volta da Kanter, secondo cui quando la presenza di una minoranza all'interno di un grande gruppo è veramente modesta, risulta facilmente marginalizzata diventando inefficiente. Si introduce quindi un *indicatore di massa critica* che indica uno specifico livello al di sopra del quale la figura femminile non rappresenta più un "*token*". Molti studi hanno infatti avuto evidenza del fatto che con la presenza di almeno tre donne si riescono a influenzare le dinamiche e i processi decisionali nel *board*.

In generale, oggi si può affermare che la teoria della massa critica ha raggiunto, negli ultimi venti anni, una vasta considerazione, anche se sono ancora pochi gli studi che hanno utilizzato il concetto di massa critica per esplorare il contributo delle donne nei *board* aziendali. Il dibattito accademico sull'importanza strategica delle donne quando costituiscono una frazione marginale all'interno di un *team* (teoria della massa critica) è dunque tuttora molto acceso, anche perché sono ancora molte le imprese con un numero ridotto di figure femminili nel *board*.

Nei capitoli successivi verranno offerte ulteriori spiegazioni ai filoni contrastanti relativi alla diversità di genere.

## CAPITOLO 4

### GENDER DIVERSITY NEL CDA - GRADO DI INNOVAZIONE DELL'IMPRESA

---

#### 4.1 Premessa

Come si è potuto constatare nelle analisi fin qui presentate, nonostante le numerose ricerche effettuate nella letteratura, tra gli studiosi non si è giunti ad un risultato univoco sulla relazione tra la diversità di genere e le *performance* aziendali (Gabrielsson e Huse, 2004; Kochan et al., 2003; Miller et al., 1998; Milliken e Martins, 1996). Per poter analizzare adeguatamente tale relazione secondo alcune evidenze è di fondamentale importanza ricorrere a delle variabili di mediazione che esplicano *come* e *quando* la diversità impatta sulle *performance*: la motivazione sarebbe da individuare nel fatto che l'esito del risultato dipende da molti fattori in gioco (Business Opportunities for Leadership Diversity – BOLD) per cui sono molto **limitati** gli **effetti diretti** riscontrabili tra la diversità nel CdA e le *performance* d'impresa (Miller e Triana, 2009). A tal proposito la **variabile** di **mediazione** maggiormente utilizzata dai vari studiosi è l'**innovazione** che costituisce il motore per la crescita delle imprese e, in quanto tale, rappresenta uno strumento fortemente connesso alle *performance* aziendali.

Vista l'importanza e il ruolo vitale giocato dall'innovazione in un contesto aziendale, a questo punto dell'analisi risulta importante chiedersi quali siano i fattori e gli attori principali che determinano l'abilità dell'impresa a innovare.

Analizzando i **fattori** in gioco emerge che:

- la maggior parte dei *paper* indagano sugli effetti generati da: l'esistenza di contratti incentivanti di lungo periodo (Lerner e Wulf, 2007), il grado di protezione degli investitori (Xiao, 2010), la minaccia dei *takeover* (Sapra et al., 2008) e la presenza di investitori individuali (Tribo et al., 2007) e istituzionali e dall'ambiente esterno in cui operano<sup>122</sup> (Aghion et al., 2013);
- sebbene in generale siano pochi gli autori che hanno anche esaminato l'impatto della **corporate governance** sull'innovazione, secondo Baysinger et al. (1991) il sistema di *governance* dell'impresa

---

<sup>122</sup> Ad esempio in America a seguito del cambiamento della politica di *governance* dell'impresa (*American Proxy Rule Change* - 1992), diventò più semplice per gli investitori istituzionali "stringere alleanze e monitorare il comportamento dei CEO" (Aghion et al., 2013).

Occorre comunque sottolineare che secondo Bushee (1988) differenti tipologie di investitori si comportano in maniera differente. Nello specifico egli distingue gli investitori istituzionali in:

- *Quasi-indexed*: investitori che hanno un portafoglio molto diversificato, ma "*do not trade much*";
- *Dedicated*: investitori con un portafoglio molto concentrato, ma "*do not trade much*";
- *Transient*: investitori con un portafoglio diversificato, ma "*trade often in and out from individual stocks*".

può condizionare il grado di innovazione aziendale e la discrezionalità del *management* il quale non è incentivato ad effettuare degli investimenti innovativi di lungo periodo (come quelli relativi all'innovazione) in quanto richiedono uno sforzo elevato essendo incerti, rischiosi e con un'elevata probabilità di fallimento (Mansfield, 1968).

Per quanto riguarda il secondo aspetto sopra menzionato, Baysinger et al. (1991) individuano tre **attori principali** che possono influenzare fortemente l'efficacia dei risultati da raggiungere sull'innovazione:

- *large stockholders*<sup>123</sup>;
- investitori istituzionali: sembrano avere una forte correlazione positiva con l'innovazione, non tanto in termini di decisioni di investimento in R&S (Francis e Smith, 1995), quanto piuttosto nella *produttività* della spesa effettuata in R&S (Aghion et al., 2013)<sup>124</sup>;
- consiglio di amministrazione: rappresenta un elemento cruciale che, grazie alla combinazione di competenze e capacità, supporta e influenza pesantemente il livello di innovazione dell'impresa (Zahra e Stanton, 1988; Zahra e Garvis, 2000), allineando gli incentivi personali e allocando risorse adeguate (Carpenter e Westphal, 2001). Emerge dunque l'importanza di saper cogliere le caratteristiche e le attitudini di ciascun amministratore, in virtù del fatto che ogni membro del *board* è unico nelle proprie competenze, idee, nei propri valori e percorsi di vita.

In altri termini il livello di contributo che il *board* apporta all'impresa è espresso attraverso l'innovazione che a sua volta si manifesta come un impegno strategico (Huse, 2005; G. Antonelli et al., 2013) e costituisce uno dei fattori che meglio predicono le *performance* aziendali (Torchia et al., 2011; Caves e Ghemawat, 1992; Teece et al., 1997; Zahra e Garvis, 2000).

Approfondendo quest'ultimo concetto, nel seguente capitolo si cercherà di analizzare il contributo che la differente composizione del CdA apporta alle risorse strategiche dell'innovazione, più precisamente verrà posta l'attenzione sull'analisi dell'impatto della diversità di genere (con qualche accenno su quella culturale) sul livello di innovazione dell'impresa. Nel primo Paragrafo verrà esaminata l'efficacia dell'attività di *monitoring* sul grado di innovazione; nel secondo Paragrafo è approfondita l'innovazione espressa in termini di introduzione nel mercato di nuovi prodotti e servizi, utilizzando come *proxy* prima la spesa in R&S e poi il numero di brevetti e citazioni posseduti. Nell'ultimo Paragrafo invece viene presa in considerazione l'innovazione organizzativa che, secondo molti studi, rappresenta la tipologia di innovazione maggiormente influenzata dall'eterogeneità nel *board* e, nello specifico, dalla diversità di genere.

---

<sup>123</sup> Evidenze emerse dagli studi condotti da Hill e Snell (1988) mostrano una relazione positiva tra il livello di spesa in R&S e la concentrazione delle azioni in mano agli *stockholders* individuali, suggerendo che i *large shareholders* stimolano gli investimenti in R&S.

<sup>124</sup> Gli investitori istituzionali avendo portafogli azionari molto ampi sono in grado di diversificare l'elevato rischio derivante dall'investimento in R&S (Baysinger e Hoskisson, 2011; Aghion et al., 2013). In questi termini quindi le imprese quotate dovrebbero trovarsi in una posizione più vantaggiosa rispetto alle altre in quanto possono diversificare il rischio tra i vari investitori presenti.

## 4.2 Stimolo o disincentivo per l'innovazione: monitoring delle amministratrici

Secondo Jie Chen et al. (2015), si possono distinguere due argomenti teorici che spiegano il motivo per cui un maggior grado di **monitoraggio** del *management* da parte degli amministratori di sesso femminile stimola gli investimenti in **innovazione** e la loro produttività<sup>125</sup> in termini di brevetti e citazioni ottenute (per quanto riguarda l'impatto sulle *performance* non si osserva alcuna relazione *diretta* significativa).

Inoltre è bene sottolineare che i benefici derivanti dalla presenza di amministratrici nell'attività di *monitoring* non sono in contrasto con i benefici legati a una maggior eterogeneità del gruppo, in quanto il diverso *background* e le competenze possedute tra uomini e donne possono incrementare l'indipendenza del *board* e quindi l'efficacia del *monitoring*.

➤ Secondo la **Quiet Life model** (o *the lazy managers hypothesis*) i *manager* generalmente preferiscono condurre un'attività lavorativa tranquilla: per tale ragione spesso si mostrano riluttanti a investire in progetti innovativi che necessiterebbero uno sforzo maggiore rispetto a quanto richiesto dalle attività più routinarie (Hart, 1983; Bertrand et al., 2003; Holmstrom, 1989). In tale contesto, qualora gli incentivi monetari non fossero sufficienti, un maggior controllo da parte delle amministratrici potrebbe moderare tale problema di agenzia, riducendo la probabilità di elusione dello sforzo dei *manager*. Inoltre si possono fare le seguenti considerazioni:

- **Competizione sul mercato** → secondo questa teoria la diversità di genere nei *board* è **sostituita** alla funzione disciplinante della competizione sul mercato (Aghion, Van Reensen e Zingales, 2013): quando la competizione<sup>126</sup> è debole l'incentivo *manageriale* a impegnarsi per permettere l'innovazione dell'impresa (Hart, 1983) e mantenere il proprio vantaggio competitivo è ridotto in quanto richiederebbe uno sforzo elevato, risulta quindi importante l'attività di controllo (resa più efficace dalla diversità di genere) per avere un effetto positivo sul grado di innovazione dell'impresa; al contrario quando la competizione è elevata il *manager* viene disciplinato dalla minaccia di *takeover* ostili e dal rischio di fallimento<sup>127</sup> (Hart, 1983) (vengono ridotti anche gli incentivi monetari necessari per allineare gli interessi del *manager* a quelli dell'impresa).

In sintesi l'efficacia dell'attività di *monitoring* è superiore in un contesto poco competitivo.

- **Consolidamento del *manager*** → dall'analisi condotta da Jie Chen et al. (2015) emerge che l'attività di *monitoring* da parte delle amministratrici è più proficua (effetto positivo) quando il *manager* ha consolidato la propria posizione all'interno dell'impresa (*entrenchment*) o quando gli azionisti e il *board* hanno meno potere di vincolare le sue decisioni, in quanto in tale circostanza vi è una maggior propensione a eludere lo sforzo e a ricorrere a benefici privati. Come sintomo di un potenziale

<sup>125</sup> La produttività è intesa come l'effettivo utilizzo da parte dell'impresa dei fattori di input osservabili e non.

<sup>126</sup> Nel paper di Aghion, Van Reensen e Zingales (2013) la competizione è misurata mediante l'indice di Lerner.

<sup>127</sup> Il rischio di fallimento ha un ruolo disciplinante in quanto implica la rinuncia dei benefici privati del controllo.

consolidamento del *management*, gli studiosi ricorrono alla *tenure* del CEO e al tasso del *turnover*: molte evidenze infatti hanno mostrato che quando la *tenure* è elevata e il *turnover* basso, le *performance* economiche dell'impresa risultano minori. Anche Hermalin e Weisbach (1991) osservano che quando i CEO rimangono in carica per molti anni, consolidano la propria posizione riducendo le *performance* aziendali<sup>128</sup>, tuttavia quando i livelli di *tenure* del CEO sono bassi, la profittabilità non ne è influenzata.

➤ **Career model** (Holmstrom, 1982): secondo questo modello i progetti innovativi essendo tali, sono incerti e potenzialmente rischiosi: nel caso di insuccesso (anche se legato a fattori non prevedibili), ne risulta compromessa la reputazione del *manager* o vengono messe in discussione le sue capacità e *skills*, inducendolo a maturare un'avversione all'innovazione. Anche in questo modello si possono fare due considerazioni:

- Competizione sul mercato → gli aspetti sopra evidenziati sono accentuati in un contesto fortemente competitivo (la sopravvivenza dell'impresa sul mercato è più difficile a causa di una maggior incertezza e rischio di fallimento – Hart, 1983), per tale motivo l'attività di *monitoring* da parte delle amministratrici risulta particolarmente importante (relazione positiva: ruolo **complementare** alla competizione di mercato - Aghion, Van Reensen e Zingales, 2013 -) per ridurre l'asimmetria informativa e distinguere tra le cause di fallimento legate a fattori esterni casuali o alla mancanza di abilità del *manager* (Aghion, Van Reensen e Zingales, 2013). Attraverso questa ottica di analisi il *manager* si mostra incentivato ad avviare progetti innovativi, in modo da poter mettere in evidenza le proprie abilità, dal momento che le attività innovative richiedono maggior spirito di iniziativa e talento rispetto alle attività di *routine*.
- Consolidamento del *manager* → secondo questa teoria, confermata anche dallo studio di Jie Chen et al. (2015), l'effetto positivo della diversità di genere sull'innovazione dovrebbe essere più forte quando il *manager* ha una posizione meno consolidata nell'impresa, in quanto non essendosi instaurato ancora un legame "affettivo" con l'impresa e probabilmente la cultura aziendale non è stata ancora abbracciata pienamente, la probabilità di fallimento è più elevata e quindi l'incentivo a investire in progetti innovativi è inferiore.

Tuttavia nonostante i benefici sopra osservati occorre sottolineare che un incremento del controllo da parte delle amministratrici può generare anche degli effetti negativi sul livello di innovazione.

Tra gli svantaggi si distinguono invece:

1. L'eccesso di *monitoring* potrebbe **ridurre** l'incentivo del *manager* a **condividere le informazioni** ritenute più strategiche (Adams e Ferreira, 2007; Holmstrom, 2005).
2. Potrebbe generare la c.d "miopia del *manager*" che lo induce a **ridurre** gli investimenti in particolare nei **progetti** ritenuti più **rischiosi** e a **lungo termine** (come quelli di innovazione) in quanto

---

<sup>128</sup> Essi osservano che quando i CEO rimangono in carica per più di 15 anni, ogni anno addizionale riduce la profittabilità in maniera sostanziale.

generalmente il sistema aziendale premia maggiormente le azioni volta ad aumentare le *performance* finanziarie (come i ritorni sugli investimenti), anziché quelle strategiche: il *manager* preferirà investire in progetti che generano ritorni maggiori nel breve periodo (Baysinger e Hoskisson, 2011) dato che i premi e la remunerazione del *management* generalmente si basano sui ritorni nel breve periodo (Faleye et al., 2011; Becker-Blease, 2011).

3. Inoltre secondo molteplici studi le **donne** sono meno *overconfident* rispetto agli uomini e tendono ad essere più **avverse al rischio** (Croson e Gneezy, 2009; Levi et al., 2014; Dwyer et al., 2002): in quest'ottica, nel loro ruolo di monitoraggio, potrebbero influenzare il *manager* vincolandolo a ridurre gli investimenti in innovazione. Tuttavia occorre sottolineare che esistono anche alcune ricerche che mostrano che le donne *managers* siano più avvezze al cambiamento e all'innovazione (Paton e Dempster, 2002) e che vi sia un maggior numero di donne che si identificano come pioniere del progresso rispetto alla controparte maschile.

Come si può dunque intuire gli effetti dell'attività di *monitoring* da parte delle donne potrebbe stimolare, ma anche disincentivare le decisioni di investimento in innovazione da parte del *management* e i risultati non sono del tutto chiari.

#### 4.3 Studi sull'innovazione di prodotto

##### ➤ La spesa in R&S come input dell'innovazione

In generale nella letteratura la maggior parte degli studi misurano il grado di innovazione dell'impresa come l'ammontare di spesa in R&S, il numero di brevetti e pubblicazioni posseduti e come percentuale di prodotti innovativi immessi sul mercato (Mairesse e Mohnen, 2001). In realtà interpretare l'innovazione attraverso questo concetto tradizionale non è corretto: infatti l'innovazione in senso stretto esprime la produttività (brevetti e citazioni) degli investimenti (R&S) effettuati per raggiungere quel determinato livello innovativo.

- In tale ottica alcuni studiosi hanno cercato di comprendere l'influenza delle decisioni di investimento in **ricerca e sviluppo** (R&S) sul grado di **innovazione** dell'impresa, dando origine a due osservazioni:
  - poiché la prima voce (R&S) costituisce un fattore di input e la seconda (innovazione) di output, non risulta del tutto chiaro se via sia una relazione tra queste due voci e se le imprese che investono maggiormente in R&S sono anche quelle che possiedono livelli innovativi superiori (e una crescita delle vendite e della profittabilità maggiori), in quanto questi dipendono da molti fattori. Tra questi si distinguono, oltre a quello presentato nel paragrafo precedente sul *monitoring* delle amministratrici, il livello di competizione sul mercato, la presenza di incentivi governativi, il grado di

diversificazione dell'impresa<sup>129</sup>, il tipo di settore analizzato, la presenza in mercati stranieri e internazionali, la tipologia di progetto di R&S considerato, ma anche le norme contabili di capitalizzazione degli investimenti in R&S (Acharya e Subramanian, 2009 e Becker-Blease, 2011).

In generale comunque sulla base dei risultati di vari studiosi si può affermare che le decisioni di investimento in R&S da parte del *management* possono influire sulla crescita aziendale e sul livello di innovazione dell'impresa. Tradizionalmente le imprese che mostrano di avere una bassa crescita industriale (Morbey, 1988) e un basso livello innovativo (Mairesse e Mohnen, 2005) sono proprio quelle che investono poco in R&S, al contrario le imprese che decidono di effettuare sostanziali spese in R&D sono di dimensioni più elevate, maggiormente diversificate e orientate all'internazionalizzazione e l'innovazione generata è di tipo *demand pull* e *cost push* (Mairesse e Mohnen, 2005).

- La seconda osservazione è che poiché l'impatto derivante dall'investimento effettuato non ha un ritorno immediato e quindi non è visibile direttamente, generalmente ci si aspetta che tale spesa possa avere dei benefici e rappresentare una fonte di vantaggio competitivo (per le imprese che decidono di investire più dei *competitors*) solamente nel *lungo periodo*. Si può quindi ritenere che è per tale ragione che per molti decenni la spesa in R&S è stata vista semplicemente come un costo operativo da parte delle imprese.

Per investigare sulla relazione tra la spesa in ricerca e sviluppo e le *performance* aziendali, uno studio importante è quello condotta da Morbey (1988) il quale considera un campione di 800 imprese statunitensi tra il 1976 e 1985.

- Analizzando la relazione tra la spesa in **R&D**<sup>130</sup> e la **crescita delle vendite** individua una soglia di investimento in R&S (3% delle vendite) oltre la quale questa relazione è fortemente significativa e positiva. In altri termini Morbey (1988) osserva una forte correlazione tra la spesa in R&S e il tasso di crescita delle vendite nelle imprese *research-intensive*, mentre non osserva alcuna relazione per le imprese *non-research-intensive*. Questa considerazione vale per tutti i settori.

- Esaminando la relazione tra l'intensità della **R&D** e la crescita della **profittabilità** (utile prima della gestione straordinaria) l'autore non individua alcuna relazione significativa. Questa evidenza non è confermata né da Wagner (1984) né da Hermalin e Weisbach (1991) i quali riscontrano che le imprese che investono in maniera consistente in R&S e in *marketing* hanno migliori possibilità di migliorare rispettivamente il proprio ROI, e la Q di Tobin.

---

<sup>129</sup> Mairesse e Mohnen misurano il grado di diversificazione dell'impresa come l'inverso dell'indice di concentrazione di Herfindahl relativo alle vendite dell'impresa nei differenti mercati. Può quindi essere considerato come il numero di mercati in cui l'impresa effettua le proprie vendite.

<sup>130</sup>La voce di R&S utilizzata dall'autore del *paper* include: Costi associati alla *scoperta* della ricerca; Costi della *modifica* o *miglioramento* dei prodotti (o processi) esistenti; Costo di *sviluppo* di un nuovo prodotto (o processo). Mentre sono esclusi: Costi di routine per testare la produzione e i controlli di qualità; Costi per la ricerca di mercato; Costi legati alla brevettazione e concessione in licenza.

Come accennato precedentemente la motivazione di questo apparente contrasto<sup>131</sup> è da ricercarsi nel fatto che in realtà ci sono **molti fattori** che determinano la produttività degli investimenti (e la crescita della profittabilità dell'impresa) oltre all'ammontare di spesa in R&S.

Esaminando l'**aspetto settoriale**, nell'analisi di Morbey (1988) emerge che le imprese che operano in settori altamente tecnologici ad elevato grado di obsolescenza e nel settore farmaceutico, investono moltissimo in R&S per ottenere una crescita consistente di profitti, mentre ad esempio le imprese appartenenti all'industria cartiera spendono molto poco in R&S eppure registrano anche essi una crescita consistente dei profitti; il settore dell'elettronica e quello chimico invece investono in R&S con un'intensità circa uguale, ma mostrano una crescita della profittabilità molto diversa.



➤ **L'eterogeneità nel board influisce sulle spese in R&S?**

A fronte di quanto affermato sull'efficacia degli investimenti in R&S sul grado di innovazione dell'impresa e sull'importanza della diversità all'interno del consiglio di amministrazione (dai capitoli precedenti) sorge spontaneo domandarsi se la composizione del *board* sia anch'essa un fattore che influisce sul grado di innovazione dell'impresa, in altri termini quali siano gli esiti derivanti dalla spesa in R&S e se le *performance* dell'impresa ne risultano condizionate.

Un contributo importante apportato alla letteratura è stato fornito da Miller e Triana (2009)<sup>132</sup> i quali nella loro analisi per determinare la relazione tra la diversità di genere e quella razziale (sono state considerate quattro categorie razziali: bianchi, neri, ispanici, asiatici) e le *performance* economiche dell'impresa (esprese in termini di ROS e ROI), introducono, coerentemente con molti studi precedenti, due variabili di mediazione: la reputazione aziendale e il grado di innovazione dell'impresa<sup>133</sup>.

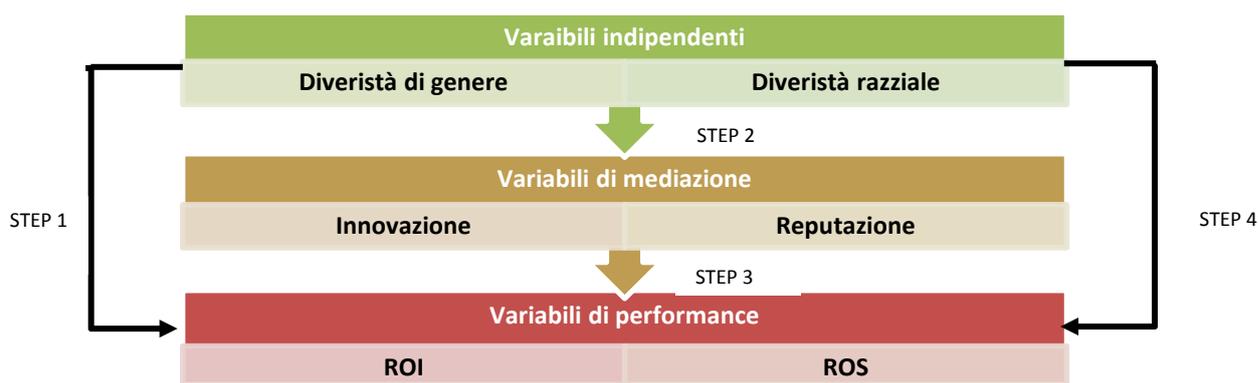


Figura 7: Schema delle variabili utilizzate da Miller e Triana (2009)

<sup>131</sup> Per confermare la validità di quanto emerge nella sua analisi, Morbey (1988) esamina l'influenza della spesa in R&S sulla crescita delle vendite (e sulla profittabilità) e il viceversa: egli osserva che l'effetto del primo sul secondo risulta maggiore.

<sup>132</sup> Il campione di 326 imprese americane si riferisce a quelle quotate nel periodo 2002-2005.

<sup>133</sup> Nella letteratura è emerso che la reputazione e l'innovazione come variabili di mediazione spiegano molto bene la tipologia di relazione esistente con le *performance* aziendali, in quanto rappresentano rispettivamente una risorsa di valore (Black et al., 2000; Gregory, 1998; Hall, 1993; Knight e Pretty, 1999; Roberts e Dowling, 2002), e uno "strumento per lo sviluppo di competenze e capitale sociale e umano strategici" (Caves e Ghemawat, 1992; Nelson e Winter, 1982; Teece et al., 1997; Zahra e Garvis, 2000), che possono generare *performance* finanziarie superiori.

- La **diversità** è stata calcolata ricorrendo all'indice di Blau (1977) che secondo Harrison e Klein (2007) rappresenta un'ottima misura per calcolare la variazione all'interno di un gruppo:

$$\text{Board Diversity (gender or racial) Index} = 1 - \sum P_i^2$$

dove:  $P_i$ : proporzione dei membri del gruppo in ciascuna delle  $i$  categorie.

N.B. L'indice assume valori compresi tra 0 e  $(i-1)/i$ . In particolare è pari a zero quando è rappresentata una sola categoria nel CdA.

- La **reputazione**, invece, è stata calcolata effettuando un questionario<sup>134</sup> ed è definita come "la valutazione o la stima della qualità organizzativa dell'impresa" da parte degli *stakeholders*, attraverso la comparazione tra imprese nel settore "in modo da definirne il prestigio o lo *status*" (Deephouse e Carter, 2005; Fombrun, 1996)<sup>135</sup>.

Dal punto di vista teorico la reputazione si basa sulla **signalling theory** (Certo, 2003; Deutsch e Ross, 2003; Johnson et al., 1996; Waddock, 2000), secondo cui a causa dell'asimmetria informativa l'impresa è stimolata a mandare continuamente dei segnali verso l'esterno (investitori, lavoratori e altri *stakeholders*) che mostrino le proprie competenze e i propri successi in modo da guadagnare reputazione rispetto ai *competitors* e un certo *status* tra il pubblico. Questo discorso è ancora più accentuato nelle imprese quotate per le quali è necessario mostrare la robustezza della propria *governance* (Beatty e Ritter, 1986; Fama e Jensen, 1983).

A tal proposito, secondo la letteratura la *corporate governance* e le stesse caratteristiche e composizione del *board* costituiscono un segnale molto forte verso il pubblico (Certo, 2003; Pfeffer e Salancik, 1978; Certo, 2003). In particolare la diversità di genere e quella razziale costituiscono uno strumento per guadagnare reputazione, in quanto in questo modo le imprese:

1. Si mostrano in grado di soddisfare le varie esigenze del mercato, comprendendo l'ambiente in cui si opera e allineandosi con le diverse attitudini degli *stakeholders*, della forza lavoro e del *management* (Fondas, 2000);
2. Riflettono l'aderenza a norme sociali e culturali di non discriminazione, che offrono credibilità all'organizzazione aziendale (Fondas, 2000; Albinger e Freeman, 2000). In particolare, secondo

<sup>134</sup> Nel questionario si è richiesto di rispondere ai seguenti attributi di *performance*, utilizzando una scala di valutazione da 1 (scarso) a 10 (eccellente): 1. La qualità del *management*; 2. Qualità dei prodotti; 3. Percezione del grado di innovazione; 4. Valore degli investimenti di lungo termine; 5. Solidità finanziaria; 6. Abilità di attrarre, sviluppare e trattenerne le persone; 7. Responsabilità nei confronti della società e sensibilità ambientale; 8. Accortezza nell'utilizzo delle risorse aziendali

<sup>135</sup> Il concetto di reputazione è da non confondersi con quello di "*legitimacy*" che invece definisce un certo grado di aderenza a norme, valori e regole della società (Hirsch e Andrews, 1984; Parsons, 1960), senza effettuare un confronto con le altre imprese nel mercato. Indubbiamente sono termini strettamente connessi tra di loro.

Hillman et al. (2002), gli amministratori afro-americani e le donne hanno maggior probabilità di essere influenti sulla società;

3. Lanciano un segnale esterno di essere particolarmente attente e sensibili ai temi sociali, filantropici e di responsabilità sociale (Fombrun, 2004; Williams, 2003).

- L'**innovazione** infine è definita come “la strategia che fornisce all’impresa nuove opportunità per creare nuovi prodotti e servizi” e come sua *proxy* gli autori utilizzano l’ammontare di **spesa in R&S** (Miller e Triana, 2009). Dal punto di vista teorico il concetto di innovazione si basa sulla **teoria comportamentale dell’impresa** (Cyert e March, 1963) (e sulla teoria della dipendenza dalle risorse) secondo la quale il capitale umano e relazionale presente nell’impresa influenza le decisioni strategiche grazie alla diffusione di informazioni (Cyert e March, 1963) che portano all’implementazione di idee innovative (Amason, 1996; Hillman et al., 2002), inducendo i *managers* a non basarsi esclusivamente sull’esperienza passata (Cyert e March, 1963) e a non focalizzarsi solo sulle aree in cui sono estremamente competenti<sup>136</sup> (Aghion et al., 2013; Hambrick e Mason, 1984).

Secondo Baron e Kenny (1986) per testare la consistenza delle variabili di mediazione sono necessari quattro *step* che vengono schematizzati di seguito (Tabella 4) insieme a quanto emerso dall’analisi di Miller e Triana (2009):

Tabella 4: Schema degli step richiesti per determinare se una variabile è di mediazione e risultati emersi nello studio di Miller et al. (2009)

Test sulle variabili di mediazione	Esito dell’analisi di Miller et al. (2009)
1. La variabile indipendente (diversità di genere e razziale) deve influenzare la variabile dipendente ( <i>performance</i> economiche).	Nel modello testato emerge che non è presente una relazione significativa tra la diversità di genere e le <i>performance</i> aziendali; mentre nel caso di diversità razziale tale relazione è significativa.
2. La variabile indipendente (diversità di genere e razziale) deve influenzare la presunta variabile di mediazione (innovazione e reputazione).	Le variabili che esprimono la diversità di genere e razziale presentano entrambe una relazione positiva con il grado di innovazione aziendale (Ipotesi 1a e 1b), ma per quanto riguarda la reputazione, la relazione risulta positiva solo nel caso di diversità razziale (Ipotesi 2a) e non quella di genere (Ipotesi 2b).
3. La variabile di mediazione (innovazione e reputazione) dovrebbe influenzare la variabile dipendente ( <i>performance</i> economiche) una volta inserite le variabili di controllo.	Poiché l’ipotesi 2a relativa alla relazione tra diversità di genere e reputazione non è verificata, allora il ruolo di mediazione tra la diversità di genere e le <i>performance</i> aziendali offerto dalla reputazione non è verificato (Ipotesi 3c) Al contrario è supportata l’ipotesi di mediazione della reputazione tra la diversità razziale e le <i>performance</i> dell’impresa (Ipotesi 3d). Nel caso della mediazione dell’innovazione invece la relazione con le <i>performance</i> aziendali risulta positiva e significativa solo per la diversità razziale (Ipotesi 3b), ma non per la diversità di genere (Ipotesi 3a), non essendo supportata l’ipotesi nello step 1.

<sup>136</sup> Aghion et al. (2013) dimostrano che le abilità manageriali sono *sector-specific*.

4. La relazione emersa precedentemente al primo step dovrebbe ridursi in presenza della variabile di mediazione.	L'inclusione della reputazione come mediazione porta alla riduzione dell'intensità della relazione tra diversità razziale e <i>performance</i> . L'inclusione dell'innovazione come mediazione tra la diversità razziale e le <i>performance</i> porta alla riduzione della relazione tra questa variabile dipendente e indipendente.
--	--

In sintesi si osserva:

- Una relazione positiva e significativa tra la **diversità razziale** e sia la reputazione che l'innovazione (confermando la *signalling theory* e la teoria comportamentale dell'impresa) i quali quindi rappresentano delle variabili di mediazione tra le *performance* aziendali e la diversità razziale.
- Nel caso della **diversità di genere** invece si osserva una relazione positiva e significativa solamente con l'innovazione (confermando la teoria comportamentale dell'impresa), ma questa non rappresenta una variabile di mediazione con le *performance* aziendali in quanto non emerge una relazione significativa tra la variabile indipendente e dipendente (step 1) che secondo il modello di Baron e Kenny (1986) è necessaria. In riferimento a quest'ultima relazione, vari studiosi hanno trovato risultati contrastanti, anche in base alle variabili di controllo impiegate<sup>137</sup>.

Il fatto che la diversità di genere non abbia mostrato una relazione significativa con la reputazione (*signalling theory*) trova tre possibili motivazioni:

1. Le donne nel *board* generalmente non occupano posizioni di rilievo nella *leadership* aziendale o nel *management* (Dalton et al., 2006; Kesner, 1988; Peterson e Philpot, 2007; Zelechowski e Bilimoria, 2001, 2004), per cui risultano meno efficaci e la loro presenza nel CdA potrebbe non essere un segnale significativo per l'esterno.

Per ridurre tale problematica oggi sono stati effettuati vari interventi governativi nei vari Paesi del mondo. Questo aspetto verrà approfondito nel Capitolo 5.

2. Sono presenti alcune evidenze nella letteratura che mostrano una scarsa associazione delle donne ai fattori che incrementano le *performance* aziendali. Infatti sebbene generalmente le donne siano coinvolte nei progetti filantropici, questo aspetto sociale ha un impatto scarso sulla reputazione aziendale (Williams, 2003).
3. Un'ulteriore spiegazione potrebbe essere legata al maggior beneficio percepito dalla diversità razziale rispetto a quella di genere, soprattutto in un contesto come quello odierno basato molto sulla globalizzazione. L'espansione dell'impresa in Paesi con culture differenti richiede

<sup>137</sup> Gli autori utilizzano come variabili di controllo la diversificazione dei prodotti, il settore di appartenenza, la dimensione e longevità dell'impresa e la liquidità.

Dall'analisi delle variabili impiegate emerge che in media il CdA tende ad essere maggiormente *gender diverse* anziché *racially diverse*. Inoltre si osserva una correlazione positiva e significativa tra la diversità di genere e razziale e sia le *performance* aziendali sia la dimensione dell'impresa, suggerendo che imprese di dimensioni maggiori accolgono al loro interno una maggior diversità. Inoltre si può osservare che la reputazione è correlata positivamente con la diversità razziale, ma non con quella di genere; per quanto riguarda l'innovazione emerge invece una correlazione significativa nel caso della diversità razziale, mentre per quella di genere la correlazione è solo marginalmente significativa.

necessariamente la comprensione dell'ambiente locale e questo è reso più facile grazie al valore apportato dalle minoranze razziali presenti nel *board*, piuttosto che dalla presenza di una diversità di genere (Ibarra, 1995; Richard, 2000).

Uno studio più approfondito della relazione tra la diversità di genere e le *performance* dell'impresa è stato effettuato nel paragrafo 3.2 del Capitolo 3, distinguendo tra mercato italiano e statunitense, mentre i risultati sulla relazione tra diversità razziale e *performance* verranno presentati nel Capitolo 6.

A fronte di questa breve analisi occorre comunque presentare due osservazioni:

1. Innanzitutto viene presa in considerazione una sola tipologia di innovazione, ossia quella di prodotto e in particolare è stata misurata analizzando gli investimenti effettuati in R&S (input) dalle imprese. Nonostante questi siano comunemente utilizzati come *proxy* dell'innovazione, potrebbero non catturare del tutto la relazione con le *performance* dell'impresa per le motivazioni sopra indicate (su input-output): sarebbe quindi più opportuno prendere in considerazione ad esempio il numero di brevetti e/o citazioni dei brevetti raggiunte o gli annunci di nuovi prodotti;
2. Un'ulteriore osservazione è relativa alla teoria della massa critica: gli autori del *paper* non hanno effettuato un'analisi considerando il numero minimo di donne che permetterebbe loro di non essere semplicemente dei *token*, e di contribuire con le proprie idee.

#### ➤ **Il numero di brevetti e citazioni come *proxy* della qualità dell'innovazione (output)**

Come indicato nel primo paragrafo del seguente capitolo per misurare l'efficienza degli investimenti in R&S, una possibile soluzione potrebbe essere quella di considerare il numero di brevetti posseduti dall'impresa o, ancora meglio il numero di citazioni presenti nello stato dell'arte dell'invenzione brevettata<sup>138</sup> (Jaffe, 1989; Acs et al., 1992). Più specificatamente secondo Hall et al. (2005) e altri studiosi il **valore di mercato** dell'impresa non dipende solo dall'intensità della spesa in ricerca e sviluppo (rapporto tra spesa in R&D e *asset* totali dell'impresa), ma anche dal rendimento dei brevetti posseduti (rapporto tra lo *stock* di brevetti e la spesa di R&S) e dalla loro importanza (rapporto tra numero di citazioni e brevetti

---

<sup>138</sup> Quest'ultima misura (numero di citazioni ottenute) risulta migliore della prima in quanto il numero di brevetti dell'impresa varia considerevolmente in base all'importanza e al valore dello sviluppo tecnologico ottenuto (Jaffe, Trajtenberg e Henderson, 1993), oltre al fatto che non tutte le innovazioni vengono brevettate (perché non soddisfano i requisiti di brevettabilità o perché l'impresa decide di ricorrere ad altri meccanismi di tutela come ad esempio il segreto industriale). Infatti Shane (1993) trova evidenza del fatto che le citazioni dei brevetti hanno un impatto più significativo nella misura del valore della Q di Tobin, rispetto al numero di brevetti, e che sono anche maggiormente correlate alla spesa in ricerca e sviluppo. A causa quindi delle seguenti motivazioni il numero di brevetti non sempre cattura adeguatamente la produttività dell'innovazione (Trajtenberg, 1990; Hall, Jaffe e Trajtenberg, 2005) e alcuni studiosi preferiscono utilizzare come misura dell'innovazione il numero di citazioni ricevute sui brevetti concessi.

I vantaggi derivanti dalle citazioni riguardano le importanti informazioni (Hall et al., 2005) che ne derivano e sono di tipo:

- **Tecnologico** relativi agli *spillover* e i link tra le varie invenzioni, gli inventori, l'anno e il luogo dell'invenzione;
- **economico**: indicazione dell'*importanza* e del *valore* di ogni brevetto. Se infatti un'invenzione tecnologica riceve molte citazioni significa che è un'innovazione di valore.

Gli svantaggi invece sono legati ai problemi di "troncamento" (invenzioni meno recenti riceveranno meno citazioni e quindi non sono direttamente comparabili in termini di valore con quelli più recenti) e al fatto che un brevetto richiede del tempo prima che venga concesso e vengano accumulate informazioni sostanziali sulle citazioni ricevute (quindi l'analisi basata sulle citazioni non può essere utilizzata per valutare innovazioni molto recenti).

dell'impresa)<sup>139</sup>. Nello studio condotto da Hall et al. (2005) emerge che queste tre misure (R&S, brevetti e citazioni) hanno un significativo impatto positivo sulla **Q di Tobin** e che:

- le imprese che in media possiedono un **numero di citazioni** superiore al numero mediano per ogni brevetto (cioè 6), registrano un significativo incremento del valore di mercato, nello specifico: se possiedono da 7 a 10 citazioni per brevetto l'incremento è del 10%; se ne possiedono da 11 a 20 l'incremento è del 35%; infine se le citazioni sono superiori a 20 il valore di mercato di queste imprese è il 54% più elevato di quello che avrebbero ottenuto basandosi esclusivamente sulla spesa in R&D e sui brevetti posseduti. In generale l'incremento marginale del valore di mercato dell'impresa a seguito dell'ottenimento di un'ulteriore citazione è molto elevato (3%), in quanto generalmente è estremamente difficile ottenerla (Hall et al., 2005);
- in generale si osserva tra i **settori** una differenza significativa in termini di impatto dei rendimenti delle citazioni sul valore di mercato dell'impresa: quelle che registrano l'incremento di valore superiore si concentrano nei settori dell'informatica, dell'elettronica, nel farmaceutico e nei settori industriali per apparecchi medici e dei semiconduttori;
- le **self-citation** (cioè quando l'impresa cita un'invenzione realizzata all'interno della propria organizzazione aziendale) hanno un valore superiore rispetto alle citazioni di brevetti esterni, in quanto in questa circostanza l'impresa si trova in una forte situazione competitiva per quella particolare tecnologia ed è nella posizione di poter internalizzare gli *spillover*<sup>140</sup> generati dalla propria invenzione a un costo relativamente basso (in quanto non deve acquisire conoscenza dall'esterno). Tale valore però diminuisce con l'incremento della dimensione del portafoglio di brevetti detenuto dall'impresa (e quindi con la dimensione dell'impresa stessa).



#### ➤ **L'influenza della diversità di genere nel CdA sulla qualità dell'innovazione**

Dopo aver analizzato l'efficacia di alcune misure utilizzate da un'ampia letteratura accademica per esprimere la produttività degli investimenti in R&S è possibile esaminare gli aspetti che erano stati trascurati nell'analisi precedente. Jie Chen et al. (2015) offrono un contributo rilevante in questi termini, in quanto analizzano l'impatto della diversità di genere sull'innovazione espressa sia mediante un'ottica *input-oriented* (logaritmo della spesa in R&S) sia di tipo *output-oriented* (brevetti e citazioni raggiunte) catturando la produttività dell'innovazione stessa. In secondo luogo nel seguente paragrafo si cercherà di comprendere se i risultati emersi impattano sulle *performance* aziendali espresse in termini di **ROA** e **Q di Tobin**.

---

<sup>139</sup> Non è possibile comunque affermare con certezza che la correlazione tra l'innovazione, espressa mediante le citazioni, e il valore dell'impresa sia più intensa rispetto al caso in cui l'innovazione è espressa tramite la spesa in R&S, in quanto generalmente le imprese a seguito del successo di un'innovazione effettuano ulteriori investimenti in R&S.

<sup>140</sup> Nel caso di un'invenzione non propria gli *spillover* che ne derivano sono distribuiti tra varie imprese, compresi i *competitors*.

Come misura della diversità di genere non si è utilizzata solamente la frazione di amministratrici rispetto al totale di consiglieri, ma anche la somma delle *tenure* delle amministratrici rispetto al totale delle *tenure* di tutti i consiglieri. Il vantaggio prevalente è che i consiglieri con *tenure* superiore hanno un ruolo di monitoraggio più attivo (ad esempio sono più incentivati a richiedere informazioni aggiuntive, prendere iniziative e a votare contro altri amministratori qualora le loro *performance* non siano soddisfacenti).

Dall'analisi descrittiva del campione utilizzato (1224 imprese nel corso degli anni che vanno dal 1998 al 2006), dopo aver effettuato una suddivisione tra imprese con e senza almeno un amministratore di sesso femminile, emerge che in quest'ultimo sottocampione il numero medio di brevetti è doppio e quello di citazioni è 1.5 volte maggiore. La differenza è statisticamente significativa suggerendo che la diversità di genere incrementa l'innovazione. Emerge inoltre che le imprese con amministratori donne sono di dimensioni maggiori, hanno un livello di indebitamento maggiore, una Q di Tobin minore, migliori *performance* in termini di ROA, un numero maggiore di amministratori indipendenti e *asset* tangibili superiori. Questi risultati sono consistenti con quanto ottenuto da Adams e Ferreira (2009): un'analisi approfondita è stata presentata nel Paragrafo 3.2 del Capitolo 3.

Analizzando invece i risultati econometrici emerge che:

- le misure utilizzate per esprimere la diversità di genere sono positivamente correlate con la **spesa in R&S** e che le imprese che ottengono maggior **successo innovativo** (espresso in termini di brevetti e citazioni) sono proprio quelle che hanno una maggior diversità di genere.
- la seguente relazione tra la diversità di genere e l'innovazione è più intensa quando la **competizione** sul mercato dei beni è più debole e quando i *manager* sono più **consolidati**<sup>141</sup> all'interno dell'impresa: ciò è consistente con l'ipotesi (*quiet life*<sup>142</sup>) secondo cui le donne incrementando il controllo sui *manager* migliorano il loro incentivo a innovare.
- Esaminando l'influenza del successo innovativo (output) ottenuto dalla diversità di genere sulle **performance** dell'impresa i risultati mostrano che in **media** la **relazione non è significativa** né con il ROA né con la Q di Tobin.

Quest'ultima evidenza, che sembra suggerire che la diversità di genere non aggiunga valore all'impresa, non è particolarmente sorprendente vista l'ambiguità derivante dalla diversità di genere e le *performance* aziendali. Per poter però investigare meglio e capire se l'eventuale valore (ROA e Q di Tobin) derivante

---

<sup>141</sup> Come misura del consolidamento del *management* gli autori del *paper* utilizzano la CEO *tenure*: il consolidamento dovrebbe aumentare con la *tenure* del CEO, in quanto più questa è lunga più il CEO ha possibilità di incrementare il proprio potere interno (Finkelstein e Hambrick, 1989).

<sup>142</sup> L'ipotesi della *quiet life* predice che l'efficacia della *diversità* di genere nel controllo delle decisioni di investimento in innovazione da parte del *management* dovrebbe essere più intenso nelle imprese in cui il CEO ha una *tenure* superiore.

dalla diversità di genere sia legato all'importanza dell'innovazione nella strategia aziendale o meno, sono state fatte ulteriori analisi suddividendo il campione tra imprese *IP-intensive*<sup>143</sup> e *non-IP-intensive*.

Dai risultati emerge che la diversità di genere conduce a maggior innovazione (relazione positiva e significativa) per quelle imprese in cui l'innovazione è un fattore importante (imprese *IP-intensive*), mentre la relazione non risulta significativa (è addirittura negativa) nel caso contrario.

Ne consegue che nei **settori** in cui l'innovazione è determinante per la crescita dell'impresa e quindi si investe molto in R&S, un maggior successo innovativo (brevetti e citazioni) si traduce in *performance* aziendali superiori (sia in termini di ROA che di Q di Tobin)<sup>144</sup>.

Ulteriori evidenze mostrano che nei settori *high-tech* si osserva una maggiore diversificazione dei mercati e che le variabili di *demand pull*, *market share* e *cooperation* non giocano un ruolo significativo; mentre in quelli *low-tech* emerge una maggiore quota di mercato e l'effetto dell'incremento dell'intensità della spesa in R&S sulle vendite e sull'innovazione è più pronunciato rispetto ai settori *high-tech*<sup>145</sup> (Mairesse e Mohnen, 2005). In entrambe le tipologie di settori i fattori dimensionali dell'impresa non sono significativi per ottenere un elevato livello di innovazione (di prodotto e processo) e la spesa in R&S è maggiormente correlata con le misure di innovazione anziché con la dimensione dell'impresa.

Tuttavia, come presentato nel Paragrafo precedente, non si può affermare con certezza che il grado di innovazione superiore ottenuto sia legato esclusivamente ad un maggior investimento in ricerca e sviluppo perché anche controllando questa variabile, la diversità di genere rimane correlata positivamente con il successo innovativo. Per tale ragione si è testata l'efficacia del ruolo di *monitoring* delle amministratrici, suddividendole tra:

- ***insider* e *outsider***: i risultati hanno mostrato che l'effetto positivo sull'innovazione deriva dalla presenza di amministratrici indipendenti (*outsider*), coerentemente con il fatto che queste garantiscono maggior controllo (*life theory*). Questa evidenza quindi è in contrasto con il filone che afferma che siano proprio gli *insider* dell'impresa quelli che introducono maggiormente un'innovazione di prodotto, in quanto hanno una maggior conoscenza del *business* aziendale (Hoskisson *et al.*, 2002; Holmstrom, 1989).

Anche nello studio condotto da Fabrice Galia e Emmanuel Zenou (2013), emerge una relazione tra l'innovazione (di prodotto) e la proporzione di amministratori indipendenti nel *board* (oltre che con la dimensione del CdA), ma in questo caso il legame era debolmente negativo: nell'analisi era stato effettuato un confronto sull'incidenza della diversità di genere nelle varie tipologie di innovazione

---

<sup>143</sup> Le imprese *IP-intensive* sono quelle che generano una quantità di proprietà intellettuale elevata, innovano, hanno molti brevetti, copyrights e registrazione di marchi.

<sup>144</sup> I seguenti risultati sono significativi e consistenti anche utilizzando altri metodi econometrici per affrontare il problema dell'endogeneità e suddividendo il campione in maniera differente.

<sup>145</sup> <sup>145</sup> In generale però le differenze inter-settoriali sono meglio spiegate, dall'ammontare di spese in R&S in termini di intensità di innovazione, nella categoria di imprese *low-tech* (Mairesse e Mohnen, 2005).

(prodotto, processo, marketing e innovazione). Un approfondimento delle evidenze di questo studio è presentato nel paragrafo successivo in cui viene analizzata l'innovazione organizzativa.

- **co-opted e non-co-opted**<sup>146</sup>: i risultati mostrano che l'effetto positivo della diversità di genere sull'innovazione deriva dalle amministratrici *non-co-opted* le quali sono relativamente più efficaci nell'attività di *monitoring*.
- **busy directors e non-busy directors**: se da una parte i primi essendo più "impegnati" potrebbero non effettuare un'attività di monitoraggio efficace (Core, 1999), d'altra parte possiedono maggior esperienza e *skills* e sono meglio connessi con l'ambiente esterno (*network theory*) per cui possono offrire un supporto e consigli superiori (Field et al., 2013). I risultati di Jie Chen et al. (2015) mostrano che l'effetto positivo della diversità di genere sull'innovazione è maggiore per le amministratrici *non-busy*.

In conclusione, i risultati mostrano che la diversità di genere incrementa il livello di innovazione non in virtù di una maggior eterogeneità, ma per l'ipotesi di *quiet life* e, coerentemente con Adams e Ferreira (2009), la diversità di genere aggiunge valore in alcune circostanze, più precisamente nei settori in cui l'innovazione e la creatività giocano un ruolo significativo per mantenere il vantaggio competitivo dell'impresa (*innovation-intensive*). Si può dunque intuire l'importanza della composizione del CdA (in termini di genere) e come questa dipenda dalla qualità della *governance* e dalle decisioni aziendali (Adams e Ferreira, 2009; Gul et al., 2011; Huse et al., 2006).

#### 4.4 Studi sull'innovazione organizzativa

##### ➤ L'innovazione organizzativa e la teoria della massa critica

Analizzando invece il secondo aspetto messo in evidenza nell'ultimo punto del Paragrafo 4.3, tra gli studiosi relativi alla **massa critica**, non si possono non citare Torchia et al. (2011) che, diversamente dagli studi precedenti in cui la misura della diversità era espressa mediante il *rapporto* delle donne amministratrici o semplicemente secondo la *presenza* di figure femminile nei CdA aziendali (*dummy*), si focalizzano sul **numero di amministratrici** (o più in generale sulla dimensione del gruppo di minoranza) necessario per raggiungere la massa critica. In altri termini gli autori hanno cercato di comprendere quale sia il numero di donne sufficiente per influenzare il valore dell'impresa e offrire un contributo alle *performance* aziendali.

Più nello specifico l'obiettivo è quello di verificare se l'aumento delle donne nei CdA conduce ad un incremento della massa critica e *in che misura* le donne possono avere un impatto sul grado di

---

<sup>146</sup> Le amministratrici *co-opted* (o *non-co-opted*) sono quelle che hanno ricoperto l'incarico prima (o dopo) la nomina del CEO.

innovazione dell'impresa: cioè se la massa critica a sua volta contribuisce in modo sostanziale ad incrementare l'innovazione dell'impresa, attraverso la mediazione di attività strategiche specifiche.

Come affermato in precedenza la maggior parte degli studi presenti nella letteratura sembrano non offrire una risposta esaustiva e una delle maggiori difficoltà riscontrate è proprio quella di individuare una relazione *diretta* tra la diversità di genere e le *performance* dell'impresa<sup>147</sup>. Proprio per questo motivo nel seguente *paper* è stato analizzato ciò che avviene all'interno della "*black box*" del comportamento degli amministratori, passando attraverso uno *step* intermedio di analisi, ossia quello del ruolo di mediazione svolto dalle attività strategiche<sup>148</sup> del consiglio di amministrazione. Molti studi ritengono infatti che le attività svolte nel CdA<sup>149</sup> influenzano la relazione esistente tra le varie caratteristiche del *board* e il livello di *output* dell'impresa, permettendo alle imprese di acquisire e mantenere un vantaggio competitivo nel settore (Andrews, 1981) quando vi è un livello di innovazione organizzativa dell'impresa adeguato.

Prima di entrare nel merito dell'analisi occorre però sottolineare che sebbene il *focus* sull'innovazione sia storicamente di tipo *economico* (Nystrom, 1980; Scherer, 1984), quando si analizza la diversità all'interno del consiglio di amministrazione e l'impatto sul valore aziendale la fonte innovativa principale è di tipo *sociale* (Burns e Stalker, 1961; Zaltman et al., 1973). Per tale motivo nello studio di Torchia et. (2011) è stato analizzato uno specifico aspetto dell'**innovazione**, ossia quello **organizzativo** inteso come l'impegno e la capacità aziendale di adottare idee e comportamenti che sono considerati innovativi per l'impresa (Daft, 1978; Damanpour, 1996; Damanpour e Evan, 1984) al fine di sviluppare e introdurre, in base alla differente *percezione* posseduta dai membri coinvolti, nuovi prodotti, processi e sistemi organizzativi (Zahra et al., 2000). Essendo quindi un'attività "*people-oriented*", basata su processi innovativi di tipo cognitivo (Kimberly e Evanisko, 1981) e su interventi mentali (Hodgkinson, 2003), risulta maggiormente influenzata dalle specifiche caratteristiche individuali dei membri del *board* e in particolare dalla presenza di figure femminili. Per tale motivo, secondo alcuni studiosi, quando si esamina il contributo apportato dalle donne amministratrici al grado di innovazione ha più senso ragionare in termini di innovazione organizzativa anziché di prodotto o processo.

Entrando ora nel merito dello studio effettuato da Torchia et al. (2011), basato su un questionario condotto su 2954 imprese norvegesi tra la fine del 2005 e la prima metà del 2006<sup>150</sup>, si possono distinguere due ipotesi:

---

<sup>147</sup> Mariateresa Torchia, Andrea Calabro', Morten Huse, *Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass*, (2011).

<sup>148</sup> Gli autori del *paper* definiscono un'attività strategica come il *grado* con cui i membri dei consigli di amministrazione sono coinvolti nel processo strategico, inteso come sviluppo di *mission* aziendali e di formulazione e implementazione di strategie (Zahra e Pearce, 1990).

<sup>149</sup> Le attività aziendali sono generalmente classificate in attività strategiche, di servizio e di controllo (Huse, 2007; Stiles e Taylor, 2001; Zahra e Pearce, 1989), ma le prime sono quelle considerate più importanti in questi termini in quanto si riferiscono ad aspetti più complessi e multidimensionali che richiedono elevate *skills* per poter prendere decisioni nel lungo termine e raggiungere gli obiettivi prefissati (Andrews, 1981; Baysinger e Hoskisson, 1990; Pugliese et al., 2009; Zahra e Pearce, 1990).

<sup>150</sup> Il campione di riferimento è stato di 317 imprese con *board* di dimensioni comprese tra 6 e 12 (sono state escluse le imprese di piccole dimensioni).

- **Ipotesi 1:** al fine di individuare la dimensione della **massa critica**, gli autori del *paper* hanno voluto testare la relazione diretta tra le diverse dimensioni del gruppo di minoranza (variabili indipendenti: 1,2,3 donne) nel consiglio di amministrazione e il grado di innovazione organizzativa dell'impresa (variabile dipendente). Aumentando progressivamente il numero di donne, si è osservato che la massa critica nei *board* aziendali si raggiunge con almeno tre figure femminili, confermando quindi i risultati emersi nella letteratura precedente<sup>151</sup>.
- **Ipotesi 2:** è relativa al ruolo di mediazione delle attività strategiche nella relazione tra la massa critica delle donne e il grado di innovazione organizzativa dell'impresa, ossia si è cercato di determinare l'impatto che tali attività generano sul grado di innovazione.

La rappresentazione grafica del modello utilizzato è visibile in Figura 6.

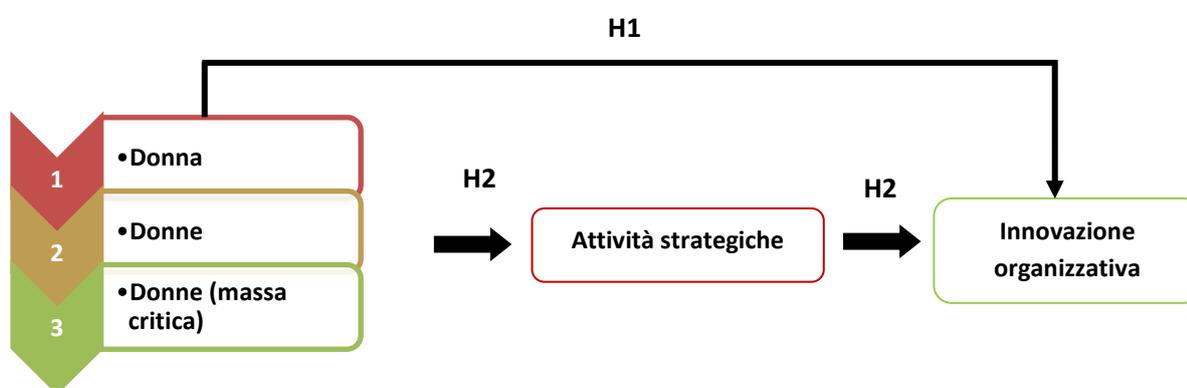


Figura 8: Modello di ricerca e ipotesi testate

Coerentemente con quanto sostenuto da Kanter nei suoi studi e in linea con i risultati di altri autori, una volta raggiunta la massa critica per le donne nel CdA, Torchia et al. (2011) trovano conferma di entrambe le ipotesi introdotte. Si osserva in particolare una relazione positiva tra l'innovazione organizzativa (variabile dipendente) e la diversità di genere (variabile indipendente) e che il contributo delle amministratrici dipende dalla dimensione del gruppo di minoranza: la massa critica è ottenuta con almeno tre donne nel *board*. Tale relazione decresce o scompare del tutto con l'introduzione della variabile di mediazione (variabile dipendente: attività strategiche del *board*) che risulta correlata positivamente con la variabile di massa critica (variabile indipendente).

Queste evidenze mostrano l'importanza del raggiungimento della massa critica per le donne nel dibattito sull'eterogeneità del CdA aziendale al fine di poter beneficiare dalla diversità di valore, prospettive, *background* e *skills* che apportano nel *board*. Occorre però fare due osservazioni:

<sup>151</sup> Per poter effettuare questa analisi è stata di fondamentale importanza la scelta della nazione di riferimento: la Norvegia è infatti uno dei pochi paesi al mondo con un numero sufficientemente elevato di imprese che presentano una diversità di genere tale da superare il *tokenism*. Ciò ha permesso di poter condurre lo studio adeguatamente, individuando imprese con un consiglio di amministrazione composto da 1, 2 e 3 donne.

- L'analisi non cattura gli effetti relativi alla legislazione sulle quote rosa del 2005 nel mercato norvegese in quanto il tempo trascorso risulta talmente breve da non riuscire a osservare risultati significativi: le decisioni di innovazione richiedono infatti del tempo per essere implementate e messe in atto (Mairesse e Mohnen, 2005). Per tale ragione potrebbe essere interessante confrontare il seguente *paper* con ulteriori studi successivi che esaminano anche l'eterogeneità all'interno dello stesso gruppo di minoranza e non considerano l'identità di genere rigida e definita da un numero limitato di caratteristiche. In questo *paper* non viene infatti considerata la diversità in termini di razza, età, *status* sociale, classe sociale, titolo di studio ecc. all'interno di ciascun gruppo.

Alcune delle seguenti caratteristiche verranno analizzate nei capitoli successivi.

- Infine come già sottolineato precedentemente, questo articolo ha analizzato solamente uno dei tanti componenti dell'innovazione, ossia quello organizzativo. Per poter avere un quadro più completo possibile sarebbe quindi opportuno poter esaminare anche ulteriori tipologie di innovazione.

- Inoltre sarebbe interessante approfondire le *strategie* organizzative e i *processi* organizzativi aziendali che le imprese dovrebbero implementare per mitigare l'eventuale effetto negativo della diversità e facilitare l'interazione delle minoranze, per sviluppare maggiori conoscenze e la competitività nel mercato (aspetti che sono ritenuti fondamentali nell'analisi degli effetti generati dalla diversità razziale) (Richard et al., 2007). Anche focalizzarsi sulla diversità *comportamentale* degli amministratori: questa contribuisce all'efficacia dei processi del CdA e potrebbe essere più importante ai fini delle *performance* finanziarie dell'impresa rispetto alla diversità demografica, sebbene queste due dimensioni in un certo senso siano connesse tra di loro (Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2010). Sarebbe quindi opportuno integrare le teorie sui comportamenti organizzativi con quelle economico-strategiche.

- Evidenziare sotto quali *condizioni* la diversità incrementa o diminuisce le *performance* aziendali e quali sono gli altri fattori di contesto (e non), che potrebbero ridurre l'effetto negativo (Richard, 2000; Richard et al., 2007). Ad esempio gli studi effettuati potrebbero essere estesi prendendo in analisi altre considerazioni come le influenze politiche e legali o variabili come la *creatività* e la *flessibilità* che potrebbero essere dei mediatori importanti tra la diversità e le *performance* aziendali.

#### 4.5 Studi su differenti tipologie di innovazione

A tal proposito si è ritenuto appropriato approfondire questi aspetti attraverso il *paper* intitolato "*Does board diversity influence innovation? The impact of gender and age diversity on innovation types*"<sup>152</sup>, il cui contributo alla letteratura è dovuto prevalentemente all'analisi della relazione tra varie forme di **diversità del board** (variabili indipendenti: **genere** ed **età**) e le differenti **tipologie di innovazione** (variabili dipendenti).

---

<sup>152</sup> Fabrice Galia e Emmanuel Zenou, *Does board diversity influence innovation? The impact of gender and age diversity on innovation types*, 2013.

Si possono distinguere i seguenti tipi di innovazione:

- Innovazione di prodotto: si intende il contributo che l'impresa ha apportato nello sviluppo di un nuovo prodotto o servizio che prima non esisteva sul mercato o nell'introduzione di un'innovazione sostanziale al funzionamento di quel dato prodotto o servizio.
- Innovazione di processo: si riferisce ai significativi miglioramenti di metodi osservati per la produzione o fornitura di beni e servizi. Include varie dimensioni come l'investimento in ricerca e sviluppo, la cooperazione, gli studi di mercato, l'identificazione dei bisogni dei clienti, i processi di produzione, l'organizzazione del lavoro, l'impegno dei lavoratori e la commercializzazione. Coinvolgono quindi principalmente le sfere tecniche e operative e sono escluse la maggior parte dei cambiamenti organizzativi e *manageriali* (Ballot et al., 2012).
- Innovazione di organizzazione: è definita come l'introduzione di un nuovo processo di gestione (ad esempio *knowledge management, quality management* ecc.) dell'impresa e della sua organizzazione (organizzazione in *team, power delegation*, sistemi di formazione ecc.) o del modo di organizzarsi ad esempio attraverso nuove alleanze, *partnership*, subcontratti con fornitori o altre imprese.
- Innovazione di marketing: è intesa come modifica del concetto di *marketing* o della strategia aziendale (ad esempio attraverso un significativo cambiamento di posizionamento nel mercato, *design, packaging*, nuove tecniche promozionali, di vendita ecc.).

Questa distinzione è particolarmente importante in quanto permette di osservare i vari benefici dell'eterogeneità nel CdA sulla complessità della strategia innovativa (OECD, 2005; Mairesse and Mohnen, 2005; Ballot et al., 2012), che non può essere limitata alla sola innovazione di prodotto. Quindi diversamente dai molti studi precedenti che si sono basati sul concetto tradizionale di innovazione (R&D, brevetti, pubblicazioni, numero di progetti innovativi, percentuale di prodotti innovativi sul mercato), in questo *paper* si analizza la probabilità di introdurre all'interno dell'impresa una qualunque tipologia di innovazione che possa portare a maggiori *performance* (Mairesse and Mohnen, 2005; Mohnen and Roller, 2005; Laursen and Foss, 2003).

Nell'analisi di Fabrice Gala e Emmanuel Zenou (2013), i dati qualitativi relativi all'innovazione sono stati raccolti dal *database* realizzato nella ricerca CIS 6 (6th *Community Innovation Survey*<sup>153</sup>) del 2008, mentre i dati concernenti gli amministratori come l'età, il sesso e la loro indipendenza sono stati recuperati dai *report* aziendali annuali. Il campione esaminato ha coinvolto 176 imprese francesi e coprono tutti i settori dell'economia privata (periodo di analisi dal 2006 al 2008).

---

<sup>153</sup> La CIS è stata condotta dal Ministero dell'Economia, della Finanza e dell'Industria Francese (SESSI – “*Service des.Études et Statistiques Industrielles*”).

Dall'analisi descrittiva del campione emerge che l'innovazione maggiormente implementata dalle imprese è quella di prodotto (64,8%), seguita da quella di processo, poi quella organizzativa e infine quella di marketing. In particolare si osserva che le imprese che appartengono al settore manifatturiero generano maggior innovazione di prodotto rispetto a quelle appartenenti ad altri settori e che l'80% delle imprese ha introdotto almeno una tipologia di innovazione<sup>154</sup>. Queste evidenze sono confermate da Mairesse e Mohnen (2005) che analizzando (mediante intervista: CIS 3 Survey) l'effetto degli investimenti in R&D sull'innovazione di prodotto e processo in un campione di imprese francesi operanti nel settore manifatturiero negli anni 1998 e 2000 osservano che:

- effettuando una distinzione tra imprese *innovative* (cioè quelle che hanno introdotto effettivamente un'innovazione di prodotto o di processo) e *non-innovative* emerge che le prime sono maggiormente *product innovator* (80,7% contro il 55,8% di imprese *process innovator*);
- distinguendo inoltre tra imprese che effettuano sostanziali spese in R&S (*R&D performers*) e non, tali percentuali sono più alte (89,8% e 57,5%);

Analizzando le evidenze empiriche dei modelli di F. Galia e E. Zenou (2013), coerentemente con la letteratura, emerge che le caratteristiche del CdA influenzano il grado di innovazione dell'impresa, ma in maniera più debole per quegli aspetti che sono considerati più operativi e meno impattati dai cambiamenti strategici. Più precisamente i risultati ottenuti dagli autori hanno dato evidenza dell'influenza della diversità del *board* su tutte le forme di innovazione eccetto su quella di processo.

Per quanto riguarda l'innovazione di *marketing* si è evidenziata una correlazione positiva con la diversità di genere, mentre per quella di prodotto è risultata negativa. Infine se si considera l'innovazione organizzativa la relazione osservata è positiva ma non statisticamente significativa.

- Nel caso dell'innovazione di marketing l'evidenza supporta l'idea secondo cui le donne apportano un contributo significativo al *board* in termini di prospettiva di analisi, esperienza e conoscenza, in virtù della maggior comprensione del comportamento e dei bisogni del consumatore e delle varie opportunità che le imprese hanno per soddisfare le esigenze dei clienti (Kang, 2007; Mahadeo et al., 2012).
- Il fatto però che la relazione positiva con l'innovazione organizzativa non risulta significativa permette di postulare che in realtà l'innovazione di *marketing* include parzialmente qualche dimensione di "people-oriented" relativa all'innovazione organizzativa. Anche Ballot et al. (2012) affermano che può esistere qualche sovrapposizione tra queste due tipologie di innovazione.

---

<sup>154</sup> Tali risultati sono in linea con gli esiti di altri studiosi, sebbene le percentuali riguardanti l'innovazione di prodotto sembrano essere più alte nello studio di Fabrice Galia e Emmanuel Zenou (2013): se si considera ad esempio Ballot et al. (2012) emerge che, tra il 2002 e il 2004, il 52% delle imprese francesi nel campione ha implementato un'innovazione di prodotto, il 75% di processo e il 68% di organizzazione. Østergaard et al., invece mostrano che tra il 2003 e il 2005 solamente il 55% delle imprese del loro campione ha effettuato un'innovazione di prodotto.

- In riferimento al risultato emerso sull'innovazione di prodotto, l'evidenza risulta in contrasto con quelle di Østergaard et al. (2011) che avevano trovato, in un campione di imprese danesi, una correlazione positiva tra la diversità di genere e la probabilità di introdurre nuovi prodotti o servizi.
- Analizzando infine l'innovazione di processo, emerge che è significativamente spiegata dalla variabile di controllo "*cooperazione*" intesa come la condivisione di conoscenze e informazioni innovative, sia all'interno dell'impresa sia tra i *partners* (*competitors*, clienti, fornitori, università). Come si può dunque osservare è meno influenzata dall'orientamento strategico interno del *board*. Questa spiegazione è coerente con le evidenze mostrate dai risultati degli autori del *paper*.

In tutti i modelli analizzati, le varie tipologie di innovazione hanno mostrato una relazione significativamente positiva con la variabile di controllo *training*, ciò è in linea con il fatto che l'implementazione dell'innovazione richiede *skills* e competenze ben precise.

#### 4.6 Conclusioni

Il seguente Capitolo si è focalizzato sull'importanza della diversità all'interno del Consiglio di Amministrazione delle società quotate mediante un'analisi della letteratura accademica che ha studiato l'impatto della *board diversity* sulle decisioni strategiche d'investimento in innovazione.

Tuttavia, nonostante l'importanza di investigare le dinamiche del *board* e le caratteristiche dei suoi membri, in un'ottica di influenzare il grado di innovazione dell'impresa, nella letteratura si è data poca enfasi al contributo che la diversità di genere fornisce nell'analisi di differenti tipologie di innovazione aziendale (Zahra et al., 2000; Miller and Triana, 2009).

## CAPITOLO 5

# GENDER DIVERSITY NEL CDA E NEL MERCATO DEL LAVORO – INTERVENTI LEGISLATIVI

---

### 5.1 Premessa

Riprendendo la prospettiva macroeconomica sui vantaggi dell'eterogeneità di genere nei *board* aziendali, nel seguente Capitolo si cercherà di offrire una breve panoramica del contesto storico-sociale in cui si inserisce la donna nel mercato del lavoro e più nello specifico all'interno del consiglio di amministrazione nei mercati relativi alle aree territoriali dell'Italia (Paragrafo 5.3), dell'Europa (Paragrafo 5.4) e degli Stati Uniti (Paragrafo 5.5), in modo da comprendere meglio il quadro di analisi e offrire una spiegazione del perché al giorno d'oggi le donne costituiscono ancora una minoranza (Paragrafo 5.2).

Per ciascun mercato sopra menzionato verrà presentata un'analisi delle normative e degli interventi legislativi il cui obiettivo prioritario è quello di trovare una soluzione concreta a favore di una maggior occupazione delle donne nel mercato del lavoro e della loro partecipazione alla vita pubblica, in particolare all'interno dei CdA aziendali, senza ridurre il potere e l'efficacia attuale dei *board*, né diminuendo il valore o il ritorno degli azionisti.

I liberi meccanismi di mercato spesso difficilmente permettono il raggiungimento di una parità di opportunità, a causa in parte delle profonde disuguaglianze nelle strutture di potere. Per tale ragione sembra necessario l'intervento governativo a favore delle minoranze, attraverso riforme e azioni mirate contro le discriminazioni. In tale contesto si introduce il concetto di "quote rose": si tratta di regole legislative che richiedono il raggiungimento di una certa percentuale di donne nella composizione di alcuni organi, sulla cui legittimità si discute ancora molto. Sicuramente però si può affermare che l'aumento degli amministratori donna ha contribuito a modificare le caratteristiche interne dei CdA, in quanto, imponendo dei **vincoli sulla composizione del board**, ne risulta influenzato il valore della società e quindi il valore per gli azionisti (Adams, Gray e Nowland, 2010).

### 5.2 Quadro generale delle donne nel mondo del lavoro

Nel contesto internazionale, ma soprattutto quello italiano, si può osservare come la figura femminile abbia ancora oggi un ruolo molto marginale nella società, in particolare nei posti al vertice dell'impresa: in generale i divari riguardano gli aspetti relativi all'accesso al mercato del lavoro, alla carriera, all'iniziativa imprenditoriale e al livello di retribuzioni.

### ➤ Fattori culturali

Le cause delle difficoltà che caratterizzano le figure femminili nel mercato del lavoro sono in parte dovute a fattori culturali che hanno sempre visto la donna nella società legata unicamente al lavoro domestico e alla cura dei figli, senza alcuna possibilità di accedere alla sfera pubblica e politica e alle decisioni di carattere sociale. Diversamente dal passato però queste discriminazioni, oggi, non riguardano *vincoli* di carattere politico e sociale, quanto piuttosto ostacoli che la donna si trova a dover affrontare, legati prevalentemente a **pregiudizi sociali** e mentali della società che condizionano profondamente le loro scelte di attività professionali<sup>155</sup>. Tali aspetti sono maggiormente accentuati nelle imprese operanti nei settori privati caratterizzati da una forte componente economico-finanziaria dove la figura maschile, culturalmente è sempre stata molto pervasiva.

Nel corso degli anni sono stati molti gli sforzi da parte delle donne volti a superare questa mentalità che la subordinava all'autorità maschile e sono stati necessari parecchi secoli per poter conquistare pienamente quei diritti civili, politici e sociali che consentono a chiunque di affermarsi pienamente, non solo in ambito privato ma anche in quello pubblico. La trasformazione graduale è avvenuta in parte in seguito alla rivoluzione francese e industriale, che hanno permesso alle donne di riflettere sulla propria condizione e sentire sempre più forte la necessità di emancipazione. Ma è solo nel 1945 con l'equiparazione dei sessi accolta nella Carta delle Nazioni Unite e poi verso la fine del Novecento, con il diffondersi dei movimenti femministi e le lotte "suffragiste", che le donne in Italia iniziano a rivendicare pari diritti e opportunità degli uomini, mettendo in discussione i ruoli che venivano attribuiti loro e denunciando ogni forma di ingiustizia e discriminazione. Tali movimenti, che hanno caratterizzato tutti gli anni Settanta e seguenti, hanno costituito dunque il motore per una maggior indipendenza e per il raggiungimento del diritto al lavoro, all'istruzione, al voto e hanno portato le donne a partecipare alle scelte economiche, politiche e sociali del paese e ad assumere un ruolo nella società<sup>156</sup>.

In generale si può affermare che il cammino verso l'uguaglianza tra il genere femminile e maschile è stato un processo particolarmente lungo, non esente da lotte, che ha avuto sviluppi e tempi differenti nei vari Paesi.

Tuttavia, nonostante le varie conquiste e i progressi ottenuti per la parità dei sessi, ancora oggi si può osservare una situazione di disuguaglianza. Come affermato in precedenza infatti le donne rimangono

---

<sup>155</sup> Questi stereotipi spesso si formano già nei bambini in tenera età, a causa anche di libri di testo che distinguono chiaramente i ruoli delle donne e degli uomini nella società: le donne sono molto spesso raffigurate impegnate in attività domestiche mentre gli uomini in un ambiente lavorativo in carriera. Risulta quindi fondamentale intraprendere dei percorsi educativi mirati in tale direzione (Istituto culturale di ricerca, *Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili*).

<sup>156</sup> Loredana Ranieri, "Dall'emancipazione femminile alle pari opportunità. Il dibattito sulle quote" (22 giugno 2016). Disponibile all'indirizzo: <http://www.iaphitalia.org/loredana-ranieri-dallemancipazione-femminile-alle-pari-opportunita/>

tuttora escluse dalle cariche al vertice della società nei vari settori a livello globale: occupano generalmente posti di lavoro meno qualificati e, a parità di condizioni, percepiscono salari inferiori. Secondo una ricerca condotta da *McKinsey & Company*<sup>157</sup>, uno degli ostacoli principali per le donne nel raggiungimento di cariche nel *top management* è legato agli **stereotipi** di genere sul lavoro e a questioni culturali e attitudinali da parte dei CEO uomini e degli amministratori esecutivi in carica sull'efficacia e sul valore delle iniziative sulla diversità. Nonostante infatti circa il 75% degli uomini intervistati (su 1421 amministratori a livello globale), si trovi d'accordo sul fatto che i *team* con figure femminili risultino maggiormente di successo, in generale sono meno propensi e aperti ad accogliere i programmi sulla diversità e spesso ritengono che troppe iniziative a sostegno delle donne diventino addirittura ingiusti nei loro confronti. Quindi pur condividendo l'utilità di questi strumenti a favore dell'integrazione delle donne nel mercato del lavoro, ne contestano la legittimità: solo il 19% degli uomini intervistati è fortemente in accordo con il fatto che il raggiungimento di ruoli apicali nella società risulta più difficile per le donne e quasi un terzo (28%) non riconosce queste difficoltà (vedi Figura 7). Spesso sussiste quindi una mancanza di **consapevolezza** da parte dei colleghi uomini circa le difficoltà delle donne ad ambire posti al vertice della società. Se si osserva il punto di vista delle donne intervistate infatti solo il 39% delle "donne fiduciose" nella possibilità di conseguire le proprie ambizioni, ritiene che la modalità di *leadership* prevalente nelle imprese sia adeguata ai loro obiettivi. Un risultato simile si osserva anche quando viene chiesto loro se ritengono di avere le stesse possibilità degli uomini di raggiungere il successo nell'impresa: solamente il 45% delle "donne fiduciose" hanno risposto positivamente, mentre tra quelle più "dubbiose" sono state solo il 12% a rispondere in maniera affermativa.



Figura 9: Percentuali di donne e uomini che affermano che ci sia disuguaglianza nel raggiungimento di posti al top nelle imprese  
 N. donne intervistate=797, N. uomini intervistati=624.

Le risposte per "molto d'accordo" e "d'accordo" sono state sommate, lo stesso è stato fatto per il grado di disaccordo.

Fonte: Sandrine Devillard, Sandra Sancier-Sultan, e Charlotte Werner, *Why gender diversity at the top remains a challenge*, MCKINSEY QUARTERLY (Apr. 2014).

<sup>157</sup> Women Matter 2013 Report, "Gender Diversity In Top Management: Moving Corporate Culture, Moving Boundaries", McKinsey & Company. Disponibile all'indirizzo: [http://www.mckinsey.com/insights/organization/why\\_gender\\_diversity\\_at\\_the\\_top\\_remains\\_a\\_challenge](http://www.mckinsey.com/insights/organization/why_gender_diversity_at_the_top_remains_a_challenge).

In generale risulta quindi evidente che le donne percepiscono non poche difficoltà nel loro percorso di raggiungimento di cariche al *top* e gli ostacoli maggiori nel perseguimento della loro carriera sono legati alla mancanza di supporto da parte della controparte maschile e ai fattori culturali che giocano un ruolo centrale nell'ottenimento della parità di genere. Secondo gli studi della McKinsey&Co. (Women Matter 2013 Report), l'ambiente e i fattori culturali pesano addirittura il doppio rispetto alla motivazione individuale che spinge le donne a voler raggiungere cariche al top della società ed essere ambiziose. Come si può facilmente intuire quindi sviluppare negli uomini una maggior consapevolezza su questi temi è di fondamentale importanza per supportare e incentivare le varie misure a favore della diversità di genere, senza ritenerle ingiuste nei loro confronti.

### ➤ **Conciliazione tra vita privata e quella professionale**

Un ulteriore aspetto che incide molto sui tassi di occupazione femminile è legato alla mancanza totale o parziale di un sistema adeguato a sostegno della figura femminile che concili la vita professionale con quella familiare. Le donne che diventano genitori e che richiedono la maternità in molti casi non vengono riassunte, in quanto le imprese il più delle volte percepiscono questo come un costo anziché una fonte di crescita individuale e sociale. In altre circostanze sono le stesse donne (4 donne su 10) ad abbandonare il lavoro a due anni dal parto per l'elevato carico di responsabilità extralavorative<sup>158</sup>. Ovviamente tale situazione frena molto l'incentivo delle donne di fare carriera e allo stesso tempo diventa un ostacolo all'assunzione, incrementando ulteriormente il divario tra la situazione lavorativa del sesso maschile e quella femminile.

Tuttavia poiché la qualità occupazionale di un Paese è misurata anche sulla base delle politiche di *welfare* introdotte per conciliare la vita lavorativa e familiare, una prima soluzione potrebbe essere quella di implementare misure di *work-life balance*, ad esempio mediante convenzioni con asili, vacanze studio per i figli dei dipendenti a prezzi scontati o l'*home-working*. Sicuramente queste misure hanno un costo, ma secondo molti possono generare dei benefici superiori, in quanto la soddisfazione sul lavoro, che dipende indubbiamente anche da questi fattori oltre che dalla stabilità del lavoro (soprattutto per le donne), permette di lavorare in un ambiente più sereno e quindi potenzialmente più efficiente.

### ➤ **Settori lavorativi meno redditizi**

Per quanto riguarda la presenza femminile nei settori economico-finanziari e dell'industria (in particolare quelli della costruzione e dei trasporti) si osservano percentuali nettamente inferiori rispetto alla controparte maschile. I settori a prevalenza femminile sono invece quelli dei servizi come l'istruzione, la sanità, l'assistenza personale, e i settori tessili e dell'abbigliamento.

---

<sup>158</sup> Istituto culturale di ricerca (Centro Documentazione Donna Modena), *Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili*.

Ciò è dovuto in parte alle scelte di **istruzione**: le donne nella maggior parte dei casi scelgono facoltà di tipo umanistiche, che nel contesto sociale odierno offrono sbocchi lavorativi meno remunerativi rispetto a quelli relativi alle discipline economiche, giuridiche e ingegneristiche, predilette maggiormente dagli uomini.

Ma le cause non sono imputabili solamente alle preferenze individuali: come verrà approfondito più avanti nel mercato italiano, si osservano forme di segregazione in ingresso (svantaggio occupazionale delle donne rispetto alla controparte maschile), segregazione orizzontale (concentrazione delle donne in alcuni settori ed esclusione in altri) e segregazione verticale (concentrazione delle donne nelle cariche professionali più basse ed esclusione nei livelli più alti). In sintesi, in generale le competenze femminili non vengono valorizzate e spesso sono considerate come aspetti intrinseci e tipici del sesso femminile.

### ➤ **Differenze attitudinali**

Infine emergono anche differenze attitudinali tra i sessi. Nel rapporto annuale di Banca d'Italia (2012), nella sezione intitolata "Il ruolo delle donne nell'economia italiana" viene messo in evidenza come le donne siano innanzitutto meno propense al rischio, possiedono generalmente minor autostima e sono più avverse per i contesti competitivi. Tutto questo si traduce in una minor sopravvalutazione (*overconfidence*) delle proprie competenze nella presa di decisioni importanti in posizioni apicali della società e allo stesso tempo ad una peggiore *performance* quando viene percepita una elevata pressione competitiva.

Queste caratteristiche non sempre vengono premiate nella società per cui si possono generare delle discriminazioni "implicite" che portano all'esclusione delle donne da alcune cariche importanti.

Per risolvere il *gap* di genere presente nel mercato del lavoro, sono stati effettuati molti studi volti a individuare la soluzione migliore che fosse allo stesso tempo rapida.

Mckinsey&Co. ha condotto un'analisi sulle 500 migliori imprese individuate da S&P 500 che possiedono la percentuale più elevata di donne nel CdA nell'agosto del 2016<sup>159</sup>.

L'analisi si è basata su una serie di interviste effettuate alle imprese che hanno manifestato uno sforzo attivo nel promuovere la diversità di genere nei propri *board* aziendali: sono state specificate le sfide che hanno dovuto affrontare, le *best practice* implementate, i benefici osservati e l'incremento di rappresentanza femminile raggiunto. Ciò che è emerso è che tali imprese hanno innanzitutto cercato di cambiare la propria **mentalità** aziendale, attraverso un impegno costante e visibile di implementazione di azioni mirate e di formulazione di nuovi principi che includessero maggiormente le donne nei processi di *decision-making*. Tuttavia una forte motivazione sulla necessità di coinvolgere e incrementare la

---

<sup>159</sup> Celia Huber and Sara O'Rourke, *How to accelerate gender diversity on boards*, McKinsey&Company, gennaio 2017.

La ricerca ha mostrato che tra le 500 società al *top*, il 33% dei posti disponibili nel CdA è occupato da donne e che nel complesso si è osservato un incremento medio del 24% dal 2005.

partecipazione delle donne, seppur sia fondamentale, non è sufficiente in quanto implicherebbe un cambiamento eccessivamente lento. Secondo alcuni studiosi infatti l'ostacolo principale riscontrato nel raggiungimento di tale obiettivo è proprio la mancanza di **urgenza**.

Robinson e Dechant (1997) affermano che la diversità nel CdA spesso non viene vista come un aspetto prioritario per l'impresa: sono presenti altre iniziative di *business* che destano maggior interesse all'interno dell'organizzazione aziendale in quanto sembrano generare dei ritorni sull'investimento molto più tangibili e prevedibili rispetto a quelli derivanti dalla diversità<sup>160</sup>. Tuttavia secondo questi due studiosi le iniziative sulla diversità dovrebbero essere considerate come tutte le altre proposte di investimento, realizzando un vero e proprio *business case* aziendale che evidenzia i vantaggi derivanti dalla diversità di genere<sup>161</sup>.

In tale direzione Mattis (2000) afferma che l'implementazione di un *business case generale* sulla diversità risulta molto più semplice negli Stati Uniti rispetto ad altri Paesi: gli Stati Uniti hanno infatti acquisito quella flessibilità ed elasticità necessaria per cambiare le caratteristiche del mercato del lavoro e del consumo, grazie ai flussi migratori che si sono susseguiti nel corso degli anni che hanno permesso il diffondersi di gruppi etnici e razziali molto differenti tra di loro (McGregor, 2000)<sup>162</sup>,

Lo sviluppo invece di un caso aziendale *specifico* sulla rappresentanza delle donne nei ruoli al vertice delle imprese risulta più semplice nelle imprese di grandi dimensioni che al loro interno hanno già un buon numero di amministratrici o nelle imprese che operano nei mercati destinati prevalentemente al consumo da parte delle donne (Mattis, 2000), anche se secondo altre evidenze le donne hanno maggior probabilità di essere amministratrici in imprese di piccole dimensioni (Harrigan, 1981).

## 5.3 Italia: evidenze empiriche

### 5.3.1 Caratteristiche del mercato italiano

Entrando ora più nel dettaglio, analizzando il mercato italiano si può constatare che le caratteristiche sulla composizione dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane si sono mantenute stabili per molto tempo. Alcuni cambiamenti in termini di *board diversity* si sono riscontrati a partire dall'applicazione della legge Golfo-Mosca (120/2011) in materia di quote di genere a seguito della quale

---

<sup>160</sup> Il perseguimento di un maggior equilibrio dei generi da parte dell'impresa richiede un "*commitment (tempo, risorse e attenzione manageriale) di lungo termine che ha un payback meno prevedibile rispetto ad esempio allo sviluppo di un nuovo prodotto*" (Robinson e Dechant, 1997).

<sup>161</sup> Secondo Robinson e Dechant (1997) per realizzare un *business case* sulla diversità all'interno dell'impresa sono necessari 4 step:

- determinare i bisogni su cui si vuole costruire il *business case*;
- identificare le azioni richieste per l'implementazione;
- effettuare un'analisi benefici/costi;
- sviluppare un meccanismo per valutare il progresso ottenibile e gli impatti generabili, in modo da giustificare gli investimenti di lungo termine sulla diversità.

<sup>162</sup> Secondo Cassell (2000) la gestione della diversità negli Stati Uniti: "*is based on the notion that given changing demographic trends and skill shortages, the effective use of diverse skills within an organization makes good business sense*".

sono state intraprese varie iniziative con il fine di incrementare la partecipazione delle donne al mercato del lavoro, consentendo loro di svolgere un ruolo guida nei posti ai vertici delle organizzazioni.

- La tradizione giuridica dell'Italia si basa sul **Civil Law** che, secondo molteplici risultati empirici, offre una minor tutela degli interessi degli azionisti e dei creditori rispetto al *Common Law* ed è caratterizzata da una minore *law enforcement* (La Porta et al. 1999; Volpin, 2002; World Bank Group, 2015).

- Le aziende quotate in Italia sono nella maggior parte dei casi di **medio-piccole dimensioni**, concentrate soprattutto nel **settore dell'industria** (il 75% sono di tipo familiare) e dei beni di consumo. Quasi nel 90% dei casi tali imprese sono quotate sul mercato telematico azionario (MTA), di cui il 30% è nel segmento STAR, la quota restante è sul mercato Alternativo (AIM Italia). Lo Stato e gli enti locali sono presenti per lo più nelle maggiori società di servizi di cui ne controllano quasi l'8%, mentre imprese private non finanziarie rappresentano circa il 50% del capitale sociale delle società italiane quotate, nel 2014 tale cifra in Europa si attesta al 30% (Belcredi e Enrique, 2014).

- La maggior parte delle società sono prevalentemente di **natura padronale** in cui la componente *manageriale* è relativamente bassa e il soggetto chiave è il proprietario visto in un'ottica imprenditoriale. La struttura di governo delle imprese è infatti caratterizzata da una **compagine azionaria altamente concentrata**, in cui non si riscontra la separazione tra proprietà dell'azienda e controllo sulla gestione, ma si evidenzia un'identificazione tra azionista e impresa (proprietà chiusa): chi governa è il proprietario del capitale di rischio conferito o comunque rappresenta l'azionista di maggioranza o di controllo. L'utilizzo di strumenti di separazione tra proprietà e controllo, quali gruppi piramidali e azioni senza diritti di voto, si è sensibilmente ridotto nel corso degli anni. Con particolare riferimento ai gruppi verticali, a fine 2015 solo il 18% delle società quotate italiane (56% circa della capitalizzazione di mercato) appartiene a un gruppo piramidale o alla parte verticale di un gruppo misto (Consob, Rapporto sulla *Corporate governance*, 2016).

- Le **imprese a conduzione familiare** rappresentano quindi la colonna vertebrale del sistema economico italiano (Belcredi e Enriques, 2014). Per impresa a controllo familiare si intende quella in cui una famiglia o un singolo individuo detiene una quota di partecipazione azionaria superiore alla soglia del 20%. Secondo il "Rapporto sulla *Corporate governance 2016*" della Consob, a fine 2015 circa il 65% delle società italiane quotate è controllato da famiglie. Tale valore risulta in linea con le evidenze raccolte in precedenza (AIDAF, Associazione italiana delle aziende familiari, 2014) che mostrano che le aziende familiari rappresentano circa il 60% del mercato azionario (il cui peso in termini di capitalizzazione è di oltre il 25%).

- Questa struttura di governo societaria se da una parte riduce i **problemi di agenzia** nella loro accezione classica (tipologia 1: conflitto *manager-azionisti*), definita da Jensen e Meckling (1976),

dall'altra parte genera il rischio di espropriazione del valore degli azionisti di minoranza da parte dell'azionista di maggioranza e un aumento del beneficio privato del controllo (Fama e Jensen, 1983; Demsetz e Lehn, 1985), generando un ulteriore conflitto di interessi (tipologia 2 di problema di agenzia: conflitto azionisti di maggioranza-minoranza; Anderson e Reeb, 2004).

Al fine di ovviare alle problematiche di agenzia, recenti riforme hanno portato al rafforzamento del CdA e del suo ruolo di **monitoraggio**, innanzitutto introducendo un determinato numero di **amministratori indipendenti** (dal *management* o dagli azionisti di controllo) tra gli amministratori non esecutivi. Il peso degli amministratori indipendenti ai sensi del TUF e del Codice di Autodisciplina è pari al 46,6%, corrispondente a una presenza mediamente inferiore a cinque membri; secondo la Consob (2013), gli amministratori non esecutivi che soddisfano i criteri di indipendenza rappresentano oltre un terzo del CdA.

Una seconda soluzione impiegata è stata fornita mediante l'introduzione della Legge sul risparmio (28 dicembre 2005, n.262): si è inserito il cosiddetto "**voto di lista**" per la nomina degli amministratori, garantendo la designazione nell'amministrazione di almeno un azionista di minoranza (*Minority Director*), che nelle imprese italiane pesano per circa l'8% del *board*. Nel 2012 circa il 40% del CdA aziendale possedeva almeno un amministratore rappresentante della minoranza, mentre gli amministratori esecutivi (ad esempio CEO e membri del comitato esecutivo) erano circa un quarto del totale.

- In tale contesto di forte controllo proprietario, il debito può essere considerato uno strumento disciplinante utile per mitigare i costi di agenzia e l'espropriazione degli azionisti (Faccio et al. 2010). In queste società infatti è particolarmente diffuso l'uso della leva finanziaria e generalmente le imprese ricorrono prevalentemente al **debito bancario** per finanziare i propri investimenti e compensare gli scarsi mezzi propri (F. Rossi, R. J. Cebula, J. R. Barth, 2017). La motivazione deriva dal fatto che i creditori della società hanno diritto solamente al pagamento di quanto stabilito contrattualmente e non sul profitto residuo della società. In tale circostanza quindi il *manager* può beneficiare di un maggior ammontare di profitto residuo rispetto a quanto riceverebbe in una situazione di finanziamento mediante *equity* in cui tale profitto dovrebbe essere condiviso con gli altri azionisti della società.

- Nel contesto italiano inoltre **non** si osserva un'elevata **diversificazione del portafoglio azionario**, per cui a causa della bassa circolazione delle azioni, i parametri economici chiave sono gli utili e i dividendi, anziché il valore delle azioni. Ne consegue che i requisiti di trasparenza verso l'esterno non sono così vincolanti come nelle strutture proprietarie più aperte.

- In linea generale le imprese di tipo familiare non sono solo caratterizzate da problemi di agenzia (intesi tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza, anziché tra *manager* e azionisti) ma presentano delle conseguenze anche sul *management* dell'impresa. Più nello specifico questa struttura di impresa tende ad adottare una *policy* di governo più conservativa e **avversa al rischio** nel momento in cui si devono prendere decisioni di acquisizione, ristrutturazione dell'assetto interno e di investimento

(Anderson e Reeb, 2003; Bianco, Golinelli e Parigi, 2009; Caprio, Croci e Del Giudice, 2011; Faccio, Marchica e Mura, 2011).

- Un'altra caratteristica delle imprese italiane è che, diversamente dalle *public company* statunitensi e anglosassoni, i principali interlocutori non sono rappresentati da **investitori istituzionali**, ma sono proprio le famiglie azioniste (alla fine del 2015 gli investitori istituzionali sono degli azionisti rilevanti solo nel 36% circa delle società).

- La scarsità di **interlocker** è un'altra peculiarità del mercato italiano (Consob, 2016): in media circa due amministratori su dieci ricoprono il medesimo ruolo di amministratori in un'altra impresa quotata italiana e rappresentano circa il 20% del totale dei membri del CdA. Generalmente quindi l'*interlocking* non coinvolge la maggioranza dell'organo amministrativo, ad eccezione per le società che presentano un'elevata capitalizzazione (gli *interlocker* arrivano a pesare circa il 30%) e per le imprese di piccole dimensioni, in cui il peso è di circa il 50% sul totale dei membri del *board*. Tuttavia anche in questi termini è possibile osservare un *trend* in crescita: se si effettua un'analisi per genere si passa dal 18% di donne *interlocker* nel 2013 al 30% nel 2016.

### I differenziali di genere nel mercato italiano

Dall'analisi condotta nel rapporto pubblicato dal "World Economic Forum" sull'indice di "Global Gender Gap"<sup>163</sup> del 2017 (vedi Figura 8) emerge che il divario di genere nel mercato del lavoro a qualunque livello occupazionale, continua a essere considerevole e ben al di sotto al livello medio. L'Italia si è posizionata al 77° posto nella classifica mondiale<sup>164</sup>, risultando in discesa rispetto agli anni precedenti: nel 2016 occupava il 50° posto e nel 2015 il 41°. In particolare i tassi di occupazione delle donne in Italia rimangono molto bassi rispetto ai paesi del nord Europa (Islanda, Finlandia, Norvegia, Svezia) che occupano i primi posti della classifica e in cui le politiche a tutela dei diritti delle donne sono ormai consolidati.

Per quanto riguarda la partecipazione economica, l'Italia si posiziona al 118° posto, riscontrando un differenziale retributivo molto elevato tra le donne e gli uomini (126esima posizione), soprattutto nel settore privato, e fenomeni di segregazione sia orizzontale (poche donne in alcune posizioni, ad esempio quelle tecniche) sia verticale (poche donne nelle posizioni aziendali di comando: si parla anche di *glass*

---

<sup>163</sup> L'indice globale della disegualianza di genere è calcolato come media aritmetica di quattro sotto-indicatori:

- *Partecipazione economica ed opportunità*: si riferisce alla partecipazione di donne e uomini al mercato del lavoro, all'eventuale differenziale di remunerazione, all'avanzamento della carriera e alla presenza in ruoli tecnici e professionali;
- *Educazione*: analizza il divario tra donne e uomini nell'accesso all'istruzione (in tutti i gradi della scuola) e i relativi tassi di alfabetizzazione;
- *Salute e sopravvivenza*: vengono utilizzati due sotto-indici. Il primo è dato dal rapporto tra i sessi alla nascita, il secondo indica l'aspettativa di vita in buona salute;
- *Responsabilizzazione in politica (political empowerment)*: misura il rapporto donne/uomini in parlamento e in posizioni ministeriali ed il numero di anni in cui una donna è stata capo dello Stato.

Tale indice è calcolato in termini relativi in modo da non penalizzare i Paesi meno sviluppati.

<sup>164</sup> Nel 2012 l'Italia si era posizionata all'80° posizione, mentre nel 2009 era al 72° posto.

Disponibile all'indirizzo: <http://reports.weforum.org/global-gender-gap-report-2016/rankings/>

*ceiling* quando si verificano degli impedimenti all'avanzamento di carriera di una persona per motivi generalmente sessuali e razziali).

Osservando invece la dimensione dell'istruzione e della sanità, la distanza per la parità è quasi completamente nulla. Considerando i valori più nello specifico è stato colmato il 95,6% del gap nella salute, il 95,3% nell'istruzione, il 58,5% in risultati economici e solamente il 22,7% in quelli politici (World Economic Forum, 2017).

	2006		2017	
	rank	score	rank	score
<b>Global Gender Gap score</b>	<b>77</b>	<b>0.646</b>	<b>82</b>	<b>0.692</b>
Economic participation and opportunity	87	0.527	118	0.571
Educational attainment	27	0.997	60	0.995
Health and survival	77	0.972	123	0.967
Political empowerment	72	0.087	46	0.234
rank out of	115		144	



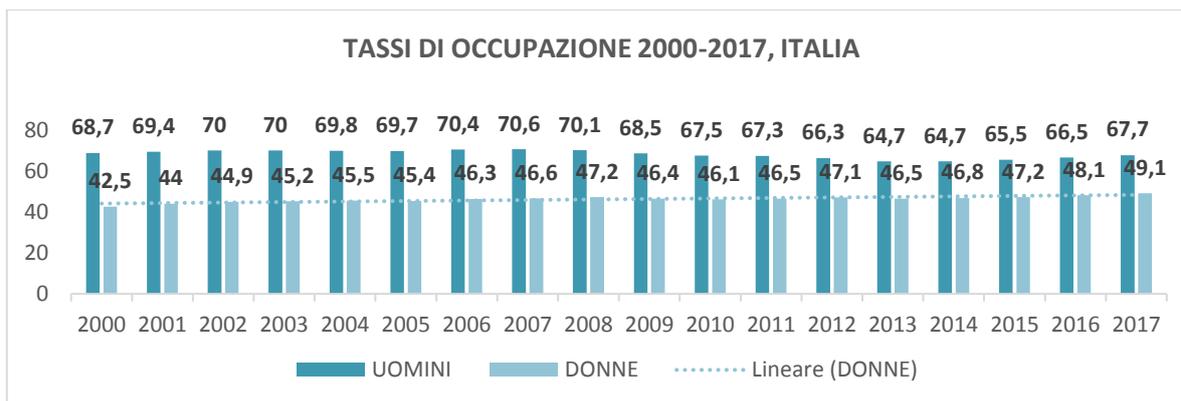
Fonte: World Economic Forum, 2016.

Figura 10: Indice di Gender Gap italiano relativo all'anno 2016

### a) La segregazione in ingresso

#### ➤ Tasso di occupazione e disoccupazione nel mercato del lavoro

Analizzando più nel dettaglio il mercato del lavoro in Italia, secondo i dati Istat riferiti al settembre 2017, il tasso di *occupazione* nel mercato del lavoro tra le donne appartenenti alla fascia di età compresa tra i 15 e 64 anni si attesta al 49,1%, contro il 67,7% degli uomini. Seppur sia un valore di gran lunga inferiore rispetto alla media europea, rappresenta la percentuale più alta mai registrata dal 1977. Inoltre, come si evince dal grafico in Figura 9, si osserva un trend positivo nell'occupazione femminile nel nostro Paese, eccetto per gli anni della crisi economico-finanziaria che ha colpito l'intera economia mondiale tra il 2007 e il 2011.



Fonte: Elaborazione propria su dati Istat. I dati del 2017 si riferiscono al III trimestre.

Figura 11: Tassi di occupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni

A tal proposito, negli anni di crisi mondiale, si può notare come il calo occupazionale, nonostante abbia colpito sia i lavoratori di sesso femminile che maschile, è maggiormente accentuato per questi ultimi (3,3 punti percentuali contro lo 0,1% per le donne), essendo stati coinvolti soprattutto i settori manifatturieri e quelli dell'edilizia e delle costruzioni che prevalentemente sono occupati dagli uomini.

Un ulteriore aspetto interessante da sottolineare è che i tassi occupazionali maschili, seppur stiano crescendo (negli anni dopo la crisi), non hanno ancora raggiunto i valori registrati prima della crisi economica, diversamente dalla situazione femminile in cui le percentuali si classificano secondo un trend positivo.

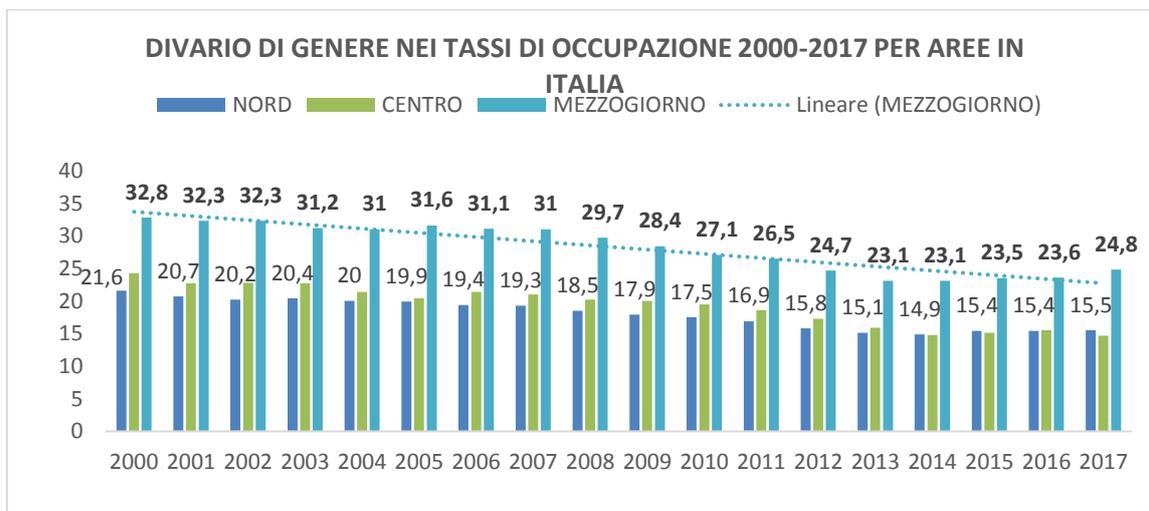
Nonostante questi miglioramenti nelle condizioni occupazionali femminili, se si osservano i tassi di disoccupazione per genere, in generale la situazione delle donne rimane peggiore. Tale aspetto è visibile nel grafico in Figura 10 in cui si può notare innanzitutto un andamento ad S, con una depressione negli 2007-2011 sia per le donne che per gli uomini; tuttavia la disoccupazione rimane più accentuata per le donne, negli anni dal 2015 al 2017.



Fonte: Elaborazione propria su dati Istat. I dati del 2017 si riferiscono al III trimestre.

Figura 12: Tassi di disoccupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni

Infine, suddividendo il Paese per aree (Nord, Centro e Mezzogiorno) si osserva una forbice territoriale molto accentuata sebbene sia fortemente in calo soprattutto nelle regioni del Mezzogiorno (Figura 11).



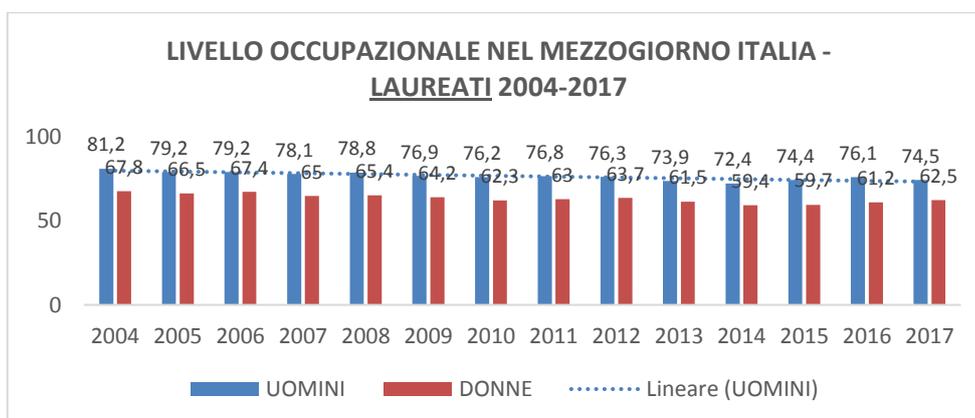
Fonte: Elaborazione propria su dati Istat. I dati del 2017 si riferiscono al III trimestre.

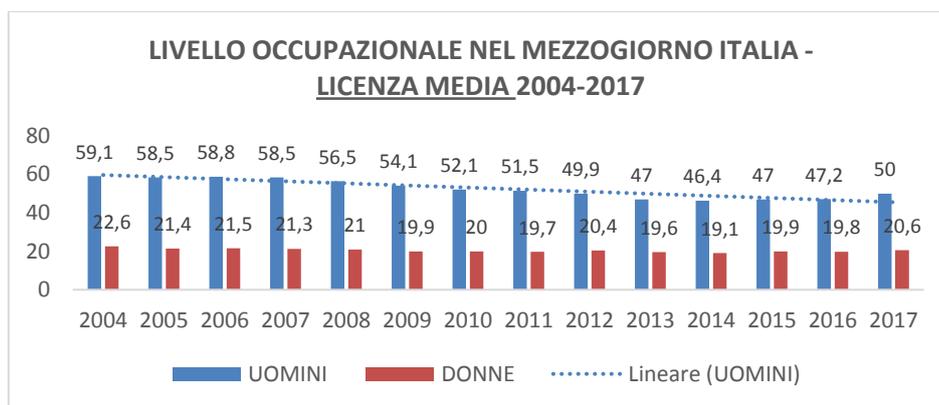
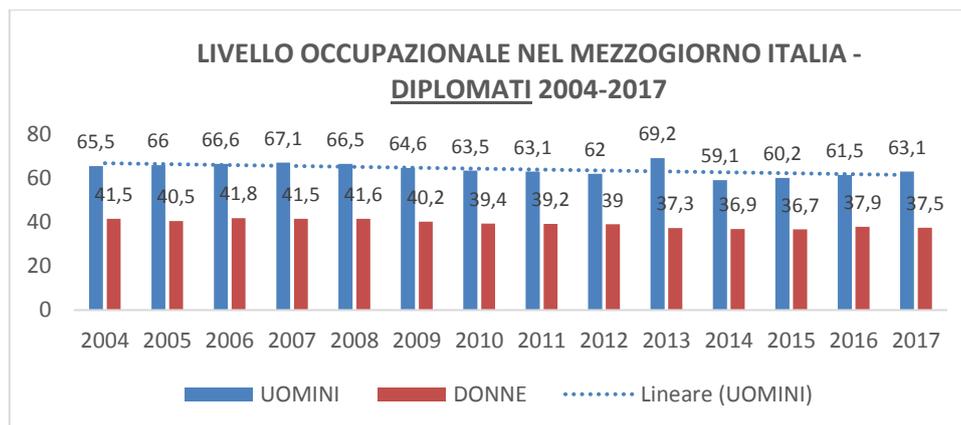
Figura 13: Tassi di occupazione in Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2017 riferito alla classe di età 15-64 anni. Le percentuali in grassetto si riferiscono all'area del Mezzogiorno, mentre quelle in basso all'area dell'Italia del Nord.

### ➤ Livello di istruzione e tasso di occupazione nel mercato del lavoro

Il modesto tasso di occupazione femminile al Sud in parte è da ricercarsi nel fatto che in queste regioni del Paese un grado di istruzione basso ostacola fortemente l'accesso al mercato del lavoro per le donne: si può osservare infatti dalla Figura 12 che al decrescere del livello di istruzione, queste percentuali diminuiscono in maniera sostanziale.

La situazione si complica ancor di più se si è madri e non laureate: la probabilità di trovare lavoro scende al 56,4% contro l'81% delle donne single e laureate.





Fonte: Elaborazione propria su dati Istat. I dati del 2017 si riferiscono al III trimestre.

Figura 14: Livello dei tassi di occupazione tra lavoratori (15-64 anni) con titolo di laurea, diploma e licenza media tra donne e uomini nel Mezzogiorno

In generale comunque i dati Istat sul tasso di occupazione in Italia mostrano che coloro che possiedono un titolo di studio più elevato hanno maggiori probabilità di trovare un impiego: sia al Nord che nel Mezzogiorno.

Analizzando anche il genere (Figura 13), ancora una volta si osserva che in Italia il divario tra coloro che sono dotati solo di licenza media e quelli che possiedono anche un titolo di laurea risulta molto meno marcato per gli uomini (10,4% contro il 18,6% per le donne nel 2016).



Fonte: Elaborazione propria su dati Istat. I dati del 2017 si riferiscono al III trimestre.

Figura 15: Differenziale nel tasso di occupazione tra donne e uomini (15-64 anni) con titolo di laurea e diploma

Nel *“Rapporto 2016 sulla condizione occupazionale dei laureati”*<sup>165</sup>, emerge inoltre che tra i giovani che hanno conseguito una laurea magistrale, a un anno dal titolo, il 59% degli uomini trova subito lavoro in contrapposizione al 52% delle donne. A cinque anni dalla laurea il divario occupazionale è ancora più significativo: lavorano l’84% degli uomini contro il 75% delle donne.

Per quanto riguarda il lavoro stabile, anche in questo caso si riscontrano a un anno dalla laurea delle differenze di genere marcate: le quote sono del 78% per gli uomini e il 67% per le donne<sup>166</sup>.

In riferimento a quest’ultimo aspetto, tra le motivazioni vi è anche quello legato alle scelte professionali effettuate: le persone di sesso femminile tendono generalmente a preferire gli ambiti pubblici o il settore dell’insegnamento, che oggigiorno non offrono una stabilità contrattuale, almeno nel breve periodo.

#### ➤ **Divario nel livello retributivo**

Un ultimo aspetto interessante da analizzare è quello relativo al differenziale retributivo: a parità di condizioni emerge un divario di genere anche in questi termini, registrando a cinque anni dalla laurea un differenziale del 20% a favore del sesso maschile (Rapporto 2016, AlmaLaurea).

Si osserva un divario retributivo anche tra le mansioni svolte nei settori dominati prevalentemente dalle donne: ad esempio nel settore delle pulizie, gli stipendi delle donne sono generalmente più bassi rispetto a quelli ricevuti dagli uomini in settori paragonabili come quello della raccolta dei rifiuti a prevalenza maschile.

Inoltre le mansioni che riguardano uno sforzo fisico per gli uomini sono generalmente valorizzati in maniera superiore rispetto a quelle delle donne: ad esempio un magazziniere guadagna di più di una cassiera al supermercato (Istituto culturale di ricerca, *“Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili”*).

#### *b) La segregazione orizzontale e verticale*

Come accennato precedentemente nel nostro Paese si osservano anche forme di segregazione orizzontale e verticale.

Per quanto riguarda la prima forma di segregazione citata, nella figura 14 seguente si osserva come le professioni più tecniche e qualificate e quelle di operai e artigiani sono prevalentemente dominate dagli uomini, mentre le donne sono molto più diffuse nelle posizioni commerciali e impiegatizie, più precisamente relative ai settori dell’istruzione, della sanità, dell’assistenza personale, e quelle commerciali.

---

<sup>165</sup>Consorzio interuniversitario AlmaLaurea, *“Rapporto 2017, XIX Indagine condizione occupazionale dei Laureati”*.

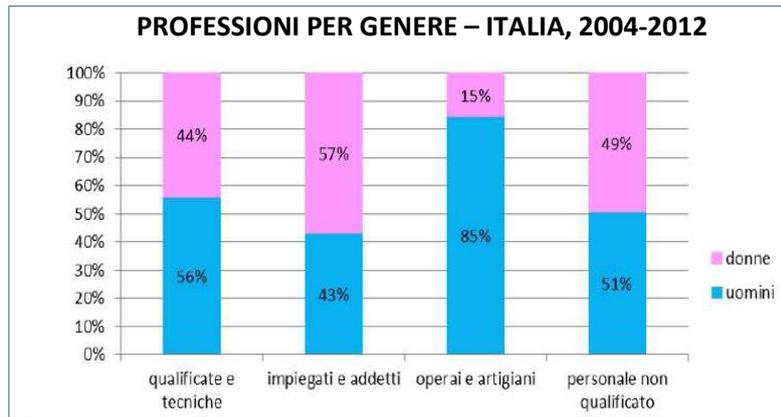
Disponibile all’indirizzo:

[http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione15/sintesi\\_occupazione\\_laureati2017\\_def.pdf](http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione15/sintesi_occupazione_laureati2017_def.pdf)

<sup>166</sup> Il gender gap nel mercato del lavoro, *“Donne più brave negli studi ma ancora penalizzate su occupazione, contratto e reddito. E se hanno figli, la situazione non migliora.”* (05 ottobre 2016).

Disponibile all’indirizzo:

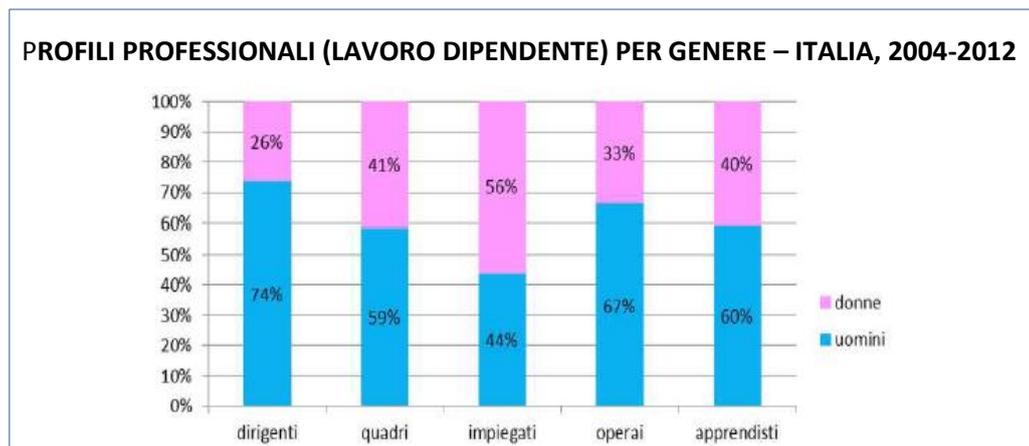
<https://www.almalaurea.it/informa/news/2016/10/05/il-gender-gap-nel-mercato-del-lavoro>



Fonte: Istituto culturale di ricerca (Centro Documentazione Donna Modena), *Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili*.

Figura 16: Distribuzione delle professioni per genere in Italia, negli anni 2004-2012

In riferimento ai ruoli apicali nella società (Figura 15) si osserva una minor percentuale di donne nelle posizioni più qualificanti (dirigente e quadro), e una percentuale simile per le posizioni relative a livelli professionali iniziali (apprendistato) e di status sociale più basso (operai). Quindi ancora una volta il profilo professionale delle donne è quello di impiegata.



Fonte: Istituto culturale di ricerca (Centro Documentazione Donna Modena), *Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili*.

Figura 17: Distribuzione delle professioni per genere in Italia, negli anni 2004-2012

Quanto fin qui analizzato, mostra come la presenza femminile in Italia risulti ancora molto scarsa nei settori importanti per lo sviluppo economico e la gestione del Paese. Si potrebbe dunque pensare che la giustificazione all'esclusione delle donne dalle carriere sia legata alla mancanza di capitale umano qualificato di sesso femminile. Tuttavia le evidenze mostrano una situazione contraria: se si utilizza l'istruzione come proxy dell'expertise individuale (e quindi della qualità della conoscenza), nel "Rapporto 2016 sul Profilo dei laureati"<sup>167</sup> emerge che le donne, indipendentemente dal percorso di studio intrapreso, presentano delle performance più brillanti rispetto alla controparte maschile, sia in termini di

<sup>167</sup> Consorzio interuniversitario AlmaLaurea, "Rapporto 2016, XVIII Indagine condizione occupazionale dei Laureati". Disponibile all'indirizzo: [http://www.alma laurea.it/sites/alma laurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/report\\_xviii\\_rapporto\\_condizioneoccupazione\\_le\\_definitivo.pdf](http://www.alma laurea.it/sites/alma laurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/report_xviii_rapporto_condizioneoccupazione_le_definitivo.pdf)

anni impiegati per conseguire il titolo di studio (48% contro il 44% a favore delle donne) sia di votazioni (103.2 contro il 101.1 degli uomini).

In conclusione a seguito di questa breve panoramica si evidenzia la necessità non solo di interventi legislativi che garantiscano una maggior presenza di donne nel mercato del lavoro, ma che offrano allo stesso tempo l'opportunità di raggiungere cariche elevate nelle aziende.

Secondo alcuni studi l'introduzione delle quote rosa all'interno del CdA potrebbe avere degli effetti di ricaduta più ampia sull'intero mercato occupazionale del lavoro femminile (Bertrand, Black, Lleras-Muney e Jensen).

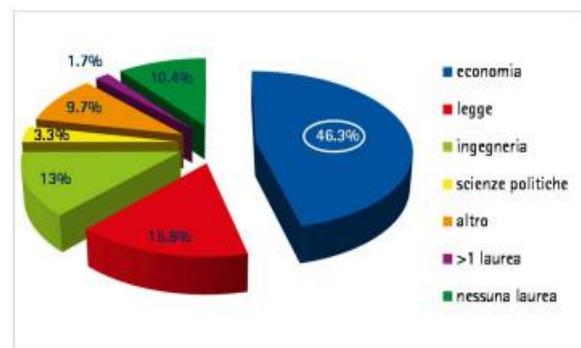
### 5.3.2 Rappresentanza femminile nei CdA italiani

A livello di consiglio di amministrazione in Italia, nel rapporto sulla *corporate governance*, la Consob analizza non solo i legami familiari degli amministratori, ma anche diverse dimensioni legate all'età, alla nazionalità, al *background* professionale, all'istruzione e al genere.

I dati mostrano che a fine 2015 gli amministratori nel CdA presentano un'età media di 56,7 anni e solo il 7% del totale non è italiano. I **profili professionali** degli amministratori sono caratterizzati per il 70% circa da *manager*, il 21% da consulenti o professionisti e l'8% da accademici.

#### ➤ Istruzione

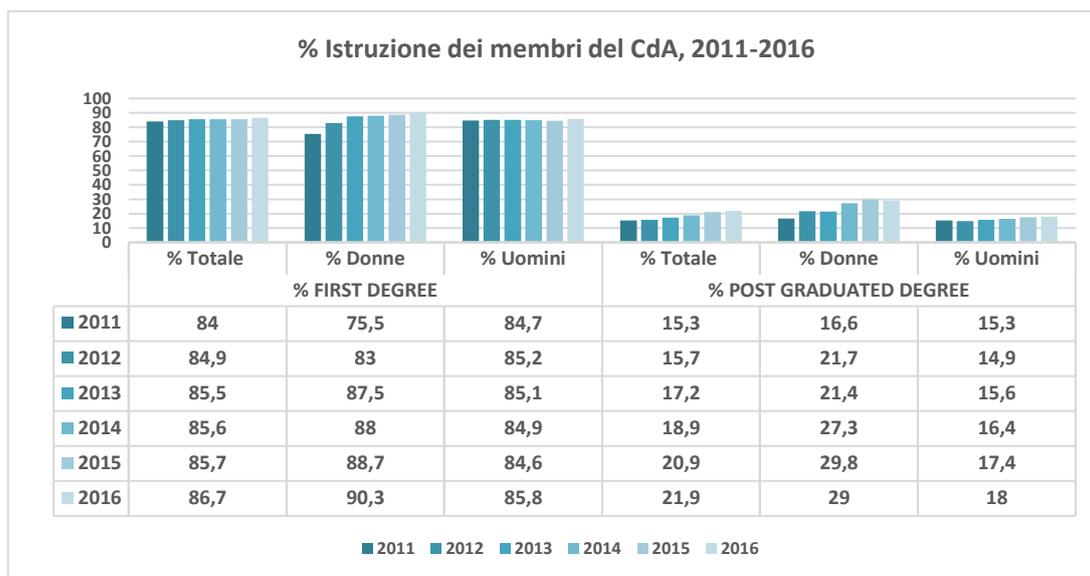
In riferimento all'istruzione solo l'86% è laureato (quasi nel 50 per cento dei casi in economia – Figura 16) di cui il 20,5% possiede anche un titolo di studio post-laurea (un master e/o un dottorato). I seguenti dati non si discostano molto da quelli del 2014 (Figura 16 a destra). Nel grafico in Figura 17, invece è illustrato l'andamento annuale, dal 2011 al 2016, del grado di istruzione dei membri del CdA, suddiviso per genere.



Fonte: Consob, Rapporto sulla *Corporate governance*, 2015

Figura 18: Classificazione dei membri dei CdA per tipologia di laurea nel 2014

Analizzando la figura 17 si osserva un incremento sostenuto del livello di istruzione delle donne nel CdA dal 2011 al 2016: si passa infatti da una percentuale del 75,5% di amministratrici aventi una laurea di primo livello ad una percentuale pari al 90,3%, mentre per gli uomini tali valori oscillano intorno l'84,7% e l'85,8% nell'intero arco temporale. Un aumento simile si riscontra anche per il titolo post-laurea nelle donne: registrano una percentuale del 16,6% nel 2011, toccano una punta del 19,8% nel 2015 e arrivano nel 2016 con una percentuale pari al 29%. Anche gli uomini, in questo caso mostrano un trend in crescita, ma le percentuali sono decisamente inferiori (dal 15,3% al 18%).



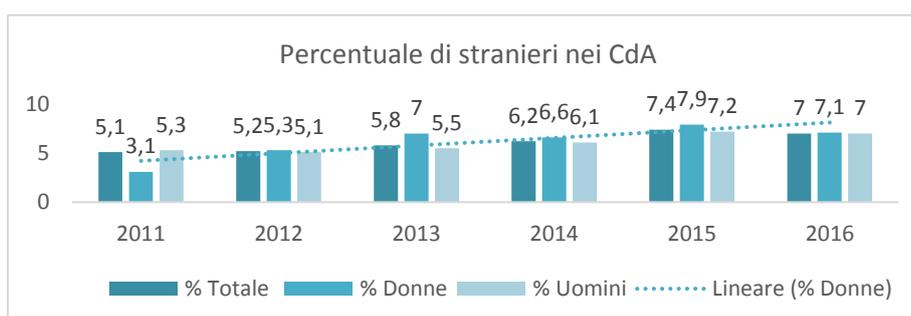
Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

Figura 19: Livello di education dei membri del CdA delle imprese quotate italiane nel periodo 2011-2016

A fronte di queste evidenze risulta importante analizzare il grado di istruzione distinguendo tra donne imparentate e donne prive di legami con il gruppo di comando delle imprese. Più avanti nel seguente paragrafo verrà trattato il tema dei legami familiari.

### ➤ Nazionalità

Considerando la nazionalità dei membri dei *board* delle imprese quotate italiane nel periodo dal 2011 al 2016 (Figura 18), si può osservare come gli amministratori siano prevalentemente italiani, nonostante la percentuale di stranieri stia aumentando nel corso degli anni. In particolare ciò che emerge di interessante è la percentuale superiore di stranieri di sesso femminile (a partire dal 2012).



Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

Figura 20: Percentuale di stranieri nei CdA delle imprese italiane, anni 2011-2016

Per quanto riguarda la **rappresentazione femminile** nel CdA negli ultimi anni si è osservato un incremento consistente dei posti occupati nei *board* aziendali. Di seguito è presentantata un'analisi dettagliata sulla composizione del CdA e sulla presenza femminile.

➤ **Presenza di figure femminili nel board**

Come si può osservare dal grafico in Figura 19, nel 2016 è stata registrata una percentuale della presenza femminile superiore al 30% del totale degli incarichi di amministratore: quasi 17 punti percentuali rispetto all'anno 2008. Secondo il rapporto "Cs Gender 3000" stilato dal *Credit Suisse Research Institute* nel settembre 2016, i Paesi che nel 2015 hanno presentato la maggior presenza di donne nei CdA sono, in ordine, Norvegia (46,6%), Francia (34%), Svezia (33,6%) e Italia (30,8%), che si classifica quindi al quarto posto a livello globale<sup>168</sup>.

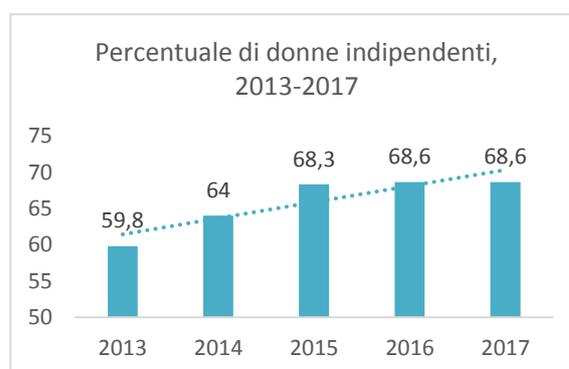
Ciò che emerge di interessante dalla seguente analisi, non solo è il trend positivo di presenza femminile, ma anche l'entità di tale crescita, a partire dal 2012, a seguito dell'introduzione della legge 120/2011 sulle quote rosa (Figura 19). A tal proposito si può osservare un incremento significativo delle imprese aventi almeno una figura femminile all'interno del proprio consiglio di amministrazione.



Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

Figura 21: Presenza di genere nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, nel periodo 2008-2016. Le percentuali sono calcolate sul totale dei membri del board

- Donne indipendenti → Tuttavia occorre sottolineare che l'aumento delle donne è attribuibile principalmente a ruoli non esecutivi, ma di controllo dell'operato del *management* (*World Economic Forum, 2016*). Tra gli amministratori non esecutivi si qualificano come amministratrici indipendenti circa due donne su tre, e tale aspetto è in crescita se confrontato con il 2013: si passa dal 60% circa ad una percentuale



Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

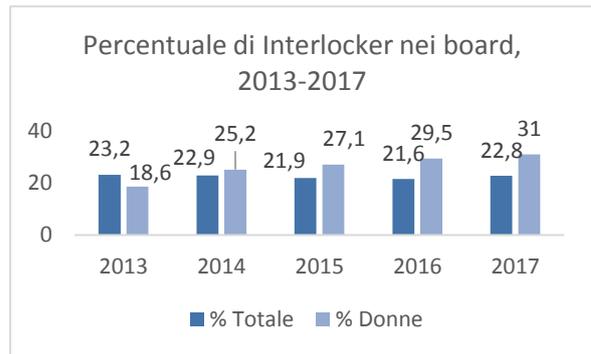
Figura 22: Percentuale di donne indipendenti nei consigli di amministrazione dal 2013 al 2017 calcolata sul totale di amministratori di sesso femminile

<sup>168</sup> Maria Silvia Sacchi, *Donne e CdA: il record in Europa Italia quarta al mondo*, Corriere della Sera, 22 settembre 2016.

di circa il 69% nel 2017 (Figura 20).

- Donne interlocker → Inoltre si è manifestato un aumento negli ultimi quattro anni dell'incidenza di donne *interlocker*, registrando un valore pari al 31% nel 2017, a fronte del 18,6% del 2013 (Figura 21).

In figura la percentuale delle donne *interlocker* è calcolata sul totale delle amministratrici nel CdA (e non sul totale dei membri).

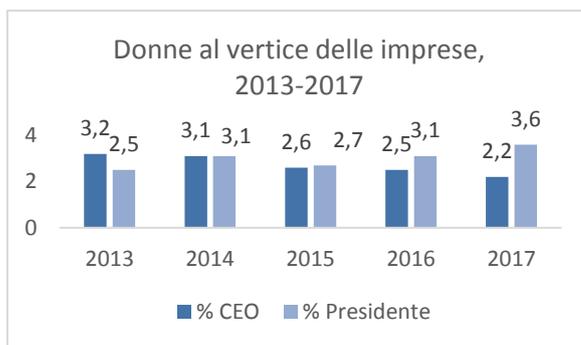


Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

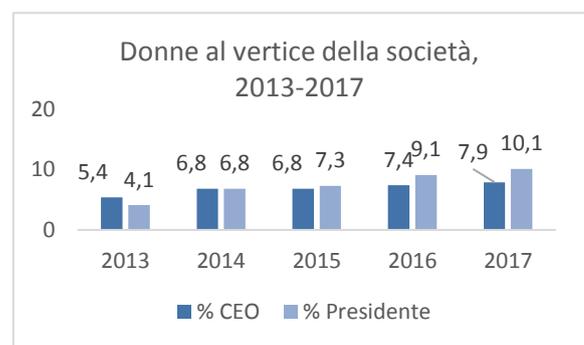
Figura 23: Percentuale di membri aventi altri incarichi in altre società, 2013-2017, calcolata sul totale di amministratori per categoria

- Ruoli al vertice → In riferimento al ruolo svolto ai livelli apicali dell'impresa, nel marzo del 2016 le percentuali sono ancora molto esigue e le donne continuano a ricoprire principalmente cariche non esecutive (Cs Gender 3000", Credit Suisse Research Institute).

Nella figura 22 sottostante le percentuali delle donne nei ruoli apicali sono calcolate sul totale degli amministratori del CdA (a sinistra) e sul totale delle imprese quotate italiane (a destra). Analizzando la figura a destra si osserva un incremento delle percentuali relative sia alle cariche di CEO che di Presidente, ma quest'ultimo presenta un aumento più marcato e in generale si posiziona ad un valore superiore.



Fonte: Elaborazione propria dati Consob



Fonte: Elaborazione propria dati Consob e Cerved

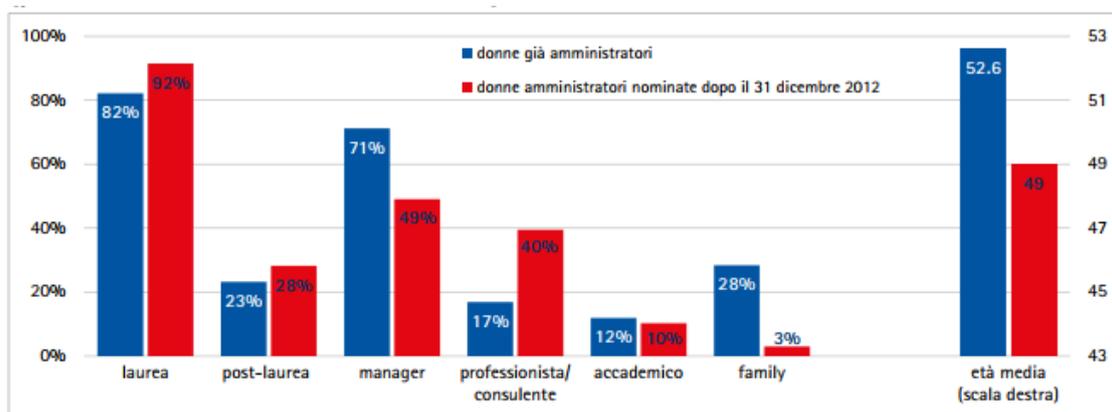
Figura 24: Percentuale di donne che ricoprono la carica di CEO e Presidente nei CdA, 2013-2017, calcolata sul totale dei membri del CdA (a sx) e sul totale delle imprese quotate (a dx)

### A) L'influenza della presenza femminile nel CdA: confronto con il 2012

Questi dati mostrano dei cambiamenti non indifferenti rispetto agli anni passati: come accennato precedentemente le motivazioni sono in parte legate a interventi governativi che hanno spinto in questa direzione (un'analisi più dettagliata di questo aspetto sarà presentata nel successivo, Paragrafo 5.3.3, con un focus sulla **Legge 120/2011** sulle quote rosa nei CdA) portando il numero degli incarichi detenuti da

donne al triplo e per quasi la totalità delle imprese ad avere almeno una figura femminile nel CdA (in passato tale numero corrispondeva solo ai due terzi del mercato).

In particolare a seguito della legge si può osservare che le donne facenti parte del *board* delle società italiane quotate sono mediamente più **istruite**, hanno un **profilo professionale** differente da quello manageriale, sono più **giovani** e **meno family-affiliated** (Figura 23).



Fonte: Consob, Rapporto sulla *Corporate governance*, 2015

Figura 25: Caratteristiche delle amministratrici prima e dopo l'introduzione della legge 120/2011

A seguito della breve panoramica sulla rappresentanza delle donne nei consigli di amministrazione aziendale appena presentata, è bene evidenziarne l'impatto generato sulla composizione del CdA.

Secondo il rapporto della Consob (2016), rispetto ai dati del 2012, non solo l'**età** media dei consiglieri si è ridotta passando da 57,6 a 56,7 anni (grazie alla crescente presenza delle donne che in genere sono più giovani degli uomini), ma è anche aumentata la presenza complessiva di amministratori **stranieri** (dal 5,2% al 7%) con dei valori però simili tra uomini e donne (rispettivamente 7,2% e 7,9%). Si è evidenziato anche un incremento della percentuale di amministratori **laureati** (dall'84,9% all' 85,7%), quelli in possesso di un titolo post-laurea (dal 15,7% al 20,9%) e il numero di professionisti e consulenti (da 115,4% a poco più del 21%). Per quanto riguarda la proporzione di amministratori che coprono **ruoli manageriali**, invece, gli uomini mostrano delle percentuali significativamente più alte (77% contro il 54% per le donne), seppur le donne possedano in linea di massima titoli di studi più elevati (in particolare per quelli post-laurea).

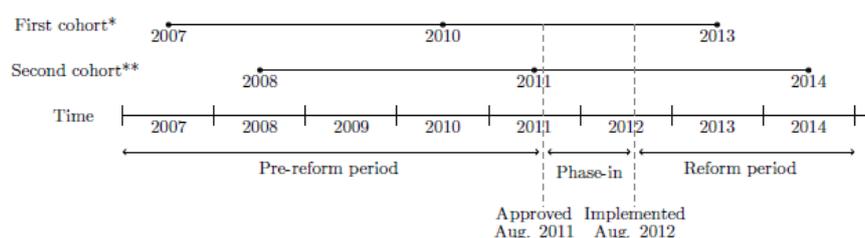
Infine si può osservare una percentuale più bassa di **imprese familiari** per i *board* che sono caratterizzati da eterogeneità di genere rispetto a quelli composti solo da membri maschili (rispettivamente 13% e 17%).

In sintesi come conseguenza emerge che nel contesto italiano, dominato da un sistema gerontocratico maschile in cui i *board* non necessariamente sono composti dagli amministratori più talentuosi e qualificati, l'introduzione delle quote rosa sembra aver ristrutturato la composizione del CdA (Ferrari, 2016).

Confrontando questi valori con lo studio condotto da G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta e C. Pronzato (2016) sulle imprese italiane quotate tra il 2007 e il 2014 emerge un'interessante analisi comparativa pre e post legge sulle quote rosa in Italia (Legge 120/2011, detta Golfo-Mosca).

Lo studio è stato strutturato classificando i CdA in tre gruppi, sulla base del fatto che le elezioni avvengono ogni tre anni e che queste si svolgono nel periodo compreso tra aprile e giugno<sup>169</sup>.

Nell'analisi si è dunque valutato l'impatto dell'introduzione della legge Golfo-Mosca comparando il periodo 2007-2010 con il periodo 2010-2013 (*first cohort*) e successivamente il periodo 2008-2011 con il 2011-2014 (*second cohort*) (figura 24).



Fonte: *Gender quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, Ferrari et al., (2016)

Figura 26: Timeline delle elezioni del board

In termini di composizione del *board* e delle caratteristiche dei membri emerge che:

- Coerentemente con quanto ci si aspettava, a seguito della legge si assiste ad un incremento della percentuale di consiglieri di **nesso femminile** e più precisamente è raggiunta nel 2014 una percentuale superiore a quella richiesta dal primo mandato (20%).
- Si osserva un aumento delle donne che ricoprono le **cariche di CEO e Presidenti**; tale risultato suggerisce un incremento dell'*empowerment* delle donne e non un semplice incremento di tipo numerico.
- Si registra una percentuale più alta di membri **laureati**, sia per le donne che per gli uomini, ma per le prime l'aumento è più consistente e un aumento di membri che hanno studiato all'estero. Per le amministratrici si osserva anche un aumento di laureate in economica e giurisprudenza. In generale un incremento del livello di **istruzione** si registra non solo per i nuovi membri eletti, ma anche per i membri che facevano già parte del CdA.

Tali evidenze quindi fanno ipotizzare che con l'introduzione della legge sulle quote si sia avuto un miglioramento nella selezione sia delle donne che degli uomini e che negli anni antecedenti alla riforma in Italia i CdA non erano orientati alla meritocrazia.

<sup>169</sup> Si possono fare le seguenti osservazioni:

- I CdA che hanno eletto i propri membri l'ultima volta prima dell'introduzione della legge, hanno rinnovato i propri consigli nel 2011 e poi nel 2014 e quindi sono tenute a rispettare la quota di 1/5 a partire dal 2014.
- Le imprese che hanno effettuato le elezioni nel 2012 si trovano in un periodo di transizione tra l'approvazione della legge in Parlamento (luglio 2011) e la sua entrata in vigore (agosto 2012), quindi le imprese erano nella posizione di poter scegliere se anticipare l'applicazione della legge o rimandare all'elezioni successiva.
- Infine le imprese che hanno rinnovato i propri consigli nel 2013 erano tenuti a rispettare le quote di genere nell'elezione dei membri.

- L'età media del *board* si riduce, suggerendo un maggior bilanciamento nella composizione del *board*;
- Non si trova evidenza del fatto che le amministratrici selezionate appartengano alla famiglia di controllo, o meglio non si osserva alcuna variazione significativa in termini di *family-affiliation*.
- Non si osserva un incremento medio del numero di cariche occupate da ciascun membro (*interlocking*), ma se si effettua una distinzione per genere emerge che nel primo *cohort* gli uomini hanno un maggior numero di cariche, mentre nel secondo *cohort* si registra tale incremento per le donne;
- Si osservano **performance economiche** superiori a seguito dell'introduzione della legge 120/2011, più precisamente le imprese con una scarsa percentuale di amministratrici nel periodo pre riforma hanno mostrato un risultato di mercato migliore alla fine del primo mandato, rispetto alle imprese che erano già prossime alla quota richiesta dalla legge.
- Coerentemente con le evidenze esistenti in letteratura circa la maggior aversità al rischio delle donne (Bertrand, 2011), gli autori mostrano che una maggior percentuale di donne nei CdA riduce la variabilità dei **prezzi azionari** dell'impresa.

Nella seguente tabella 5 vengono mostrate le principali statistiche descrittive del campione analizzato dagli autori del paper (Ferrari et al, 2016).

Tabella 5: Analisi descrittiva del campione di imprese analizzate dagli autori del paper Ferrari et al., (2016)

Fonte: Fonte: Gender quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market, Ferrari et al., (2016)

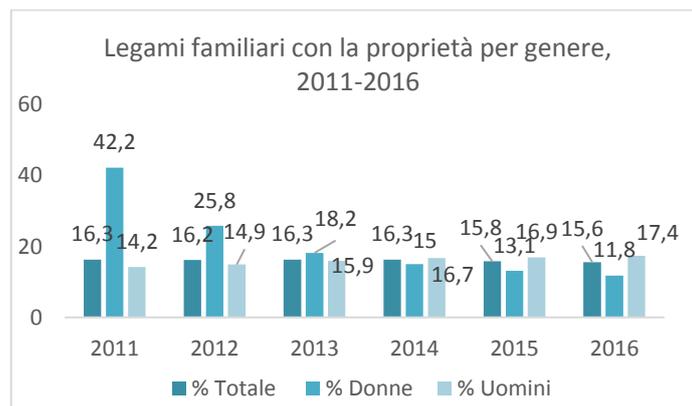
		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Women's empowerment</b>							
Number of members		6.84	6.76	6.72	6.67	6.60	6.94
	Women	0.44	0.49	0.58	0.80	1.19	1.50
	Men	6.40	6.27	6.14	5.86	5.41	5.44
		6.67	7.39	8.29	11.80	18.15	22.12
Share of women (%)		1.52	1.65	2.29	3.15	8.12	11.24
More than 20% of women (%)		3.55	3.07	3.43	3.83	6.04	1.19
Female president		6.53	6.88	6.19	5.70	5.42	8.70
Female CEO							
<b>Education</b>							
% university degree	All	78.63	80.84	82.88	82.97	84.62	84.84
	Women	22.98	26.75	31.89	43.73	58.10	68.52
	Men	79.15	81.17	83.08	82.77	84.41	83.75
% graduate degree	All	5.11	5.28	5.41	5.14	5.37	6.98
	Women	2.89	2.50	3.30	3.75	5.91	9.51
	Men	5.05	5.27	5.33	5.10	5.09	5.90
Field diversity	All	0.66	0.66	0.66	0.67	0.67	0.65
% study abroad	All	2.30	2.30	2.40	2.89	2.85	4.04
	Women	2.30	2.20	2.32	2.63	2.48	3.16
	Men	0.76	1.12	1.68	2.82	3.21	5.45
% degree in economics	All	54.64	56.71	58.38	59.54	60.81	59.69
	Women	13.75	16.49	19.47	27.91	37.72	45.57
	Men	54.98	56.89	58.45	59.51	61.04	58.79
% degree in law	All	10.11	10.22	10.39	10.07	10.81	11.54
	Women	3.41	3.85	4.57	6.64	9.60	11.96
	Men	10.04	10.13	10.34	9.83	10.41	10.95
% degree in political science	All	1.97	2.20	2.47	2.19	2.09	2.31
	Women	1.10	1.14	1.98	1.86	2.23	2.19
	Men	2.10	2.37	2.53	2.21	2.09	2.34
% degree in engineering	All	6.63	6.88	7.00	6.50	6.30	6.19
	Women	1.02	1.42	1.89	2.57	2.60	2.50
	Men	6.88	7.14	7.37	6.92	7.00	7.26

## B) Cambiamento nella presenza di legami familiari

In generale un altro aspetto che influisce molto sugli altri fattori di diversità del CdA, oltre alla partecipazione femminile, è la presenza di legami familiari con il gruppo di controllo.

Secondo lo studio di Magda Bianco et al. (2015) in cui vengono analizzate le imprese quotate italiane tra il 2008 e 2011 la maggior parte degli amministratori donna ha un legame familiare con l'azionista di controllo (55%), diversamente dal caso maschile in cui la percentuale si aggira attorno al 20%; gli autori inoltre trovano evidenza del fatto che le donne *family-affiliated* ricoprono un ruolo esecutivo con maggior frequenza (nel 40% dei casi) rispetto alle donne *non-family-affiliated* (M. Bianco et al., 2015). Le stesse percentuali sono meno marcate nel caso degli uomini.

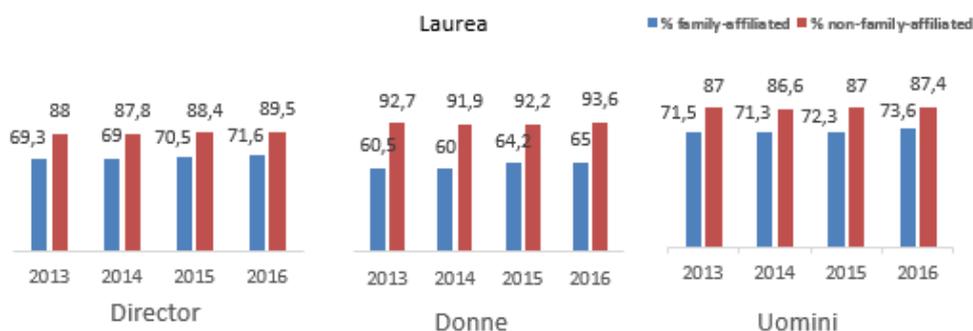
Il grafico in figura 25 mostra come, sebbene l'incidenza degli amministratori con legami familiari con l'azionista di controllo risulti pressoché stabile (attorno al 16%), la distribuzione in base al genere evidenzia una significativa riduzione della percentuale di donne *family-affiliated* negli ultimi quattro anni (dal 26% circa nel 2012 al 12% circa nel 2016). La percentuale per l'anno 2011 (42,2%) è coerente con gli studi precedenti (M. Bianco et al., 2015; Gamba e Goldstein, 2008).

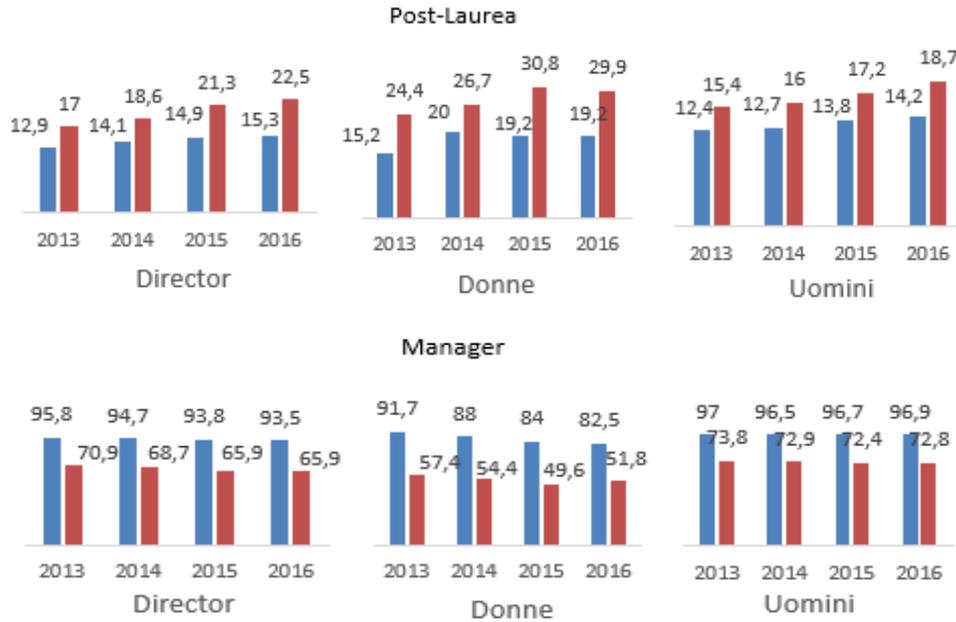


Fonte: Elaborazione propria dati Consob

Figura 27: Percentale di membri *family-affiliated* nel periodo 2011-2016

Nella figura 26 è presente un dettaglio per anno, dal 2013 al 2016, delle percentuali suddivise per genere relative ai membri aventi una laurea, un titolo post-laurea, e che ricoprono incarichi esecutivi, distinguendo tra *family-affiliated* e *non-family-affiliated*.

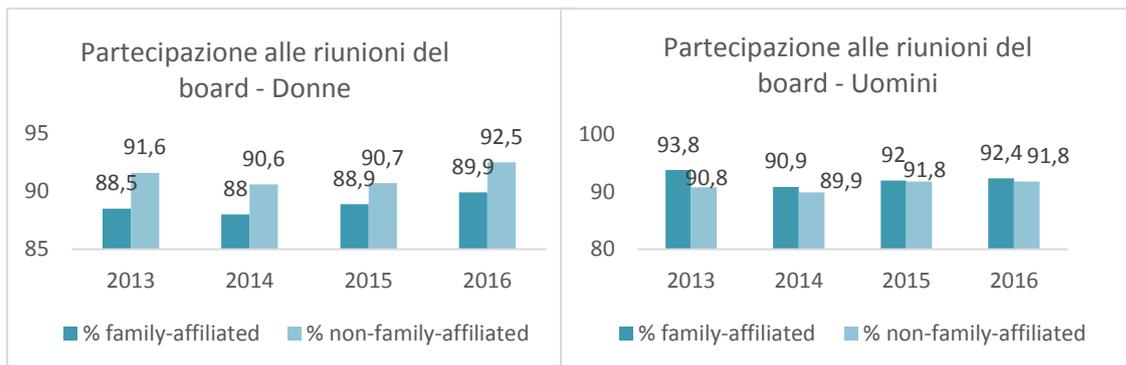




Fonte: Elaborazione propria su dati Consob

Figura 28: Percentuale di membri in possesso di una laurea, un titolo post-laurea e che ricoprono incarichi manageriali, suddivisi per genere dal 2013 al 2016

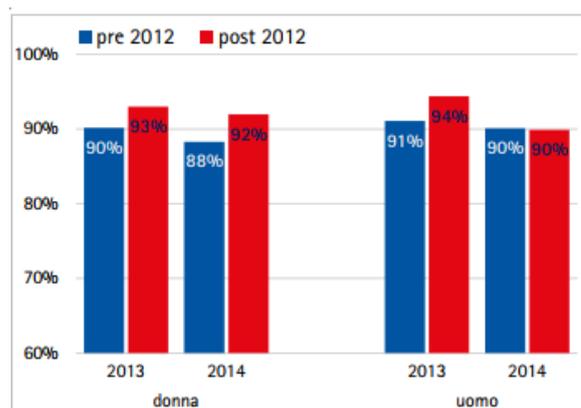
In termini di **partecipazione alle riunioni** si possono effettuare osservazioni differenti in base al genere: innanzitutto emerge un andamento crescente negli anni per le donne, sia *family-affiliated* che per quelle prive di legami con l'azionista di controllo. In particolare si osserva dal grafico in figura 27 che la partecipazione per le amministratrici *non-family-affiliated* è superiore, in tutto l'arco temporale. Per quanto riguarda gli uomini, invece, si osserva un tasso di partecipazione leggermente inferiore, nel caso ci siano legami con l'azionista di maggioranza.



Fonte: Elaborazione propria dati Consob

Figura 29: Tasso di partecipazione alle riunioni del CdA, suddiviso per genere, nel periodo 2013-2016

Effettuando un confronto più generico tra uomini e donne distinguendo tra gli anni pre e post legge sulle quote rosa (Figura 28), emergono per gli uomini dei tassi di partecipazione pressochè simili, mentre per le donne si osserva una percentuale superiore a seguito dell'introduzione della legge 120/2011 sia nel 2013 sia nel 2014.



Fonte: Elaborazione propria dati Consob

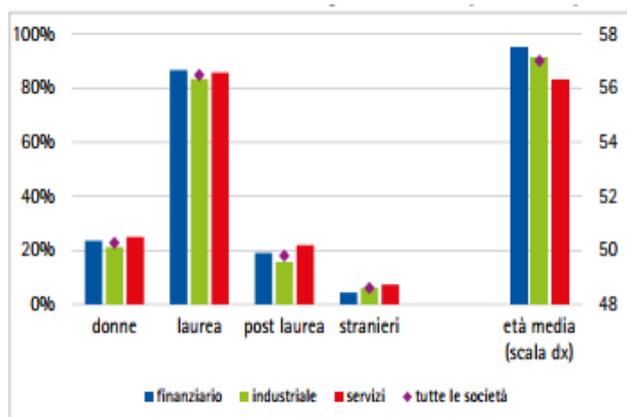
Figura 30: Tasso di partecipazione alle riunioni del CdA prima e dopo l'introduzione della legge sulle quote rose (2012)

### C) L'influenza del settore, dell'assetto proprietario e della dimensione dell'impresa

La Consob infine pone l'attenzione sul fatto che l'eterogeneità nei consigli di amministrazione dipende anche dal settore di appartenenza, dall'assetto proprietario e dalla dimensione dell'impresa.

• Per quanto riguarda il **settore** si possono fare le seguenti considerazioni:

- nelle imprese operanti nei servizi si riscontrano una maggior presenza di amministratori giovani, provenienti da differenti nazionalità e donne (Figura 29). Queste ultime sono diffuse anche nei settori dei beni di consumo (abbigliamento, food), dei trasporti, e delle telecomunicazioni, che risultano essere più piccole e dinamiche (Carter et al., 2003);
- nel mondo finanziario non sono molte le imprese familiari, gli amministratori sono più anziani, hanno dei titoli di studio più elevati e nel CdA è presente una percentuale minore di stranieri;
- nelle imprese industriali accade più frequentemente che i membri del CdA abbiano legami con l'azionista di controllo.



Fonte: Consob, Report 2015

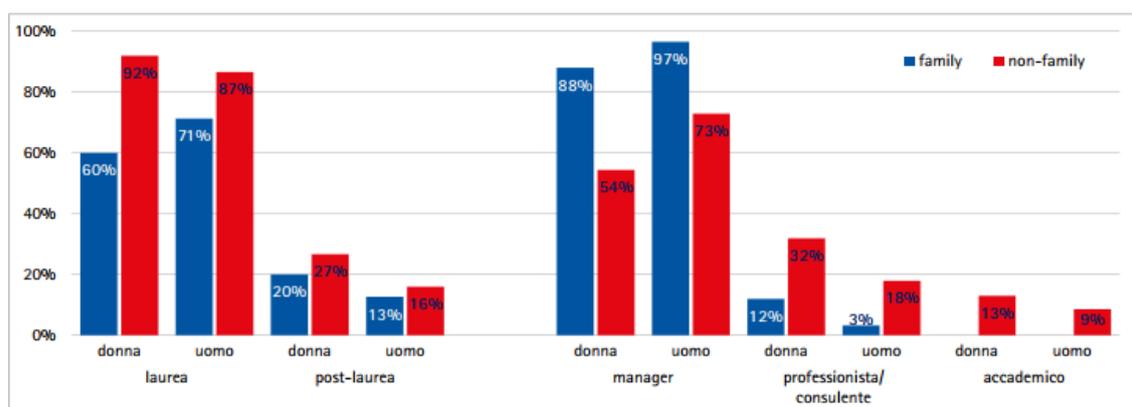
Figura 31: Eterogeneità nei board italiani per settore

• Analizzando le imprese caratterizzate da una **compagine azionaria concentrata**, i membri del CdA sono più anziani, con titoli di studio inferiori e una maggior presenza di donne (M. Bianco et al., 2015). Inoltre quando gli investitori istituzionali sono gli azionisti di maggioranza le donne presenti nel CdA sono maggiori (M. Bianco et al., 2015).

• Le caratteristiche riguardanti le **imprese familiari** sono presentati di seguito in Figura 30.

In generale alla fine del 2014 si osserva che, coerentemente con gli studi di M. Bianco et al. (2015), nelle imprese non familiari i membri mostrano una diversificazione del **background professionale** maggiore (più precisamente una maggiore presenza di consulenti e professionisti) e un livello di **istruzione** superiore, sia nel caso delle donne (i laureati costituiscono circa il 92% contro il 60% nelle imprese familiari) che degli uomini (i laureati rappresentano circa l'87% contro il 71%), anche se per questi ultimi la differenza è meno marcata (Rapporto sulla Corporate Governance, Consob, 2015).

Un'osservazione simile si riscontra anche nel maggior ruolo ricoperto di “**interlocking**”: lo scarto percentuale è più basso per gli amministratori di sesso maschile ma per loro il valore è più alto rispetto alla controparte femminile (M. Bianco et al., 2015).



Fonte: Consob, Rapporto sulla Corporate governance, 2015

Figura 32: Caratteristiche del consiglio di amministrazione in base al genere e ai legami familiari

- In riferimento alla **dimensione**, invece, le imprese incluse nell'indice FTSE MIB rispetto a quelle nel segmento STAR hanno amministratori più anziani, sono più istruiti e presentano un numero maggiore di stranieri, ma una percentuale più bassa di donne e di legami familiari con il gruppo di comando. Quest'ultima evidenza è coerente anche con quanto emerso dagli studi di M. Bianco et al. (2015).

In sintesi per quanto riguarda la presenza femminile, le donne *family-affiliated* sono molto più comuni nelle imprese piccole, con una struttura proprietaria concentrata, che operano nel settore dei beni di consumo e hanno un CdA più grande<sup>170</sup>; hanno un CdA composto da membri più anziani e meno istruiti, un maggior numero di amministratori *interlocker* e una proporzione di amministratori indipendenti inferiore.

Questi ultimi infine risiedono maggiormente nei *board* di società a proprietà diffusa o estera operanti nel settore delle telecomunicazioni o dell'IT.

<sup>170</sup> Magda Bianco et al., “Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections”, 2015.

### ➤ I comitati interni alla società

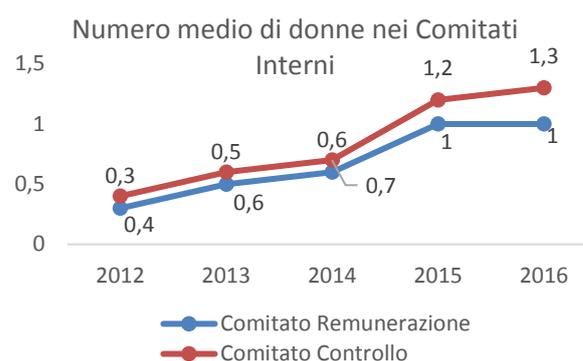
Per quanto riguarda i comitati interni alla società, continua a crescere il numero di emittenti che scelgono di istituirne uno. Secondo la Consob ad oggi quasi la totalità delle imprese italiane ha istituito un comitato per il controllo interno e un comitato per le remunerazioni.

Nell'analisi che segue sono state prese in considerazione solamente le imprese appartenenti al settore industriale e sono state escluse quelle finanziarie e dei servizi.

In termini di composizione si osserva un numero medio di donne crescente nel corso degli anni a partire dal 2012, sia per il comitato di controllo che per quello di remunerazione. Ma per quanto riguarda il comitato di controllo si registra un valore superiore e pari a 1,3 (Figura 31).

Fonte: Elaborazione propria dati Consob

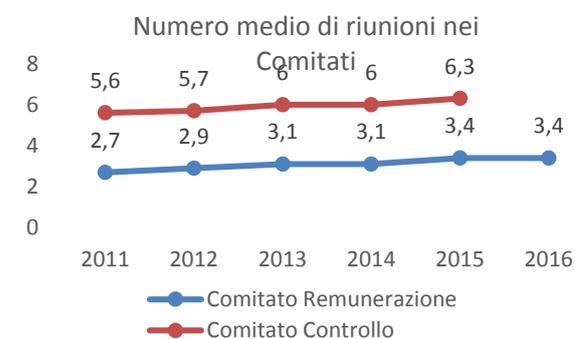
Figura 33: Numero medio di amministratrici appartenenti ai Comitati interni della società, 2011-2016



Il numero di riunioni è rimasto pressochè costante negli anni, oscillando attorno alle 5/6 volte all'anno per il comitato di controllo e circa 3 volte per il comitato per le remunerazioni (Figura 32).

Fonte: Elaborazione propria dati Consob

Figura 34: Numero medio di riunioni tenute dal consiglio di amministrazione, 2011-2016



### 5.3.3 Legislazione Italiana

Come si è potuto constatare dall'analisi fin qui presentata, il mercato del lavoro italiano è caratterizzato da una limitata partecipazione (o coinvolgimento) femminile, ma tale scenario prevalentemente ha caratterizzato l'Italia fino al 2011, anno in cui entra in vigore una legislazione apposita a tutela delle quote, la **Legge 120/2011 Golfo-Mosca**<sup>171</sup> che ha rappresentato un'importante novità nell'ambito del diritto societario italiano. Tale norma prevede che tutte le società quotate in mercati regolamentati e quelle controllate dalla Pubblica Amministrazione (tra cui anche gli enti locali), costituite sia da una struttura monistica che dualistica, debbano rinnovare il proprio statuto introducendo criteri che garantiscano

<sup>171</sup> Disponibile all'indirizzo: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2011/07/28/011G0161/sg>

Si tratta di una legge proposta per la prima volta nel maggio 2009 da Lella Golfo (membro della Camera dei Deputati della coalizione centro-destra) e nel novembre dello stesso anno da Alessia Mosca (membro della Camera dei Deputati della coalizione centro-sinistra). È stata approvata in via definitiva dal Parlamento nel luglio del 2011 ed è entrata ufficialmente in vigore a partire dall'agosto del 2012. Si osserva quindi un periodo di transizione di circa un anno.

l'equilibrio tra i generi nell'organo dell'amministrazione (con e senza incarichi esecutivi) e in quello di controllo della società. Nello specifico è richiesto che venga riservato al genere sottorappresentato una presenza pari almeno ad 1/5 dei propri membri per il primo rinnovo<sup>172</sup> (ed entro il 2015) e prevede che per i rinnovi di nomine successive degli organi sociali la quota sia aumentata fino a raggiungere 1/3 dei posti disponibili, a partire dal 2015.

La Consob richiede inoltre che ciascuna impresa specifichi nel proprio statuto le modalità di formazione delle liste e di individuazione degli amministratori che garantiscano l'equilibrio dei sessi al termine delle votazioni. Qualora le società private non si adeguassero a tale legge con l'introduzione di meccanismi statuari di nomina di amministratori e sindaci appropriata, incorrono in una diffida da parte della Consob la quale concederà un periodo di quattro mesi per conformarsi. Nel caso ciò non accadesse, verrà applicata una **sanzione** amministrativa pecuniaria che parte da un minimo di 100.000 € e arriva fino ad un massimo di 1.000.000 € e viene fissato un nuovo termine di tre mesi per adempiere al proprio obbligo. Se si verificasse un'ulteriore inosservanza della legge e quindi un mancato equilibrio di genere, i componenti degli organi sociali eletti decadono dalla carica.

Per quanto riguarda le imprese pubbliche la mancanza di equilibrio tra i generi determina l'obbligo da parte degli organi consiliari e di controllo aziendali di informare gli organi deputati alla vigilanza e tutti i soggetti che vi abbiano interesse. Inoltre le imprese incorrono in una diffida da parte del Ministero per le Pari Opportunità ad ottemperare all'obbligo entro sessanta giorni e nel caso non venisse nuovamente raggiunta la quota percentuale richiesta, viene concesso un ulteriore periodo di sessanta giorni per conformarsi, decorso il quale inutilmente gli amministratori nominati decadono (diversamente dalle imprese private non è prevista una sanzione pecuniaria).

Occorre inoltre sottolineare che seppur antepoendo nel meccanismo di selezione il rispetto di un particolare interesse (ossia la parità di genere) a quello della direzione dell'impresa, la normativa riguarda solo il rinnovo di tre mandati del CdA a partire dall'entrata in vigore del regolamento: rappresenta quindi un obbligo **temporaneo e graduale**. Lo scopo della seguente Legge è di arrivare nel 2022 ad un'**uguaglianza sostanziale**, con la rimozione degli ostacoli che hanno limitato sino a quel momento l'accesso delle donne a ruoli di comando, promuovendo un cambiamento proiettato verso una maggior meritocrazia e opportunità di crescita. La legge ha **validità** di dieci anni, entro i quali dovrà raggiungere la sua piena efficacia. Se le imprese italiane non riusciranno, in modo autonomo mediante adeguati meccanismi statuari di nomina di consiglieri e sindaci, a raggiungere nei loro organi decisionali un equilibrio nella rappresentanza di genere entro la data prefissata, verrà adottata una

---

<sup>172</sup> Per "primo rinnovo" si intende il rinnovo di tutti gli organi sociali interessati dopo l'entrata in vigore degli obblighi previsti dalla Legge 120/2011 e dal d.p.r. 251/2012.

regolamentazione comunitaria, al fine di realizzare per via normativa questo obiettivo, ritenuto necessario per l'Europa.

Sebbene questa disposizione sia entrata in vigore dall'agosto del 2011, si è registrato un rapido e notevole incremento della rappresentanza femminile nei CdA<sup>173</sup>. Secondo un articolo del "Sole 24 Ore" del marzo 2012<sup>174</sup>, gli investitori istituzionali (soprattutto internazionali) e gli azionisti di minoranza si sono mobilitati in modo attivo alla selezione di donne professionalmente competenti in base a una logica meritocratica da inserire nei consigli delle società. Si è riscontrato, invece, un impegno meno percepibile da parte dei soci di maggioranza delle società familiari ad elevata concentrazione proprietaria, caratterizzate generalmente da un'identificazione della figura del *manager* con quella del titolare del capitale.

La normativa è stata comunque oggetto di molti dibattiti, soprattutto in fase di prima applicazione:

- alcuni hanno sostenuto infatti che mediante questa legge vi sia il rischio di **distorsione della libertà** di iniziativa economica delle imprese. La stessa Confederazione Generale dell'Industria Italiana, organo di rappresentanza delle imprese, ha affermato che: "le prescrizioni vincolanti possono, di fatto, alterare l'ordine dei parametri da valutare in sede di nomina degli amministratori, anteponendo l'obiettivo dell'equilibrio tra i generi a quello della competenza e meritevolezza dei consiglieri. Questo effetto finirebbe per ostacolare una selezione davvero qualificata, traducendosi in un danno all'efficacia della *corporate governance*"<sup>175</sup>, in quanto le donne verrebbero scelte non per le loro competenze, capacità e conoscenze, ma solo per il loro genere. Secondo alcuni studiosi questo tradisce il principio delle pari opportunità svantaggiando, paradossalmente, gli uomini.
- Altri sostengono che si possano generare delle **distorsioni del sistema**: secondo il commissario Consob Luca Enriques in primo luogo le imprese potrebbero decidere di ridurre le dimensioni del *board* in modo da non dover includere un maggior numero di volti (femminili) nuovi nel consiglio con i rischi correlati. Un ulteriore aspetto critico è che dato che la legge si applica solamente per tre mandati e per *prassi* in Italia i mandati hanno durata tre anni, le imprese potrebbero comunque prevedere una durata del mandato inferiore
- Tra i sostenitori contrari alle quote rose vi sono anche quelli che ritengono che, poiché si è riservato un certo numero di sedie nel CdA a favore delle donne, per agire in maniera più **equa** e corretta sarebbe opportuno riservare delle candidature anche per tutte le **minoranze** che si trovano in un determinato Paese, il che sarebbe infattibile.

---

<sup>173</sup> In generale si può osservare che nel 2011 la percentuale di donne sia salita ad una quota relativa del 7,4% e che il 51,7% delle società quotate presentano almeno un membro femminile nel consiglio di amministrazione (Consob, 2011). La percentuale poi è aumentata da 7,4% nel 2011 a 17,8% nel 2013, più che raddoppiando in soli due anni e circa l'84% delle società quotate ha avuto almeno un membro femminile nel proprio consiglio di amministrazione (Consob 2014). In aggiunta alla fine del 2013 in Italia la maggior parte delle figure femminili nei *board* risulta essere indipendente, suggerendo che la percentuale delle donne appartenenti al gruppo delle imprese non familiari stia crescendo (Consob, 2013, 2014).

<sup>174</sup> "La Legge 120/2011 Golfo-Mosca sulle "quote rosa": effetti e conseguenze", di Romina Guglielmetti, Partner di Santa Maria, Studio Legale Associato, Membro dell'Advisory Board di PWA Ready for the Board Women (7 marzo 2012)

<sup>175</sup> "Risposta alla Consultazione della Commissione europea sull'equilibrio di genere nei consigli di amministrazione dell'Unione", 28 maggio 2012.

Analizzando però questi aspetti da un'altra prospettiva:

- l'introduzione delle donne nei CdA potrebbe invece tradursi in una selezione più attenta in quanto tutte le persone talentuose e competenti, uomini e donne, hanno pari opportunità di emergere. Si verrebbe ad incrementarsi il **bacino di risorse** di talento da cui attingere per occupare posti negli organi di direzione e controllo delle società, godendo dunque del beneficio di una maggior concorrenza. Secondo questa visione quindi non si tratta solamente di un aspetto legato all'uguaglianza dei sessi, ma al fatto che la partecipazione delle donne nell'economia è "*part of the growth and stability equation*" (IMPF, 2014).
- Lo scopo della legge è quello di stimolare un **cambiamento culturale** nell'approccio alla crescita dell'impresa, dando avvio a un percorso di maggior coinvolgimento e inclusione delle donne all'interno degli organi decisionali delle aziende al fine di raggiungere una maggiore parità dei sessi. Una volta incrementata la presenza femminile nei *board*, le società dovrebbero adeguarsi nel medio termine e poi proseguire autonomamente lungo questa linea di tendenza, senza ulteriori obblighi imposti dall'esterno. Ovviamente non si ha alcuna certezza che una volta raggiunto il termine di validità della legge, la percentuale di quote rosa rimanga la stessa.
- Un aspetto non direttamente voluto e che invece si è riscontrato da varie ricerche empiriche è quello del **miglioramento complessivo** delle competenze dei membri del *board* e della loro maggior specializzazione: la legge ha indotto una maggior apertura mentale alle persone aventi *background* differenti e una maggior attenzione sui criteri di selezione dei membri del CdA, basando le scelte maggiormente su aspetti meritocratici. In generale gli amministratori nominati risultano essere in media maggiormente istruiti, giovani, con minori legami con l'azionista di controllo e per quanto concerne il profilo professionale essere prevalentemente dei professionisti e consulenti. Tutte queste considerazioni sono più marcate nel caso delle donne.
- Inoltre come conseguenza della legislazione, alla fine del 2013, non solo si è riscontrata una crescita significativa della quota di donne nei *board* delle imprese e un miglioramento della qualità del *board*, ma si è iniziato ad avere anche una **maggior tutela delle minoranze** nel CdA. Nello specifico tale legge ha indotto a porre l'accento maggiormente sul tema dell'esclusione delle donne dai CdA e a prendere in considerazione, nella selezione dei membri, anche le donne competenti ed esperte che fino ad allora non erano mai riuscite ad occupare un posto nel *board* delle aziende a causa di discriminazioni di genere o per il semplice fatto di non appartenere ad una famiglia di controllo o di essere prive di esperienze politiche (La leadership femminile nelle aziende lombarde, Rapporto 2016). Inoltre in generale molte evidenze sulla rappresentanza di genere, alla fine del 2013 in Italia, hanno mostrato un notevole aumento delle quote rosa nell'interno dei consigli di amministrazione.

- Grazie all'introduzione della legge inoltre secondo alcuni studiosi questa maggior attenzione sulle donne potrebbe avere **ricadute positive** anche **sull'occupazione femminile**<sup>176</sup>. Questo fenomeno però si ritiene sia possibile solamente se viene effettuata un'opera di sensibilizzazione sui temi dei percorsi di carriera e sui criteri con cui si selezionano i *manger* (La leadership femminile nelle aziende lombarde, Rapporto 2016), in quanto altrimenti saranno le stesse donne a non presentarsi come candidate per le varie motivazioni presentate nel paragrafo 5.2.

In generale dai risultati mostrati dalle analisi della Consob, l'incremento della presenza femminile nei *board* aziendali si colloca in un *trend* di crescita precedente l'entrata in vigore della legge 120/2011, ma grazie ad essa si è potuto osservare un'accelerazione di questo fenomeno che altrimenti avrebbe richiesto tempi molto lunghi, il che sarebbe stato inaccettabile. Come affermava Magda Bianco<sup>177</sup> "se la presenza femminile nei *board* avesse dovuto continuare a crescere con il tasso medio degli ultimi anni, sarebbero occorsi oltre sessanta anni per raggiungere il 33 per cento imposto dalla legge".

## 5.4 Europa: evidenze empiriche

### 5.4.1 Caratteristiche del mercato europeo

Per quanto riguarda l'Europa, il continente si caratterizza per essere un mercato molto eterogeneo e frammentato, in cui si possono distinguere diversi Stati, ognuno dei quali presenta fattori storici, politici, culturali, sociali e linguistici del tutto differenti.

Nonostante gli sforzi e le molteplici direttive europee che hanno spinto verso una maggior apertura dei mercati, l'eliminazione di molte barriere e un aumento della concorrenza, i risultati sono stati differenti tra un Paese e l'altro a causa della diversa capacità di intendere e guidare il cambiamento da parte dei vari attori coinvolti (lavoratori, sindacati, amministrazioni pubbliche, ecc.) e dai diversi ordinamenti giuridici presenti.

#### Tasso di occupazione femminile nel mercato del lavoro europeo

Il settore dell'occupazione nei Paesi europei presenta una notevole varietà di nazionalità nella composizione della forza lavoro. Eppure dal punto di vista dell'accesso al mercato del lavoro, l'Europa è ancora distante dall'aver un mercato completamente aperto e raggiungibile da tutti e con parità di trattamento al suo interno: si riscontra infatti una divisione etnica/razziale del lavoro abbastanza forte, oltre che una diversità di genere non indifferente. Secondo la normativa europea in materia di

---

<sup>176</sup> Ad esempio secondo uno studio condotto da McKinsey & Company su un campione di imprese a livello globale tra il 2003 e il 2005 emerge che generalmente i CEO di sesso maschile preferiscono circondarsi da altri uomini e lo stesso discorso è valido nel caso in cui i CEO siano delle donne, ma in tal caso dallo studio emerge che i CEO donne sono più propense (+50%) rispetto alla controparte maschile ad affiancarsi da un CEO di sesso femminile, avere figure femminili che gestiscono le *business unit* (+55%) e circondarsi di altre donne in ruoli al vertice della società. Questa evidenza è in contrasto con quanto sostenuto nella "sindrome dell'ape regina", secondo cui le donne che occupano cariche elevate tendono ad escludere le altre donne nella possibilità di raggiungere lo stesso livello.

<sup>177</sup> Daniela Del Boca e Paola Profeta, *Donne e lavoro: le quote di genere due anni dopo*, Il Fatto Quotidiano, 26 novembre 2013.

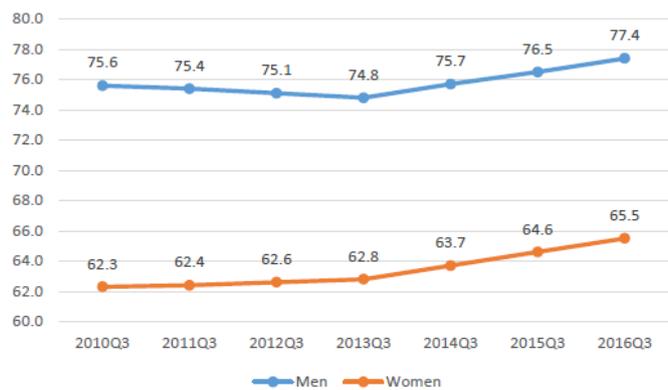
discriminazione (2000), l'origine etnica e il genere rappresentano infatti i criteri principali di discriminazione.

Per quanto riguarda la prima forma di differenziazione si osserva che i tassi di disoccupazione per i migranti e le minoranze sono circa il doppio rispetto alla media del resto della popolazione, e questi valori aumentano nel caso di migranti provenienti da paesi a popolazione prevalentemente musulmana.

In riferimento invece alle differenze di genere nonostante negli ultimi decenni **l'occupazione femminile** abbia fatto molti progressi (secondo un *report* pubblicato nel 2016 dall'agenzia di rating statunitense *Standard e Poor's* è addirittura raddoppiata dal 2009), rimane ancora molto forte il divario con gli uomini. Infatti malgrado le donne costituiscano circa la metà della popolazione europea, il loro contributo nelle sfere politiche ed economiche rimane ancora molto basso.

Nel grafico in figura 33 si può osservare il *trend* dal 2010 al 2016 dei tassi di occupazione distinti per genere.

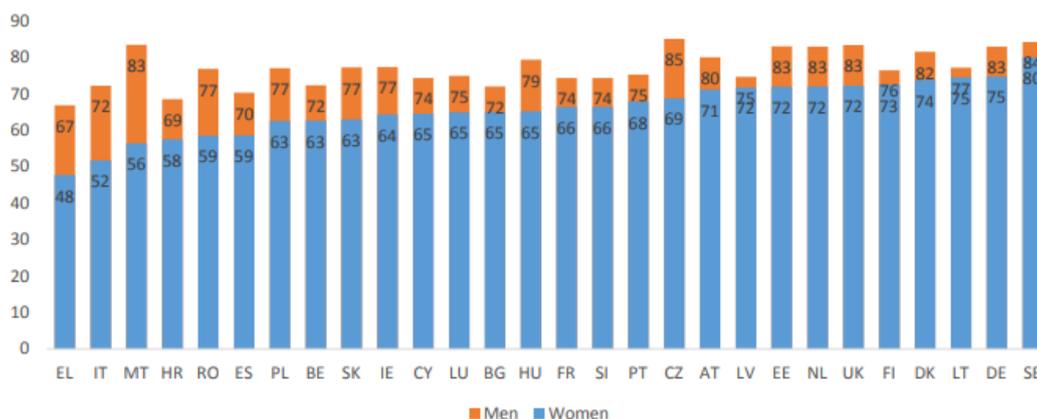
In generale si osserva una diminuzione del gap nel corso degli anni, seppur il divario sia ancora esistente: la percentuale di occupazione delle donne nel 2016 è pari al 65,5% mentre quella degli uomini si attesta attorno al 77,4%. Si osserva inoltre che a partire dal 2013 l'aumento dell'occupazione femminile è molto più consistente rispetto agli anni precedenti: si registra un incremento di 2,7 punti percentuali dal 2013 al 2016, mentre negli anni precedenti il massimo incremento osservato è stato di 0,2 punti percentuali. I seguenti valori al primo trimestre del 2017 sono pari al 61,4% per le donne e pari al 71,9% per gli uomini.



Fonte: European Commission, 2017 Report on equality between women and men in the EU

Figura 35: Trend dei tassi di occupazione per genere (età 20-64), UE-28, 2010-2016q3

Effettuando un confronto con gli altri stati europei, si osservano notevoli differenze da un paese all'altro. Per quanto riguarda l'occupazione femminile nel 2016 (Figura 34) l'Italia si colloca tra le ultime posizioni in classifica (52%) insieme alla Grecia (48%). Tra i Paesi invece con una percentuale compresa tra il 70% e l'80% si osservano l'Austria (71%), la Lettonia, l'Estonia, i Paesi Bassi e il Regno Unito con il 72%, la Finlandia (73%), la Danimarca (74%), la Lituania (75%), la Germania (75%) e la Svezia (80%).

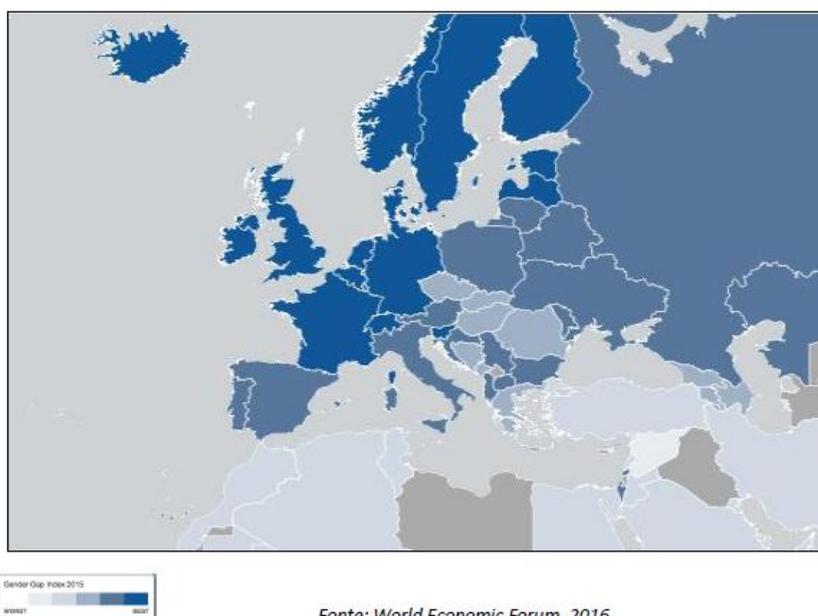


Fonte: Eurostat, 2016, Labour Force Survey

Figura 36: tassi di occupazione per genere negli Stati membri dell'UE-28, età 20-64, 2016q3

Di seguito, nella figura 35, viene mostrato l'indice di Gender Gap nel 2016.

I Paesi europei che mostrano di possedere delle *performance* superiori in termini di *gender gap* a qualunque livello occupazionale nel 2016 sono in ordine (World Economic Forum): l'Islanda (1°), al Finlandia (2°), la Norvegia (3°), la Svezia (4°), l'Irlanda (6°), la Germania (13°), l'Olanda (16°), la Francia (17°), Danimarca (19°), Inghilterra (21°), la Spagna (29°) e il Portogallo (31°).



Fonte: World Economic Forum, 2016

Figura 37: Gender Gap Index dei Paesi in Europa nel 2016

In basso, invece, è indicato l'indice di segregazione di genere per occupazione e per settore a livello globale. Tale indice può assumere valori da 0 (assenza di segregazione) a 50 (massima segregazione).

Tabella 6: Indici di segregazione di genere per occupazione e per settore, anni 2005, 2010, 2015

Fonte: European Commission, 2017 Report on equality between women and men in the EU

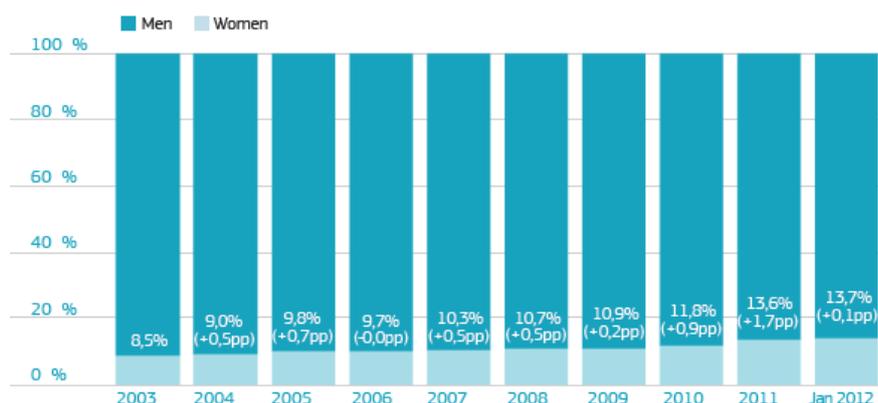
	Gender segregation in occupations			Gender segregation in sectors		
	2005	2010	2015	2005	2010	2015
EU27	24,8	24,9	24,3	17,8	19,1	18,9
EU28		24,9	24,3		19,1	18,9
Austria	26,4	25,9	27,4	19,0	19,3	19,4
Belgium	25,4	25,4	26,4	17,5	19,5	20,2
Bulgaria	27,8	28,9	28,6	19,2	21,1	21,9
Croatia	27,7	28,0	28,2	18,5	20,6	21,0
Cyprus	29,9	28,9	28,9	20,0	20,0	19,5
Czech Rep.	28,4	28,3	28,2	19,1	20,9	21,5
Denmark	26,8	25,7	24,9	18,8	19,5	19,2
Estonia	30,0	30,6	30,9	24,2	25,7	25,0
Finland	29,3	28,6	27,5	22,2	23,7	23,8
France	26,3	26,1	25,9	17,3	19,1	18,7
Germany	26,2	26,1	25,3	18,2	19,4	19,5
Greece	22,4	21,9	19,0	16,0	16,1	13,5
Hungary	28,6	27,7	28,0	19,8	20,7	20,5
Ireland	27,4	26,2	26,2	22,6	21,2	21,3
Italy	23,6	24,7	24,8	17,8	19,7	19,5
Latvia	27,9	28,0	28,9	21,6	24,2	24,8
Lithuania	27,0	28,8	28,2	22,0	22,0	22,4
Luxembourg	26,4	23,4	23,0	17,4	16,0	15,8
Malta	23,3	24,0	24,9	15,5	16,3	17,2
Netherlands	26,1	25,0	24,9	17,6	19,4	18,1
Poland	25,2	26,0	26,9	18,8	20,5	21,5
Portugal	26,0	26,4	25,7	20,3	21,2	21,1
Romania	19,3	22,0	23,0	14,9	16,7	18,1
Slovakia	29,6	31,1	29,5	22,5	25,2	23,6
Slovenia	27,3	25,8	26,2	18,0	19,0	19,5
Spain	26,5	26,5	25,2	20,3	20,4	19,4
Sweden	27,2	26,1	25,0	21,5	21,5	20,6
UK	25,9	24,4	23,4	18,6	19,4	18,4

Senza dubbio le normative dell'UE e le varie iniziative governative dei singoli Stati e la diffusione di valori sociali adeguati volti a migliorare l'integrazione dei migranti, delle minoranze e delle donne nel mercato del lavoro e limitare ogni forma di discriminazione hanno contribuito a migliorare i risultati, anche se secondo i dati statistici di Eurostat 2017, l'aumento dei tassi di occupazione femminile registrati in alcuni Paesi come la Grecia e Cipro, sono in realtà in parte dovuti a una riduzione dell'occupazione maschile.

#### 5.4.2 Rappresentanza delle donne nei CdA europei

Inoltre i dati mostrano che è presente un *gap* molto ampio nella proporzione di donne impiegate e quelle che hanno un ruolo nel CdA aziendale.

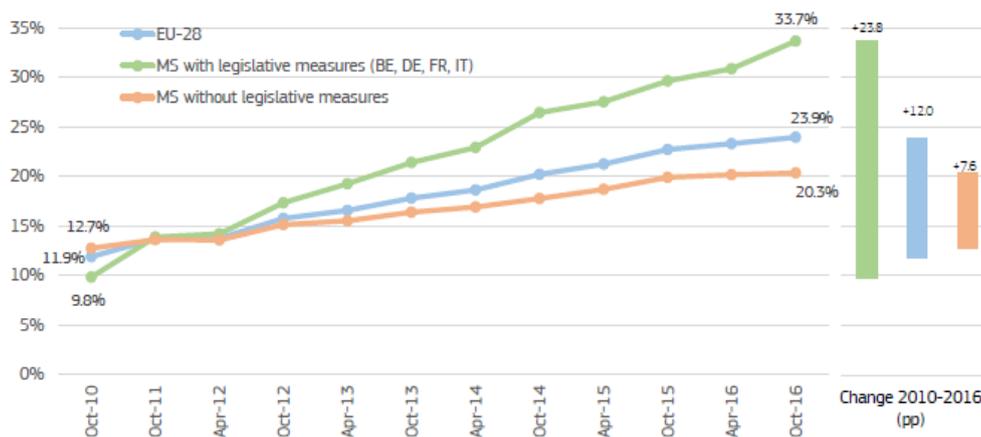
Per quanto riguarda la diversità di genere nei CdA aziendali in Europa<sup>178</sup> si può osservare dal grafico in Figura 36 come il numero delle donne nei CdA delle più grandi imprese europee pubbliche quotate è cresciuto gradualmente anno dopo anno dal 2003 al 2012 (da 8,5% al 13,7%), registrando inoltre un incremento di 1,9 punti percentuali rispetto al 2010, anno in cui le donne occupavano in media solo l'11,8% dei posti disponibili nel CdA (se si esclude la Francia, l'incremento è dell'1,1% e raggiunge quota pari a 12,9%).



Fonte: European Commission, Database su Women and Men in Decision-Making<sup>1</sup>.  
Figura 38: Percentuali di donne e uomini nei CdA delle imprese pubbliche europee, EU-27, 2003-2012.

<sup>178</sup> La Commissione Europea considera nelle proprie analisi solamente le migliori imprese dal punto di vista economico e finanziario e con capitalizzazione di mercato superiore a 1 miliardo di euro (La leadership femminile nelle aziende lombarde, Rapporto finale 2016).

Effettuando un'analisi distinguendo tra Paesi che hanno adottato una misura legislativa vincolante e quelli invece che hanno lasciato alle imprese la decisione sulle misure più opportune da adottare al fine di ridurre il problema della rappresentanza femminile nei CdA (Figura 37), si può osservare come in generale vi sia un incremento delle donne nei *board* nel corso degli anni che vanno dal 2010 al 2016, ma negli Stati che hanno introdotto azioni legislative mirate, come in Belgio, Germania, Francia e Italia, tale incremento è molto più significativo. Per questi infatti si passa da una percentuale dell'11,9% nel 2010 ad una percentuale pari al 33,7%, registrando un aumento di 23,8 punti percentuali, contro i 7,6 punti percentuali (al 12,7% al 20,3%) dei Paesi senza tali misure vincolanti. Tra questi, infine si distingue il Regno Unito che tra le 50 più grandi imprese quotate si registra un incremento di 13,6 punti percentuali rispetto al 2010 registrando un valore pari al 27% nel 2016.



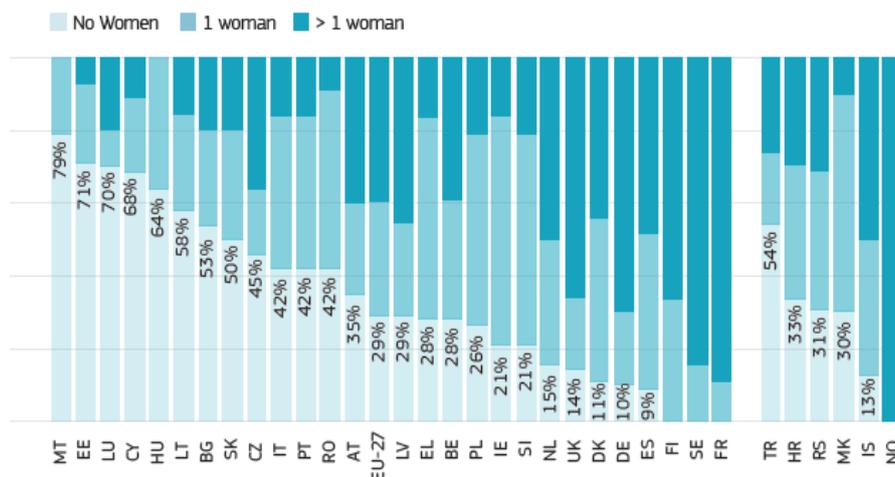
Fonte: European Commission, 2017 Report on equality between women and men in the EU

Figura 39: Percentuale di donne nei CdA delle principali imprese quotate europee, EU-28, 2010-2016

Inoltre, sebbene la percentuale di imprese senza neanche una figura femminile sia decresciuta significativamente nel corso degli anni in Europa, ciò non è valido in assoluto per tutti i paesi europei. Se si effettua un'analisi più dettagliata per Stato, si osserva una differenza significativa tra un paese e l'altro: i paesi europei che hanno registrato il maggior incremento percentuale di donne nel CdA (+4%) sono la Slovenia e la Bulgaria, seguono i Paesi Bassi, la Repubblica Ceca e la Germania (3%); ma si possono osservare anche paesi in cui la proporzione di donne è diminuita come la Romania, l'Ungheria, e la Slovacchia<sup>179</sup>.

In generale nel 2012 si possono distinguere solo 5 Paesi in cui tutte le imprese analizzate presentano almeno una figura femminile nel CdA e più della metà ne possiede almeno due: Francia (89%), Svezia (85%), Germania (70%), Finlandia (67%) e Regno Unito (66%) (vedi Figura 38).

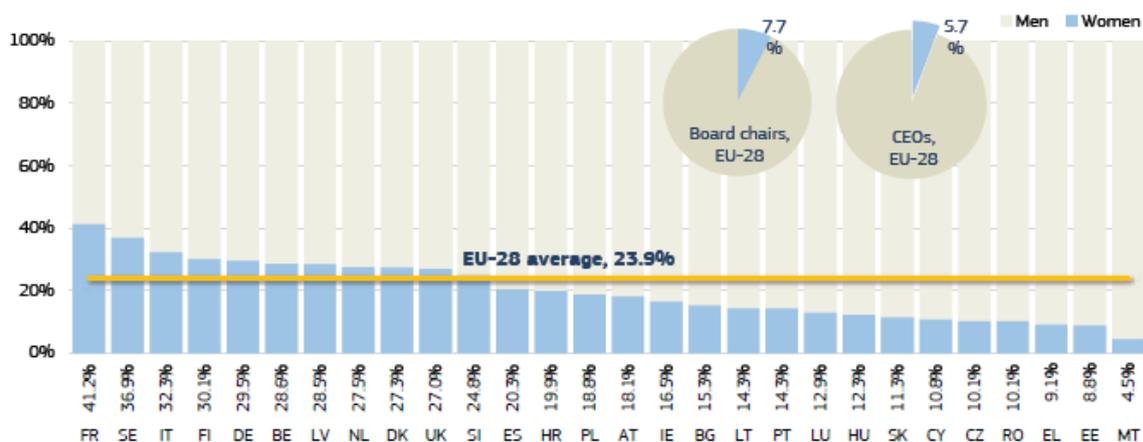
<sup>179</sup> Commissione Europea, *Women in economic decision-making in the EU: progress report. A 2020 Europe Initiative*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2012.



Fonte: European Commission, Database on women e men in decision-making

Figura 40: Distribuzione delle imprese secondo il numero di donne nel CdA, EU-27, 2012

Analizzando le quote per Paese si osserva (figura 39) come le donne nell'ottobre del 2016 occupino meno di un posto su quattro (23,9%) nei board delle più grandi imprese quotate in Europa. Più precisamente sono presenti solo quattro Paesi in cui occupano almeno il 30% dei posti disponibili nei CdA: l'India, la Svezia, l'Italia e la Francia con poco oltre il 40%; è presente meno di una donna su cinque in Irlanda, Grecia, Estonia, Portogallo, Lussemburgo, Ungheria; circa una su dieci in Cipro, Repubblica Ceca e Romania, e meno di uno su venti a Malta.



Fonte: European Commission, 2017 Report on equality between women and men in the EU

Figura 41: Equilibrio dei generi nei board, nelle cariche di Presidente e CEO delle maggiori imprese quotate europee, ottobre del 2016

Di seguito è illustrata una Tabella 6 con i codici relativi ai Paesi sopra menzionati.

Codici degli Stati											
BE	Belgio	IE	Irlanda	LV	Lettonia	AT	Austria	FI	Finlandia	HR	Croazia
BG	Bulgaria	EL	Grecia	LT	Lituania	PL	Polonia	SE	Svezia	MK	Repubblica Macedone
CZ	Repubblica Ceca	ES	Spagna	LU	Lussemburgo	PT	Portogallo	UK	Regno Unito	TR	Turchia

<b>DE</b>	Germania	<b>IT</b>	Italia	<b>MT</b>	Malta	<b>SI</b>	Slovenia	<b>LI</b>	Liechtenstein	<b>RS</b>	Repubblica Serba
<b>DK</b>	Danimarca	<b>FR</b>	Francia	<b>HU</b>	Ungheria	<b>RO</b>	Romania	<b>IS</b>	Islanda		
<b>EE</b>	Estonia	<b>CY</b>	Cipro	<b>NL</b>	Paesi Bassi	<b>SL</b>	Slovacchia	<b>NO</b>	Norvegia		

Tabella 7: Codici degli Stati europei

In generale dai risultati fin qui mostrati, si può osservare come la rappresentanza delle donne nei CdA delle imprese cambi profondamente da un Paese all'altro, e come in generale la maggior parte dei membri siano ancora prevalentemente uomini (86,3%) e il progresso rimane basso, nonostante i miglioramenti. In particolare la rappresentazione delle donne nei consigli di amministrazione italiani si allinea abbastanza con il resto dei Paesi europei (European Commission, 2013). Secondo il rapporto "Cs Gender 3000" del Crédit Suisse Research Institute si può osservare che nel 2016 i Paesi nel mondo che hanno il maggior tasso di presenza femminile nei consigli di amministrazione nelle società sono in Europa. Si trovano invece in Asia le società che hanno la maggior diversità di genere nel *management*.

Tuttavia i valori sopra evidenziati risultano inferiori a quelli del mercato statunitense dove si sta iniziando ad osservare una tendenza al cambiamento, grazie alla maggior sensibilizzazione delle organizzazioni. Analizzando infatti la situazione della sotto-rappresentanza delle donne nel mondo presentata in figura 40, negli Stati Uniti è leggermente migliore rispetto ai Paesi europei: secondo le migliori imprese della rivista Fortune 500 si osserva un 15,7% contro il 13,7%. Occorre comunque sottolineare che la presenza di figure femminili tra i Paesi dell'Unione Europea è molto variegata, per cui non è del tutto corretto effettuare un confronto di questo tipo. Per quanto riguarda gli altri Paesi nel mondo, a parte per l'Australia (10,9%) e il Canada (10,3%), le donne sono meno di un decimo dei membri del CdA nei *board* delle imprese europee. In Giappone invece le donne non hanno alcuna voce in capitolo nel processo di *decision-making* e rappresentano meno dell'1% dei membri del CdA.



Fonte: European Commission, Women in Economic Decision-making in the EU: Progress report. A Europe 2020 Initiative. I dati non sono completamente comparabili tra di loro in quanto provengono da fonti differenti che fanno riferimento ad anni diversi.  
Figura 42: Rappresentazione delle donne e degli uomini nel CdA delle maggiori imprese quotate

Per quanto riguarda le **cariche al vertice**, secondo quanto si può osservare nel database “*Women and men in decision-making*” della Commissione Europea, la situazione tra il 2003 e il 2012 non è molto differente e le donne continuavano a essere scarsamente visibili nei posti al vertice della società: in più di 96 imprese su 100 i presidenti sono uomini e non sembrava esserci alcun segnale di progresso. Un aspetto curioso che emerge nella Tabella 7, è che nel 2012 solo il 3,2% dei presidenti erano donne, mentre nel 2010 erano il 3,4% e nel 2006 il 3,7%.

Tabella 8: Percentuale di donne e uomini la carica di presidenti nella società (UE-27 2003-2012)

%	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Men	98,4	97,4	96,9	96,3	97,1	97,2	97,0	96,6	97,3	96,8
Women	1,6	2,6	3,1	3,7	2,9	2,8	3,0	3,4	2,7	3,2

Fonte: Commissione Europea, Database su *Women and Men in decision-making*.

Nota: I dati sono generalmente raccolti nell'ultimo quadrimestre dell'anno, ma quelli riferiti al 2012 si riferiscono a gennaio (solo 3 mesi dopo ai dati del 2011).

Oggi la percentuale media europea di donne che svolgono ruoli *manageriali* è ancora molto bassa con differenze significative tra un paese e l'altro. In media le donne che ricoprono una carica di Presidente del consiglio di amministrazione sono il 7,7% e se si considerano gli incarichi di amministratore delegato in società quotate in Borsa, le donne rappresentano solo il 5,7% circa rispetto ai colleghi uomini (Figura 39). In generale comunque per quanto riguarda gli incarichi nel *top management*, l'Italia si colloca nella media dei Paesi europei, ma quello più aperto a figure di *senior manager* femminili, rimane comunque i paesi asiatici<sup>180</sup>.

In sintesi quindi si può affermare che la maggior parte delle donne ricopre ancora cariche *manageriali* a livello intermedio o inferiore, mentre i *team* a livello apicale presentano un predominio maschile.

Da ulteriori analisi emerge inoltre che le donne non sono solo penalizzate nel raggiungimento di posti apicali nelle imprese, ma anche la durata della loro carica come amministratrici è inferiore (**tenure**): se infatti mediamente le donne mantengono il loro incarico per circa due anni, per gli uomini questo periodo dura circa cinque anni in Europa e sei anni negli Stati Uniti.

Infine secondo alcune ricerche le donne più esperte e competenti, (Burgess e Tharenou, 2000), hanno maggior probabilità di coprire un ruolo non esecutivo e occupano posizioni nei **comitati** meno strategici (ad esempio per le *public relations*), mentre gli uomini tendono a occupare posti nei comitati con ruoli più strategici, come ad esempio quelli esecutivi, per la remunerazione, finanziari (Bilimoria e Piderit, 1994).

<sup>180</sup> In Malaysia si registra infatti una percentuale pari al 26,2%, attestandosi una posizione davanti alla Svezia (25,6%), a Singapore (25%) e alle Filippine (24,6%).

Sicuramente sono stati fatti dei progressi tra il 2011 e il 2013 in alcuni Paesi (Figura 41), come la Germania e il Regno Unito, in cui si osserva un incremento di 4 punti percentuali nei comitati esecutivi, ma i valori continuano a rimanere molto bassi (rispettivamente 7 e 15%).



Fonte: *Women Matter 2013 Report*, "Gender Diversity In Top Management: Moving Corporate Culture, Moving Boundaries (PDF-3MB)", McKinsey & Company.

Figura 43: Percentuale di donna nei CdA aziendali e nei Comitati esecutivi nei principali paesi nel mondo

### 5.4.3 Legislazione europea

Da quanto emerso nell'analisi fin qui presentata si può facilmente intuire come il problema delle quote di genere in Europa stia diventando particolarmente sentito, tanto che oggigiorno sono molti gli sforzi volti a ridurre il *gap* di genere e incrementare la possibilità delle donne di accedere a cariche elevate nelle organizzazioni aziendali al pari dei colleghi dell'altro sesso. A tal proposito molteplici paesi europei hanno iniziato a implementare delle misure legislative vincolanti a favore della maggior partecipazione delle donne nel mercato del lavoro.

La questione della diversità di genere nelle posizioni di *leadership* economica sono state messe in evidenza nel dibattito politico del settembre del 2010, quando la Commissione europea ha adottato la sua nuova strategia per l'uguaglianza tra donne e uomini (*Strategy for Equality between Women e Men, 2010-2015*)<sup>181</sup> che prevede l'utilizzo di "iniziative mirate per ottenere più donne nei posti di lavoro al vertice del processo decisionale".

Nel novembre del 2012, la stessa Commissione Europea ha proposto una Legge al Consiglio dell'Unione Europea in tema di parità di genere finalizzata a stimolare l'incremento della partecipazione femminile ai processi decisionali<sup>182</sup>. Il seguente progetto di legge prevede il raggiungimento, nel consiglio di

<sup>181</sup> [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/document/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/document/index_en.htm)

<sup>182</sup> I primi passi concreti sono stati fatti il 1° marzo del 2011 quando, Viviane Reding, Vice-Presidente della Commissione Europea e Commissario UE per la Giustizia, i Diritti fondamentali e Cittadinanza, ha lanciato la "*Women on the Board Pledge for Europe*" (fino a quel momento, non erano state presentate delle iniziative normative). Si tratta di un appello diretto alle società europee quotate in borsa a firmare un impegno volontario volto ad aumentare la presenza delle donne nei loro consigli aziendali, passando ad una percentuale pari al 30% entro il 2015 e al 40% entro il 2020, attraverso la selezione di donne qualificate in sostituzione dei componenti maschili in uscita. La Commissione ha inoltre annunciato nel marzo del 2011 che riesaminerà il progresso raggiunto sulla diversità di genere e l'efficacia delle misure di autodisciplina adottate e, qualora le

amministrazione delle imprese, di una percentuale minima di presenza del sesso sottorappresentato pari al 40% di tutti i consiglieri senza incarichi esecutivi delle società quotate in Borsa entro il 2020 (non sono stati considerati gli amministratori esecutivi in modo da limitare l'ingerenza legislativa nelle attività di gestione quotidiana). Per le società pubbliche è previsto un termine più breve (entro il 2018) in quanto gli strumenti a disposizione per introdurre dei cambiamenti sono generalmente considerati più efficaci. La disposizione invece non si applica alle piccole e medie imprese in quanto il rispetto di tale direttiva costituirebbe un onere eccessivamente alto tale da non renderlo più vantaggioso alle stesse. Per quanto riguarda le strutture dei consigli di amministrazione, non è rilevante discernere tra sistemi dualistici, monostici o misti, in quanto in ciascuno di questi casi è possibile distinguere le figure di amministratori non esecutivi dalle altre.

La proposta del Parlamento Europeo non impone agli Stati membri delle misure precise da adottare al fine di raggiungere l'obiettivo di equilibrare la rappresentanza donna-uomo, ma fissa obiettivi comuni lasciando a ciascuno Stato la libertà di decidere come raggiungerli, allo stesso modo invita loro a individuare sanzioni opportune che siano sufficientemente dissuasive (le misure introdotte da alcuni Paesi sono molto diverse tra di loro). Infine le imprese hanno l'obbligo di informare annualmente le autorità nazionali competenti dei progressi raggiunti in merito alla parità di genere. Nel novembre dell'anno dopo, il Parlamento Europeo ha approvato delle modifiche al testo proposto prevedendo delle sanzioni per le società che non avrebbero rispettato la quota del 40% richiesta, ed è stata presentata una relazione annuale inerente la modalità di applicazione dell'equilibrio delle rappresentanze di genere all'interno delle istituzioni e delle agenzie europee<sup>183</sup>.

In generale non tutti gli Stati membri del Consiglio sono sembrati sin da subito d'accordo all'entrata in vigore di tale Legge. La maggior parte di essi ha riconosciuto l'importanza dell'eterogeneità del consiglio di amministrazione, grazie anche ai numerosi risultati empirici a favore delle quote rosa nei *board* aziendali, i quali rivelano che con un'adeguata diversità di genere e pluralità di competenze, esperienze professionali e provenienza geografica si raggiungono risultati economici e *performance* aziendali migliori, ma malgrado tali evidenze, molti Stati non hanno ritenuto opportuno vincolare questa *best practice* a una normativa legislativa. Tale ipotesi è stata infatti considerata "un'ingiustificata ingerenza nei diritti e nelle decisioni delle società e dei loro azionisti": la scelta dei requisiti tecnici e professionali di ciascun membro del *board* dovrebbe essere una prerogativa delle singole imprese e non frutto di un obbligo normativo.

---

imprese non fossero riuscite ad ottenere dei risultati sufficienti mediante autoregolamentazione, esplorerà delle azioni mirate a migliorare la partecipazione femminile nel processo decisionale e procederà con l'introduzione di una legislazione a livello europeo.

In generale si può osservare che i ministri dei numerosi Stati membri hanno sostenuto attivamente l'iniziativa della Commissione europea e hanno incoraggiato le società quotate nazionali ad avviare degli sforzi per aumentare la rappresentanza femminile nei loro *board*.

<sup>183</sup> Nonostante ciò, verso la fine del 2013, il progetto di Legge non risulta ancora approvato dal Consiglio dell'Unione Europea che ha pubblicato un *report* in cui dichiara che la data entro cui raggiungere l'obiettivo del 40% andrebbe posticipata dal 1 gennaio 2020 al 31 dicembre 2020.

Secondo la Confindustria<sup>184</sup> la diversità di genere è un tema che deve essere disciplinato da ogni impresa, in base alle proprie esigenze aziendali, in modo da poter:

- sensibilizzare adeguatamente ciascun membro e renderlo consapevole del valore aggiunto che ne deriverebbe;
- favorire una composizione equilibrata degli organi tenendo in considerazione le caratteristiche personali e professionali dei singoli componenti;
- permettere alle imprese di “modulare i propri assetti organizzativi in relazione alle dimensioni, alla complessità e specificità del settore in cui operano e alla composizione della compagine azionaria”.

Secondo la Confindustria quindi le misure volontarie sono le più adeguate, ma se si considera indispensabile un intervento più stringente, questo deve essere mirato alle società quotate, in base alla loro apertura al mercato dei capitali esterni e secondo un approccio simili a quello italiano (Legge n.120/2011), ossia graduale e temporaneo. Secondo altri Paesi, invece, il discorso delle quote sarebbe più opportuno si applicasse soltanto nelle sfere politiche dove è di fondamentale importanza la rappresentanza, mentre nel settore privato è più corretto che ciascuna impresa scelga i propri candidati *esclusivamente* sulla base di propri criteri di merito e competenze.

In linea generica si preferisce individuare misure di autodisciplina da parte delle singole società o dalle normative nazionali e si ritiene inopportuno un provvedimento normativo europeo vincolante (come è avvenuto ad esempio in Norvegia, Italia, Spagna, Francia) a cui adeguarsi solo per evitare sanzioni, in quanto inoltre l'imposizione di regole uniformi tra i vari Stati membri rischia di non valorizzare le diversità e i differenti modelli societari di ciascun Paese.

Le misure adottate da ciascuno Stato sono quindi molto diversificate tra di loro in termini di imprese coinvolte, *target* da raggiungere, tempistiche e sanzioni nel caso di inadempimento dei risultati. Tuttavia, nonostante i vari sforzi attuati, in Europa il progresso rimane ancora molto limitato e l'UE non può permettersi ancora per molto tempo un disequilibrio di genere all'interno delle organizzazioni aziendali.

## **Norvegia**

Entrando più nel dettaglio nelle normative di alcuni Paesi, la Norvegia rappresenta l'esempio più evidente di promozione della diversità di genere (pur non essendo uno Stato membro dell'Unione Europea, ma è comunque appartenente allo Spazio Economico Europeo).

Per quanto riguarda i diritti delle donne, la Norvegia è sempre stata all'avanguardia, ne è un esempio il fatto che il diritto di voto per le donne è stato introdotto già nel 1913 ed è stato il primo Paese a formulare nel dicembre del 2003 una legislazione apposita (*Companies Act*) volta a incrementare le quote rosa all'interno dei consigli di amministrazione delle imprese pubbliche. Inoltre diversamente dalla legislazione

---

<sup>184</sup>Risposta di Confindustria alla “Consultazione della Commissione Europea sull'equilibrio di genere nei consigli di amministrazione dell'Unione”.

italiana in cui il vincolo sulle quote è di tipo graduale, in Norvegia è immediato: la motivazione è proprio da ricercarsi nello status quo antecedente alla riforma.

La legge è entrata in vigore nel 2006 e ha imposto a tutte le imprese quotate in Borsa (pubbliche e cooperative) di rispettare il 40% di quota di genere femminile nei *board* aziendali entro il 2008<sup>185</sup>. Questo obbligo non è stato imposto alle società private, le quali sono generalmente piccole imprese a conduzione familiare, in quanto una legge di questo tipo sarebbe un'ingerenza molto forte che interferirebbe in modo sostanziale sulla loro autonomia. In tali aziende la struttura proprietaria personalizzata è molto più significativa rispetto alle grandi imprese pubbliche. Nonostante i dati relativi al 2009 evidenzino che la maggior parte dei membri del CdA delle imprese quotate era ancora di sesso maschile: il 39,8% dei seggi è occupato da donne, meno del 2% dei CEO è donna e nel caso del *top management* tale percentuale è di circa il 10% (Heidenreich, 2009), nel 2015 la quota di figure femminili nel CdA delle imprese norvegesi si è attestato ben al di sopra della media dei Paesi europei ed era pari al 46,7%.

Si può quindi affermare che, malgrado le incertezze iniziali sull'efficacia di una norma che impone dei vincoli sul nucleo direzionale, la nuova legislazione sulle quote rosa ha avuto un ampio consenso in Parlamento, ma non solo: in ogni campo si è ritenuto che la seguente *policy* non fosse particolarmente controversa. Dopo sette anni il concetto di quota è largamente accettato nella politica e società norvegese e i risultati derivanti da questa normativa sono sorprendenti.

Alcune evidenze sul territorio norvegese, mostrano addirittura come in imprese rappresentate solamente da figure maschili si riscontri una correlazione negativa con il valore aziendale, mentre si individua una reazione di mercato positiva a seguito della presenza di almeno una figura femminile nell'amministrazione aziendale (Ahern e Dittmar, 2012).

Grazie all'esempio della Norvegia, si iniziò ad avere un processo di diffusione in tutta Europa. Ulteriori tentativi di quote di genere sono infatti stati effettuati in altri Paesi in Europa come in Spagna, Portogallo, Irlanda, Francia ecc (la percentuale di donne nel CdA nel 2015 è rispettivamente il 18%, 7%, 10% e 29,7%<sup>186</sup>), ma anche in Svezia<sup>187</sup>.

---

<sup>185</sup> Più precisamente il "*Companies Act*", prevede che sia assegnato al sesso sottorappresentato la metà dei posti nel caso il CdA sia composto da 2 a 3 membri, se i posti disponibili sono da 4 a 5 ciascun sesso deve essere rappresentato da almeno due membri, in CdA composti da 6 a 8 membri sono previsti almeno tre seggi ciascuno, infine in CdA da almeno 9 membri ogni sesso deve ottenere almeno il 40% dei posti disponibili nel consiglio di amministrazione. Le imprese hanno avuto due anni di tempo per poter conformarsi a tale normativa, e nel caso non avessero raggiunto l'equilibrio di genere imposto, il CdA sarebbe stato dichiarato sciolto e quindi non sarebbe stato possibile registrare i membri del CdA nominati (la maggior parte delle imprese sono riuscite a conformarsi con la quota entro i due anni di transizione).

<sup>186</sup> Enrico Franceschini, Quote rose al top in Norvegia, il Giappone è maglia nera, La Repubblica (13 gennaio 2015).

Disponibile su: [http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote\\_rosa\\_classifica-104864138/](http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote_rosa_classifica-104864138/)

<sup>187</sup> Se la Norvegia è stata pioniera nell'introduzione delle quote di genere, la Svezia è stata comunque tra i primi Paesi europei a rendere la diversità di genere un requisito legale per le imprese qualora queste non avessero riservato autonomamente un minimo del 25% dei loro posti nei CdA alle quote rosa (Medlan 2004). Seppur non ci sia una norma vincolante in materia, la rappresentanza femminile nelle società è tra le più alte in Europa. La motivazione è da ricercarsi in parte nelle molteplici strategie "alternative" che sono state messe in atto affinché non fosse necessario il ricorso alle quote.

## Francia

In particolare la Francia si è mostrata in avanti rispetto a molti altri Stati membri dell'Unione Europea grazie alla legge "Loi Copè Zimmermann", emanata e entrata in vigore nel gennaio del 2011, che imponeva alle società interessate di riservare al sesso sottorappresentato il 40% dei posti disponibili nei propri CdA. Tale obiettivo doveva essere raggiunto entro il 2017 ma in maniera graduale: entro il 2014 è stato previsto il raggiungimento del 20% di donne nei *board* aziendali, in modo da arrivare poi dopo sei anni dall'entrata in vigore della legge con il 40% di rappresentanza femminile.

Si è stimato che circa 2000 società sarebbero state coinvolte dalla seguente normativa, considerando imprese private quotate in Borsa, imprese pubbliche con finalità economiche e società non quotate<sup>188</sup> (dal marzo 2012 mediante un emendamento governativo fu applicato anche alle imprese pubbliche con finalità non commerciali). Le imprese che risultano inadempienti si vedono riconoscere la nullità delle nomine degli amministratori e la sospensione dei loro benefici e gettoni, ma le delibere e le decisioni adottate rimangono valide.

La crescita della presenza di figure femminili nei CdA è stata molto rapida e ha addirittura superato le previsioni presentate nella relazione della "valutazione d'impatto" della Legge, almeno per le imprese quotate CAC 40 e SBF 120. Eppure non è sempre stato così: dal 2006 al 2009 le imprese francesi possedevano una percentuale di figure femminili inferiore rispetto a quelle tedesche e britanniche, ma a partire dal 2010, ancor prima dell'entrata in vigore della legge, le imprese francesi quotate negli indici borsisti francesi, superarono ampiamente le altre società (vedi Tabella 8), attuando così la normativa in netto anticipo. Senza dubbio il successo di queste legislazioni è stato garantito anche grazie alla minaccia di sanzioni pesanti contro le imprese che non avrebbero rispettato i requisiti imposti dalle normative. Si può infatti affermare che gli Stati che hanno attuato delle misure vincolati per le società hanno registrato un aumento della presenza delle donne nel CdA molto significativa.

Tabella 9: Percentuale di donne nei CdA in Francia (CAC 40 e SBF 120), Gran Bretagna (FTSE 100), Germania (DAX 30)

Partes de femmes dans les CA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CAC 40	7,42%	8,68%	10,19%	10,49%	15,34%	20,67%	23,49%
SBF 120	8,77%	8,12%	8,54%	8,98%	12,80%	17,46%	19,76%
FTSE 100	10,61%	12,09%	11,75%	11,61%	12,20%	14,62%	16,37%
DAX 30	9,57%	10,03%	11,46%	12,38%	12,96%	14,77%	17,00%

Fonte: École des hautes études commerciales

## Regno Unito

Per quanto riguarda la situazione nel Regno Unito non è prevista una legislazione apposita, ma sono stati introdotti dalle imprese, sotto la pressione del governo inglese, dei *target* volontari. La scelta di non

<sup>188</sup> Le imprese quotate coinvolte sono quelle che possiedono un numero di dipendenti non inferiore a 500 e che hanno registrato a partire dal 2017 e nei tre anni precedenti un fatturato o un patrimonio di almeno cinquanta milioni di euro.

condizionare le aziende mediante l'introduzione di una quota vincolante è legata principalmente al fatto che il sistema economico inglese si basa su un concetto di *welfare* liberale: poiché le imprese sono molto differenti tra di loro, il Governo inglese è certo che lasciando a ciascuna impresa la libertà di autoregolamentarsi e di adottare le strategie e i *target* che meglio si adattano alla propria realtà, si riesca a raggiungere il cambiamento necessario.

L'introduzione di un codice di condotta è stato anche sostenuto dall'organizzazione non commerciale "30% Club", che coordina le attività di promozione della rappresentazione delle donne nei CdA inglesi, i cui membri sono composti da presidenti e CEO volontari che periodicamente analizzano l'efficacia e il progresso raggiunto circa la presenza delle donne nei *board* aziendali. L'obiettivo di tale organizzazione è quello di far raggiungere il 30% di donne nei CdA delle imprese quotate nel FTSE 100.

Il codice volontario sulla diversità di genere venne approvato nel luglio del 2011 e prevede una serie di punti da raggiungere che coinvolgono non solo le imprese stesse ma anche gli investitori e gli *stakeholders*. Si basa sul *report* redatto da Lord Davies e pubblicato nel febbraio del 2011 (Report intitolato: "*Equality and Human Commission*", 2008)<sup>189</sup> in cui vengono suggerite una serie di azioni da implementare entro una certa data: le imprese quotate in FTSE 100 devono raggiungere la percentuale minima del 25% di presenza femminile nel *board* aziendale entro il 2015 e se tale approccio non conduce al raggiungimento di risultati soddisfacenti, il Governo si riserva il diritto di intervenire mediante l'introduzione di alternative più prescrittive. Viene anche richiesto alle imprese di inserire delle *policy* adeguate per il raggiungimento di tale scopo e l'obbligo di pubblicare annualmente i risultati raggiunti. In soli sei mesi si è osservato qualche progresso, seppur minimo: le donne amministratrici nelle imprese FTSE 100 sono diventate il 14,2% rispetto al 12,5% del 2010.

Oggi si registra una percentuale pari al 27,9% di donne con incarichi esecutivi tra le imprese quotate nel FTSE 100<sup>190</sup> e una percentuale del 16% in quelle nel FTSE 350<sup>191</sup>.

Di seguito (Tabella 9) è mostrato un elenco sintetico della legislazione attuata nei singoli Paesi e il Codice di Condotta aziendale.

---

<sup>189</sup> Disponibile all'indirizzo: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/w/11-745-women-on-boards.pdf>

Tale *report* si apre con i dati sconcertanti relativi alla rappresentanza delle donne nei CdA aziendali delle imprese quotate FTSE 100: nel 2010 solo il 12,5% dei membri del CdA è di sesso femminile e si registra un incremento solamente del 9,4% rispetto ai dati del 2004. Come si può intuire quindi il tasso di crescita risulta veramente molto basso, nonostante ci siano state molteplici iniziative volte a formare e supportare le donne affinché acquisiscano le competenze adeguate per amministrare nel migliore dei modi. Secondo le stime di alcuni studiosi procedendo di questo passo sarebbero necessari almeno settant'anni per poter osservare un cambiamento significativo di quote tra le 100 imprese inglesi più grandi.

<sup>190</sup> <https://30percentclub.org/>

<sup>191</sup> Josie Cox, "*UK push for gender diversity on corporate boards stalls, new study shows*", 10 luglio 2017.

Disponibile all'indirizzo: <http://www.independent.co.uk/news/business/news/uk-gender-diversity-equality-corporate-boards-stall-push-for-new-study-the-pipeline-a7832756.html>

Tabella 10: Regolazioni sulle quote di genere nei paesi europei

Country	Corporate Governance Code		Legislation	
Norway			All public limited firms are required to have at least 40% female directors	2003 (effective since 2006)
Finland	Under the comply or explain principle, it is recommended that both genders are represented in public companies boards.	2010	A 40% gender quota is required for wholly state-owned companies.	2004 (effective since 2006)
Sweden	Listed companies should strive for equal gender distribution on the board.	2008	The issue of gender quotas is being debated.	
Spain	Companies with no or few female directors should explain the reasons and the solutions taken (the Nomination Committee should take steps to ensure that no gender bias affects directors' appointment).	2006	The law requires a 40% gender quota in board of directors.	2007 (effective from 2015)
France			The law requires a 40% gender quota for large listed companies.	2011 (effective from 2017)
United Kingdom	The UK Corporate Governance Code states that the search for board candidates should be conducted, and appointments made, with due regard for the benefits of diversity on the board, including gender.	2010		
Italy			The law requires one third of board sits to be held by female directors.	2011 (effective from 2015)
Germany	Respect for diversity and appropriate consideration of women shall be taken into account in the appointment of the management board and in the filling of managerial positions in the enterprise.	2010	The issue of gender quotas is being debated.	
Netherlands	The Dutch code suggests that the supervisory board shall prepare a profile of its size and composition, which considers diversity and state the specific objective pursued in relation to it.	2008	Gender quotas legislation has been proposed in Parliament.	
Belgium	According to the Belgian Code, gender diversity should be taken into account in companies' key policies and in board composition.	2009	Gender quotas legislation has been proposed in Parliament.	

Fonte: Magda Bianco, Angela Ciavarella, e Rossella Signoretti, "Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections", 2015

## 5.5 Stati Uniti: evidenze empiriche

### 5.5.1 Caratteristiche del mercato statunitense

Gli Stati Uniti è la terra in cui il capitalismo regna suprema e in cui le decisioni aziendali prese nei consigli di amministrazione mettono in primo piano gli azionisti e i profitti dell'impresa. Ciò che ha rafforzato pesantemente il capitalismo *manageriale* degli Stati Uniti è stata in parte la forte crescita del mercato interno, dovuta principalmente alla sua eterogeneità derivante da differenti ondate immigratorie. Diverso invece è il caso dell'Europa, da sempre contraddistinta dai conflitti nazionalistici di espansione coloniale.

Il mercato statunitense è caratterizzato principalmente dalla presenza di **grandi imprese** costituite da un sistema di **outsider directors** che hanno sostituito progressivamente le piccole e medie imprese. In generale si possono distinguere due tipologie di imprese: le "*closely held corporation*" composte da un numero ridotto di azionisti, alcuni dei quali membri della famiglia, e le "*publicly held company*" ossia le società ad **azionariato diffuso** in cui le azioni sono detenute dal pubblico e scambiate sul mercato finanziario dei capitali. Il costo del capitale, in questo caso, è inferiore rispetto a quello che si avrebbe con

il prestito bancario in quanto grazie alla presenza di liquidità sul mercato, è ridotto il rischio per gli investitori.

La *publicly held company* rappresenta la tipologia di impresa più diffusa: il sistema statunitense è infatti prevalentemente formato da un rilevante numero di società quotate, caratterizzate da un'elevata complessità organizzativa e il cui controllo è affidato a figure *manageriali* professioniste ed esperte. Oltre alla frammentarietà della struttura del capitale (ossia il fatto che la compagine azionaria non è in mano ad un gruppo di azionisti), la grande crescita dimensionale delle imprese (che ha portato alla produzione di massa), ha fatto sì che la figura del *manager* si affermasse sempre di più all'interno dell'impresa e sostituisse quella del proprietario-imprenditore. È stata dunque necessaria l'introduzione di una figura esterna, particolarmente competente e con conoscenze specifiche, che potesse determinare e gestire adeguatamente l'esigenza crescente di finanziamento esterno, a fronte dei limitati mezzi propri del proprietario-imprenditore. Persino le **banche** hanno iniziato a partecipare in modo attivo nella gestione delle imprese, mediante la presenza di rappresentanti nel consiglio d'amministrazione<sup>192</sup>.

Un altro aspetto rilevante dell'economia statunitense è quello relativo alle caratteristiche del sistema giuridico basato sul **Common Law** e il **ruolo neutrale** giocato dallo **Stato**. Poiché risulta molto forte il concetto di liberalizzazione del commercio e degli scambi, lo Stato prevalentemente svolge il compito di controllo dell'efficienza dei mercati concorrenziali a scapito dei grandi monopoli delle imprese, senza però intervenire in maniera diretta mediante politiche economiche a sostegno di particolari settori.

### 5.5.2 Rappresentanza delle donne nei CdA statunitensi

Entrando nel merito della diversità, le donne negli Stati Uniti giocano un ruolo molto importante nel mondo del lavoro. Tuttavia entrare a far parte del CdA di una società è molto più difficile per le figure femminili rispetto a quelle maschili e sono ancora molto poche le donne che coprono una **posizione di amministratrici** nel *board* aziendale.

Il *background* storico specifico degli Stati Uniti ha un impatto diretto sulle politiche economiche locali. Fino ad oggi circa il 75% dei seggi aziendali sono attribuiti a uomini bianchi, mentre nessuna donna di colore detiene un posto nel *board* nel 66% delle 500 maggiori imprese societarie statunitensi (misurate sulla base del loro fatturato) secondo la lista annuale stilata dalla rivista Fortune. Sebbene il numero complessivo di donne e minoranze nei CdA delle imprese Usa sia cresciuto negli ultimi tre decenni (si passa dal 7% al 76% nel 2014), la rappresentazione complessiva delle donne nel CdA rimane ancora piuttosto bassa<sup>193</sup>.

---

<sup>192</sup> Nel lungo periodo questo si è poi tradotto in un conflitto di interessi non trascurabile in quanto le banche svolgevano non solo l'attività creditizia, ma anche quella di *insider* della società. Per tale motivo successivamente furono introdotti dei limiti alla partecipazione delle istituzioni al capitale delle imprese, imponendo la diversificazione del portafoglio azionario e quindi la riduzione del rischio.

<sup>193</sup> Tyler Winters, Madhuri Jacobs-Sharma, "Gender diversity on corporate boards: the competing perspectives in the U.S. and the UE", 2016.

Le donne che coprivano una posizione nel CdA aziendale nel 2007 erano circa il 14,8% (Catalyst, 2007). La stessa percentuale in Australia, Canada, Giappone e Europa era rispettivamente del 8,7%, 10,6%, 0,4% e 8,0% (Equal Opportunity for Women in the Workplace Agency – EOWA, 2006; e European Professional Women’s Network – EPWN, 2004)<sup>194</sup>.

Nel 2011, negli Stati Uniti le donne nel CdA rappresentavano ancora solamente il 15,2%<sup>195</sup> del totale. Ciò non significa che si collocava nella posizione peggiore al mondo: in generale a livello globale (eccetto per alcuni paesi europei) si riscontra una disparità di genere nell’accesso alle posizioni societarie apicali. La media europea di presenza femminile nel CdA nel 2011 era di 11,7%, risulta quindi essere più bassa rispetto alla percentuale statunitense, ma tale valore non è perfettamente significativo in quanto l’Europa è comunque caratterizzata da un’eterogeneità elevata tra gli Stati membri. Alcuni Paesi sono infatti altamente performanti: ad esempio si consideri la Norvegia (con oltre il 40% di rappresentanza femminile), la Svezia e la Finlandia con 28,2% e 26% rispettivamente, mentre altri Paesi come la Germania, il Lussemburgo, l’Italia e il Portogallo (rispettivamente 7%, 6%, 3,6% e 0,6%) costituiscono l’esempio opposto.

Nel 2015 solo il 19,7% degli amministratori delle imprese presenti nella classifica Fortune 500 erano donne. Eppure le donne costituiscono circa la metà della forza lavoro statunitense: occupano la metà dei posti nel *management* aziendale, sono responsabili dell’80% delle spese del consumatore, assumono circa 13 milioni di candidati e generano oltre 1,9 trilioni di vendite.<sup>196</sup>

Di seguito (Tabella 10) sono illustrate le percentuali di partecipazione delle donne ai *board* delle maggiori imprese statunitensi dal 2015 al 2017, secondo la classificazione della rivista Fortune e l’indice GDI a partire dal 2011.

L’indice **GDI (Gender Diversity Index)** è un indice che misura la rappresentanza delle donne nei *board* delle imprese statunitensi presenti nelle riviste Fortune, classificando le imprese in base alle quote di donne presenti: W (winning: +20% donne), V (very close: 11-19% donne), T (token: 1 donna), Z (zero: 0 donne).

Tabella 11: Percentuale di donne nel CdA delle imprese americane e Gender Diversity Index (F100, F500, F501-1000, F1000)

---

<sup>194</sup> Occorre comunque evidenziare che la maggior parte delle imprese nel campione EOWA e EPWN presentano solamente una figura femminile nel consiglio di amministrazione, il che rappresenta un’evidenza della “teoria del tokenism” presentata precedentemente (Branson, 2006; Bourez, 2005 e *Corporate Women Directors International – CWDI*, 2007).

<sup>195</sup> Branson, Douglas M., *Women on Boards of Directors: A Global Snapshot*, University of Pittsburgh Legal Studies Research Paper No. 2011-05, 1 (febbraio 2011). Disponibile all’indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1762615>.

<sup>196</sup> *Why Gender Diversity Matters*, 2020 WOMEN ON BOARDS, GENDER DIVERSITY INDEX.

	2017 CURRENT F1000	2016 CURRENT F1000	2015 CURRENT F1000	2017 GDI	2016 GDI	2015 GDI	2014 GDI	2013 GDI	2012 GDI	2011 GDI
<b>FORTUNE 1000</b>										
% WOMEN ON BOARDS	19.8%	18.8%	17.9%	20.8%	19.7%	18.8%	17.7%	16.6%	15.6%	14.6%
TOTAL WOMEN	1980	1869	1771	1728	1679	1660	1585	1526	1493	1440
TOTAL DIRECTORS	9977	9947	9875	8322	8537	8845	8973	9207	9593	9846
# ACTIVE COMPANIES	980	967	960	801	810	842	867	893	928	951
<b>FORTUNE 100</b>										
% WOMEN ON BOARDS	24.3%	23.5%	22.3%	24.4%	24.0%	22.9%	22.2%	20.6%	19.9%	19.6%
TOTAL WOMEN	284	284	260	272	273	260	250	238	233	233
TOTAL DIRECTORS	1167	1210	1166	1114	1139	1134	1124	1153	1168	1188
# ACTIVE COMPANIES	98	100	98	95	95	95	97	98	99	100
<b>FORTUNE 500</b>										
% WOMEN ON BOARDS	21.8%	20.6%	19.7%	22.2%	21.0%	20.1%	19.0%	18.0%	17.1%	16.4%
TOTAL WOMEN	1155	1097	1056	1051	1020	1012	965	928	909	888
TOTAL DIRECTORS	5307	5316	5368	4724	4856	5041	5074	5163	5313	5407
# ACTIVE COMPANIES	488	484	484	428	436	450	462	471	479	489
<b>FORTUNE 501-1000</b>										
% WOMEN ON BOARDS	17.7%	16.7%	15.9%	18.8%	17.9%	17.0%	15.9%	14.8%	13.6%	12.5%
TOTAL WOMEN	825	772	715	677	659	648	620	598	584	554
TOTAL DIRECTORS	4670	4631	4507	3598	3681	3804	3899	4044	4280	4436
# ACTIVE COMPANIES	492	483	476	373	374	392	405	422	449	462

Fonte: 2020 WOMEN ON BOARDS, GENDER DIVERSITY INDEX, 2011-2017

Ciò che emerge di interessante è che, per quanto riguarda l'indice GDI, si osserva una sua costante crescita negli anni dal 2011 al 2017 per tutte le imprese considerate: Fortune 100, Fortune 500, Fortune 501-1000, Fortune 1000.

Inoltre secondo l'analisi condotta dalla McKinsey<sup>197</sup> le donne occupano almeno il 33% dei posti nei consigli di amministrazione tra le 50 aziende al top, e tale rappresentazione femminile è aumentata di circa 24 punti percentuali dal 2005.

Nella Figura 42 è mostrata la crescita che ha avuto la rappresentanza femminile, in termini di GDI, nei board delle società statunitensi dal 2011 al 2017, suddividendo i vari trend, in base alla classificazione sopra definita.



Figura 44: Trend dell'indice di diversità di genere relativo agli anni 2011-2016  
Fonte: Why Gender Diversity Matters, 2020 WOMEN ON BOARDS, 2016

197 Celia Huber e Sara O'Rourke, *How to accelerate gender diversity on boards*, McKinsey&Company, gennaio 2017

Si può osservare come vi sia un continuo progresso per le imprese che registrano una percentuale di donne nei propri CdA superiore al 20% e una diminuzione delle imprese con un numero di amministratrici inferiore: nel 2017 emerge che il 55% delle imprese analizzate (F1000) è definita winning e anche se il 22% ha al suo interno solamente 1 donna (che quindi è identificata come un token), si osserva solamente un 7% di imprese che non hanno neanche una figura femminile al suo interno. In media si registra il 29% di imprese con almeno una donna nel CdA.

Effettuando un'analisi più dettagliata, nel report 2020 Women on Boards (2011-2017) emerge inoltre che il 46% delle imprese che hanno aumentato il numero di donne nel proprio CdA, hanno effettuato tale scelta incrementando la dimensione del proprio board, anziché sostituendo gli amministratori di sesso maschile presenti.

Tabella 12: percentuali di donne nei board delle imprese statunitensi (WOB) nel 2017, suddiviso per settori

Infine se viene effettuata un'analisi per settore (Tabella 11), si può osservare come sei settori su dieci hanno più del 20% di donne all'interno dei propri board: communications services, consumer cyclical, consumer defense, financial services, real estate, utilities. Presentano una percentuale inferiore i settori: basic materials, energy, healthcare, industrials e technology.

SECTOR	2017 FORTUNE 1000		GDI		
	#COMPANIES	% WOMEN ON BOARDS	#COMPANIES	2017 % WOB	2016 % WOB
Basic Materials	69	16.4%	59	18.0%	17.5%
Communications Services	13	22.5%	17	19.5%	18.8%
Consumer Cyclical	204	21.1%	161	22.1%	20.2%
Consumer Defense	81	22.4%	66	23.7%	22.8%
Energy	53	14.0%	49	15.2%	13.9%
Financial Services	127	22.0%	115	22.0%	21.3%
Healthcare	80	19.3%	67	21.3%	21.0%
Industrials	187	17.9%	136	19.3%	17.7%
Real Estate	23	23.1%	12	27.1%	24.0%
Technology	101	18.8%	74	18.2%	17.9%
Utilities	42	22.9%	45	23.6%	22.7%

Fonte: 2020 WOMEN ON BOARDS, GENDER DIVERSITY INDEX, 2011-2017

In generale i dati sopra evidenziati mostrano una crescita dell'attenzione sugli aspetti relativi alla parità di genere. Occorre comunque sottolineare che i risultati si riferiscono alle migliori imprese statunitensi che generalmente sono più aperte e inclini ai cambiamenti e quindi all'inserimento di un maggior numero di donne nei propri consigli.

L'incremento che si è manifestato negli ultimi anni è stato prevalentemente guidato dal mercato che ha creato una serie di iniziative volte ad accrescere la parità di genere nella forza lavoro, includendo molteplici classifiche sulla diversità e coinvolgendo differenti organizzazioni non-profit ecc. Tra quest'ultime, Catalyst è una delle più importanti organizzazioni promotrici della diversità di genere fondata nel 1962 con due missioni principali: garantire l'accesso delle donne nel mercato del lavoro e permettere alle imprese di raggiungere il massimo potenziale avvalendosi del talento delle dipendenti

femminili. Regolarmente la Catalyst stila dei *report* di ricerca e di censimento relativi ai progressi, in termini di diversità, effettuati all'interno dei consigli di amministrazione delle imprese al *top* della società in un determinato periodo di tempo.

Tuttavia, seppur ci sia stato un incremento nel riconoscimento del valore apportato dalle donne nei consigli aziendali, secondo quanto riportato dal *Financial Times*<sup>198</sup>, le donne che occupano la posizione di CEO nel 2016 sono appena il 5,4%.

In conclusione si può affermare che il panorama sulla diversità di genere negli Stati Uniti sta avendo dei miglioramenti negli anni, ma ciò avviene ancora con dei tassi poco elevati.

### 5.5.3 Legislazione USA

Analizzando il mercato statunitense, molte imprese multinazionali sotto crescenti pressioni normative e sociali hanno incrementato la rappresentanza femminile nel mondo del lavoro. Queste recenti pressioni sono state dettate in maniera preponderante dall'Europa la quale ha visto un'ondata di legislazioni che ha imposto alle imprese quotate l'adozione di una percentuale minima di donne nei loro CdA.

Tuttavia se in Europa si può osservare una tradizione legislativa molto diffusa grazie all'efficacia dell'intervento governativo nell'economia e nella regolamentazione del lavoro avvenuto in seguito alla Seconda Guerra Mondiale, la cultura degli Stati Uniti è fortemente contraria ad ogni sorta di *policy* a favore dell'intervento dello Stato nell'economia industriale.

In generale negli Stati Uniti le forme di regolazioni da parte dello Stato non sono considerate la soluzione migliore al problema della diversità di genere, in quanto si ritiene che il mercato sia più efficiente nel regolamentare gli aspetti economici delle imprese: queste ultime sono infatti in grado di ottimizzare il mix di amministratori nei consigli meglio di quanto potrebbero fare le normative governative. I regolatori preferiscono "semplicemente" incoraggiare e stimolare le imprese ad incrementare il numero di donne nei *board* aziendali, ricorrendo ad una combinazione di "raccomandazioni" e indicazioni di requisiti necessari per il raggiungimento di tale fine, ma la risposta concreta è lasciata alle imprese stesse in modo che possano preservare il proprio potere e controllo. Ciò rappresenta uno dei principi *core* su cui si fonda l'economia statunitense: il concetto del *laissez-faire* è stato coltivato nel corso di molti anni e per tale ragione il raggiungimento delle quote mediante imposizione dall'"alto" mal si concilia con la cultura statunitense del capitalismo e dell'economia di libero mercato. Oltre a ciò, si discute molto in merito all'eventuale violazione del principio di protezione dell'uguaglianza sancita dalla Costituzione (*Equal Protection Clause of the Constitution*) nel caso si introducessero le quote all'interno del CdA.

In altri termini la discussione sull'uguaglianza di genere negli Stati Uniti si focalizza principalmente sul *perché* la partecipazione delle donne nel CdA aziendale e in generale nel mercato del lavoro debba essere

---

<sup>198</sup> Solo il 4 per cento delle più grandi aziende d'Europa è guidato da donne, TPI News, 28 settembre 2016. Disponibile su: <https://www.tpi.it/2016/09/28/4-per-cento-aziende-europa-guidato-da-donne/#r>

incrementata e non sul *come*, ossia sulla scelta del meccanismo più appropriato per raggiungere tale fine che comunque è ritenuto dalla Corte Suprema di estrema importanza<sup>199</sup>.

Conseguentemente l'impegno volto a incrementare la diversità di genere negli Stati Uniti non può fondarsi sull'introduzione di legislazioni vincolanti in senso stretto, ma devono essere riadattate in modo da garantire comunque il controllo da parte delle imprese e offrire loro l'opportunità di manifestare la propria discrezionalità nella scelta dei membri del CdA. Esistono molteplici meccanismi che possono essere implementati per raggiungere l'equilibrio di genere, ma quelli più "soft" sono più attrattivi secondo la cultura economica statunitense che considera il mercato come il miglior regolatore delle pratiche commerciali. Il sistema volontario di autoregolamentazione di tipo "bottom-up", che favorisce la crescita delle donne "dal basso", anziché attraverso l'imposizione normativa di quote, sembra essere di gran lunga più efficace grazie anche alla possibilità di poter attuare cambiamenti gradualmente nell'impresa che possono generare un largo consenso tra le *publicly held corporations*. Ovviamente rimane vitale la determinazione di un programma opportuno per il successo.

Di seguito sono presentati alcuni interventi volti a incrementare la rappresentanza delle donne nelle imprese statunitensi.

- Nel marzo del 2016, Carolyn Maloney, membro della Camera dei Rappresentanti per lo stato di New York, ha introdotto una proposta di legge volta a promuovere la diversità di genere nei *board* delle imprese statunitensi (*Gender Diversity in Corporate Leadership Act – H.R.4718*), mediante la diffusione di requisiti sulla diversità e l'incremento del ruolo della SEC (*Security and Exchange Commission*). Quest'ultima si impegna a creare un "**Gender Diversity Advisory Group**" che studia e offre istruzioni per incrementare la diversità nei CdA, intesa come genere, etnia, razza, ma anche *skills* ed esperienze. Inoltre la SEC è tenuta a richiedere alle imprese quotate di esplicitare in quale misura la diversità è presa in considerazione durante la selezione degli amministratori e, qualora le imprese adottassero una *policy* apposita, di specificare come questa sia implementata all'interno dell'organizzazione aziendale e come il comitato o il consiglio nominato esamina la sua efficacia. Tuttavia le regole imposte dalla SEC non forniscono una definizione di diversità, lasciando alle imprese una libera interpretazione. Per limitare questa ambiguità numerosi investitori istituzionali hanno proposto che le informazioni rese pubbliche dalle imprese specificassero esplicitamente il genere, la nazionalità, l'etnia e il mix di *skills* e competenze possedute dai membri del CdA.

Al momento attuale comunque non è presente alcun obbligo sulla diversità di genere imposto dal diritto societario. La seguente proposta di legge è ancora agli inizi: per poter diventare legge dovrà prima essere

---

<sup>199</sup> Nel *Grutter v. Bollinger*, la Corte Suprema afferma: "Major American businesses have made clear that the skills needed in today's increasingly global marketplace can only be developed through exposure to widely diverse people, cultures, ideas, e viewpoints." *Grutter v. Bollinger*, 539 U.S. 306, 321 (2003).

approvata sia dalla Camera di Rappresentanti sia dal Senato e firmato dal Presidente. Come si può facilmente intuire quindi è sicuramente necessaria un'evoluzione in tale direzione, ma la strada è ancora molto lunga, in quanto, in virtù della diversa struttura culturale, economico-sociale e statunitense, il cambiamento non può avvenire seguendo l'esempio dei molti Paesi europei di successo attraverso normative vincolanti.

- Al fine di creare una maggior sensibilità e coinvolgimento delle persone nelle imprese quotate, una possibile strategia potrebbe essere quella di emanare una legislazione simile alla "Say on Pay"<sup>200</sup> basata sul concetto di **divulgazione di alcune informazioni**: la SEC potrebbe chiedere alle imprese di diffondere l'informazione relativa al rapporto tra uomini e donne nei *board* delle aziende più grandi, in modo da mettere sotto i riflettori il problema della diversità di genere, spianando la strada per il cambiamento. Per il momento la SEC richiede alle imprese di comunicare la qualificazione dei membri del CdA e se il comitato nella nomina degli amministratori considera gli aspetti della diversità. Forzando le imprese a fornire le informazioni relative all'assunzione e la promozione delle donne, si viene a creare maggior trasparenza verso l'esterno e una maggior consapevolezza delle imprese all'inclusione delle donne, prevenendo varie forme di discriminazione.

Il problema di questa via è che attualmente le regole definite dalla SEC non sono abbastanza rigide: non sono infatti richieste alle imprese di attuare delle azioni particolari. Inoltre tal regole non sono specifiche per la diversità di genere o di razza, quindi non tendono a indirizzare verso un determinato comportamento. Le imprese necessitano di qualcosa che sia più rigido, esplicito e che funzioni.

- Un ulteriore approccio possibile è quello che riprende il concetto della **Rooney Rule** che non impone il raggiungimento di una quota vincolante (in quanto non si pretende che venga definito il numero di donne che deve comporre il CdA), ma si tratta semplicemente di un "interview quota", ossia è previsto che nel processo di selezione dei candidati venga rispettata una certa percentuale di donne. Le aziende di conseguenza effettuano la loro scelta di selezione considerando sia figure maschili sia quelle femminili, riducendo in questo modo la probabilità di vedere le donne nel CdA come semplici "quota filler" o "token hires". La Rooney Rule ha il vantaggio di essere sia un sistema basato sulla quota ma allo stesso tempo di rappresentare un approccio volontario da parte delle imprese che permette di generare il cambiamento di cui ne possono beneficiare le minoranze. Programmi volontari come questi hanno l'abilità di incrementare la diversità di genere nel CdA aziendale e promuovere in maniera significativa l'uguaglianza tra i generi nei livelli esecutivi delle aziende americane in modo tale da offrire alle donne che ne beneficiano un vero e proprio potere e un'elevata influenza.

---

<sup>200</sup> Secondo questo approccio le imprese quotate sono tenute a rivelare l'informazione relativa al rapporto tra la remunerazione che riceve l'amministratore esecutivo più pagato (generalmente il CEO) e il lavoratore medio. Mediante opportune analisi sarà possibile dedurre il range di salario che riceve il lavoratore medio all'interno di un'impresa. Si tratta di un principio che permette di influire sui meccanismi di remunerazione dell'impresa, incrementandoli e diminuendoli.

- Infine un'altra opzione per promuovere la diversità di genere è quella di introdurre **incentivi fiscali** per quelle imprese che raggiungono una particolare soglia o la percentuale di donne richiesta in un determinato arco di tempo.

In conclusione gli Stati Uniti devono promuovere l'iniziativa sull'equilibrio di genere in un modo tale da non minacciare la cultura e i valori dell'attuale sistema. Ciò risulta vantaggioso per gli azionisti in quanto i consigli di amministrazione non sono costretti a cambiare abitudini o composizione o assumere qualcuno specificatamente.

## 5.6 Conclusioni e considerazioni: misure vincolanti o volontarie

Un primo aspetto importante che emerge dall'analisi effettuata nel seguente capitolo è che la tipologia di impresa e la sua struttura proprietaria influiscono sulla composizione del CdA e sui potenziali conflitti di interesse che possono emergere all'interno dell'organizzazione aziendale. In particolare si possono distinguere imprese a controllo familiare e quelle *non-family* (Bartholomeusz e Tanewski, 2006): nel primo caso il problema di agenzia tra gli azionisti di controllo e i *managers* (tipologia 1) è inferiore, ma si riscontrano altre forme di problemi di agenzia (tipologia 2), quelle tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza (La Porta et al., 1997).

Entrando più nel dettaglio dell'analisi condotta sui mercati e sull'occupazione femminile si è potuto constatare che le donne in Italia entrano nel mercato del lavoro maggiormente istruite e con un *background* superiore rispetto agli uomini, sono più giovani (per cui le imprese possono beneficiare maggiormente dal loro contributo offerto in termini di nuove idee e innovazione) e secondo alcune ricerche hanno una tendenza maggiore a porre domande e sollevare questioni critiche all'interno dei *board* (Bilimoria e Wheeler, 2000).

Nonostante questi aspetti il livello di rappresentanza delle donne nel CdA diminuisce nelle posizioni *senior*<sup>201</sup> e la loro *tenure* è inferiore rispetto a quella degli uomini (Burke, 2000; McGregor, 2000; Kesner, 1998; Bilimoria e Piderit, 1994). In generale hanno minori opportunità di crescere nella propria carriera rispetto agli uomini e non hanno la possibilità di mettere a frutto le loro *skills* secondo il proprio potenziale. La strada per ottenere posti al vertice della società è ancora in salita e la crescita verso la diversità di genere sta avvenendo in maniera molto lenta e ancora poco significativa. Questo ovviamente si traduce in una perdita per le donne stessa, ma anche per l'economia in generale.

---

<sup>201</sup> *Women Matter 2013 Report, "Gender Diversity In Top Management: Moving Corporate Culture, Moving Boundaries (PDF-3MB)", McKinsey & Company.*

Proprio per le ragioni appena evidenziate, sono stati effettuati molti sforzi volti a generare un progresso sostanziale in termini di equilibrio tra i generi e a tal proposito sono state intraprese varie iniziative a livello governativo, di *partner* sociali, di imprese individuali e di altri *stakeholder* al fine di accelerare tale processo. Tra gli approcci adottati se ne possono distinguere principalmente due: misure **legislative vincolanti** e iniziative **volontarie di autoregolamentazione**. Queste ultime includono codici di autodisciplina delle imprese, programmi di formazione, tutoraggio e leggi statuarie più *soft* (*soft law*) che promuovono la candidatura di figure femminili; in altri termini le misure volontarie consistono nell'introduzione di strumenti volti ad incrementare l'incentivo aziendale ad attuare azioni a favore delle quote rosa. In alcuni Stati sono state inoltre introdotte delle **sanzioni** specifiche in caso di inottemperanza agli obblighi di equilibrio dei generi, in altri Paesi invece è stato semplicemente introdotto il principio ***comply or explain*** ("conformarsi o dare spiegazioni")<sup>202</sup>. Nel caso le linee guida presenti nei Codici aziendali non venissero prese in considerazione, le imprese sono tenute a dichiararlo e a dare spiegazioni ai propri azionisti (report annuali): non subiscono delle sanzioni particolari per il mancato rispetto delle seguenti regole, ma sicuramente ne risulta compromessa la loro credibilità da parte di potenziali investitori. In sintesi quindi il principio *comply or explain* garantisce trasparenza da parte della società verso l'esterno e quindi indirettamente una sufficiente pressione reputazionale, la quale rappresenta lo strumento che più di tutti induce le imprese ad adeguarsi.

La tipologia di regolamentazione adottata dai vari Paesi volta a incentivare l'equilibrio tra i generi dipende dalla **percezione** che un determinato Stato ha sul **vantaggio** da esso derivante.

Gli scettici verso l'approccio legislativo vincolante per il raggiungimento dell'equilibrio tra i generi sostengono che, sebbene l'introduzione delle quote promuova la diversità, i risultati finanziari dell'impresa ne risultano compromessi, in quanto vi è il rischio inevitabile che molte donne entrino a far parte del CdA aziendale non grazie alle loro qualità e competenze, ma per l'unico scopo di raggiungere la soglia di rappresentanza minima richiesta. Queste figure che non hanno le competenze adeguate per poter amministrare, ma vengono inserite comunque come membri del CdA per raggiungere la quota prestabilita, generano il cosiddetto "*trophy director phenomenon*" o "*golden skirt effect*", secondo cui le donne che entrano a far parte del CdA, vengono viste come delle semplici "*quota fillers*". Ovviamente nessuna vorrebbe essere considerata tale e vedersi sminuire conseguentemente il valore della propria qualifica. Per tale ragione molte donne (soprattutto americane) sono contrarie all'introduzione delle quote rosa nel CdA, nonostante credano sia una strategia efficace per incrementare la diversità all'interno del *board*. In sintesi in un contesto di questo tipo e in un mercato estremamente competitivo, seppur le quote possano almeno temporaneamente correggere gli squilibri presenti nel mercato del lavoro tra le donne e gli uomini, molti Paesi (in primis gli Stati Uniti) temono di perdere la propria credibilità, visti i

---

<sup>202</sup> È stata introdotta nell'America del Nord nel dicembre del 2014 dalla Commissione sulla Sicurezza dell'Ontario (*Ontario Securities Commission*).

fattori negativi derivanti dall'introduzione di misure legali vincolanti sulle quote di genere nei *board* aziendali, e preferiscono adottare altre misure volte a incrementare la diversità nei CdA.

Ad ogni modo la **scelta** adottata da ciascun paese **incide** pesantemente sul tasso delle donne nei CdA aziendali. Occorre infatti sottolineare che molteplici studi hanno mostrato che i Paesi dotati di un'apposita legislazione vincolante sulle quote di genere nei CdA sono caratterizzati da un numero di figure femminili superiore rispetto agli Stati che presentano il principio *comply or explain*. La prima categoria quindi risulta essere la più efficace nel raggiungimento delle quote prestabilite, in particolar modo se accompagnate da opportune sanzioni, e trovano la loro giustificazione nei principi di uguaglianza dei diritti. Le misure volontarie invece anche se possono essere meno rapide nel raggiungimento dell'equilibrio di genere nei *board*, sono ispirate a ragioni economiche orientate al risultato e per tale motivo hanno il vantaggio di offrire maggior flessibilità alle imprese, le quali possono scegliere il meccanismo che meglio si adatta alla loro struttura organizzativa, costruendo in questo modo maggior consenso, senso di appartenenza e coinvolgimento tra i lavoratori.

La Figura 43 mostra l'andamento mondiale negli ultimi tre anni (2014, 2015, 2016) dei progressi relativi alla rappresentanza delle donne nei *board* aziendali, distinguendo tra coloro che hanno adottato misure vincolanti ("*hard law*"), quelli che seguono il principio *comply or explain* ("*soft law*") e infine coloro che hanno deciso di non intervenire in merito.

Tra i Paesi che non hanno adottato alcuna misura che promuove la diversità di genere si distinguono: la Bulgaria, la Croazia, la Repubblica Ceca, Cipro, la Lituania, Malta e la Slovacchia. All'interno dell'UE si possono distinguere invece il Lussemburgo e il Portogallo. Alcuni dei Paesi invece che hanno adottato misure di *soft law* sono: la Finlandia<sup>203</sup>, la Svezia, il Regno Unito ecc.

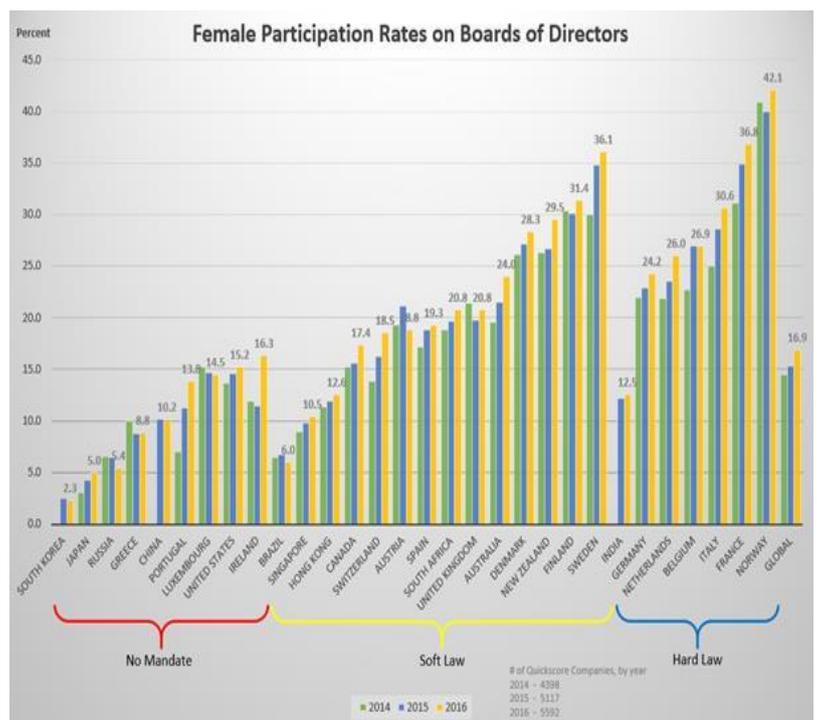


Figura 45: Tassi di partecipazione femminile nei CdA aziendali nel mondo

Fonte: Harvard Law School on Corporate governance e Financial Regulation, "Gender Parity on Boards Around the World", 5 gennaio 2017

<sup>203</sup> Nel 2010 è stato implementato un codice di autoregolamentazione (*Corporate Governance Code*) da parte delle imprese pubbliche e private, che non richiedeva esplicitamente una distribuzione equa dei posti disponibili nel CdA, ma lasciava tale libertà alle singole imprese.

Molti Stati europei per raggiungere l'equilibrio di genere hanno adottato o stanno considerando di istituire delle legislazioni vincolanti sulle quote in modo da regolare la proporzione di genere nei *board* aziendali, si distinguono: la Francia, l'Italia, il Belgio, l'Olanda e la Spagna. Tra questi inoltre i primi tre Stati hanno seguito l'esempio della Norvegia, che ha visto un rapido progresso, optando per l'introduzione di sanzioni nel caso di mancato rispetto delle quote. Questi Paesi mostrano significative differenze tra di loro in termini di quota da raggiungere, *deadline*, obiettivi e sanzioni da applicare in caso di inadempienza alla legge.

Infine occorre sottolineare che al di là delle scelte adottate da ciascun Paese, per poter osservare dei cambiamenti sostanziali, innanzitutto occorre del tempo, in quanto gli effetti di queste trasformazioni sono gradualmente e si manifestano nel lungo periodo, ma allo stesso tempo occorre che le misure adottate siano implementate nell'intera organizzazione. In questi termini la **cultura aziendale** e la forma mentis di ciascun individuo sono fattori cruciali per il successo e il raggiungimento dei risultati attesi sull'equilibrio di genere. Non è importante quante sono le misure adottate se non si lavora anche in termini di mentalità e cultura aziendale: le imprese devono sviluppare un **ecosistema** di azioni che includono:

1. Il maggior coinvolgimento dei CEO e del *top management* ai temi relativi alla diversità di genere rendendoli prioritari nella propria agenda strategica e monitorando il progresso raggiunto;
2. Lo sviluppo di programmi individuali per le donne al fine di favorire il raggiungimento di cariche direzionali elevate;
3. Misure collettive a supporto della diversità di genere e l'utilizzo di indicatori di *performance* e di *policy* adeguate sulle risorse umane, in modo da assicurarsi che le donne siano sistematicamente coinvolte nei processi di selezione del personale.

## **PARTE TERZA**

# **ANALISI EMPIRICA SU UN CAMPIONE DI IMPRESE QUOTATE ITALIANE**

## CAPITOLO 6

### ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE QUOTATE ITALIANE

---

#### 6.1 Premessa

Il lavoro empirico condotto dalla sottoscritta mira a contribuire alle ricerche precedenti sull'eterogeneità nel CdA attraverso la variabile demografica del genere al fine di determinarne la capacità di creare un vantaggio competitivo sostenibile per l'impresa tramite il concetto di innovazione (analizzata in termini di output: brevetti) e di generare *performance* economiche superiori.

Esaminando queste tematiche nelle imprese italiane, l'analisi verrà calata anche nel contesto in cui tali imprese operano, considerando la *family ownership* e il quadro legislativo a favore delle quote rosa all'interno dei *board* aziendali.

#### 6.2 Ricerca dei dati e costruzione del dataset

Per analizzare gli effetti della diversità di genere sull'innovazione dell'impresa e sulle *performance* economiche è stato costruito un dataset di osservazioni relative alle imprese *quoted* italiane. Le società analizzate sono state scelte sulla base di un precedente database messo a disposizione, molto gentilmente, dalla professoressa Rondi.

Nel complesso il campione finale è definito nel seguente modo:

- I dati raccolti si riferiscono a 122 imprese quotate nell'*Italian Stock Exchange* di Milano nel periodo compreso tra il 2000 e il 2014 per un totale di 1393 osservazioni *firm-year*.
- Le imprese appartenenti al settore bancario, finanziario e assicurativo sono state escluse dall'analisi in quanto fortemente influenzate da fattori esogeni e non definibili innovative nel senso tradizionale del termine.
- Per ciascuna delle imprese individuate nel database sono presenti informazioni relative alla *corporate governance*, alla *corporate ownership*, dati sull'innovazione e dati di conto economico e stato patrimoniale.

La scelta di considerare un periodo di tempo medio-lungo per l'analisi è legata al fatto che generalmente gli amministratori del consiglio di amministrazione rimangono in carica per un periodo di tre anni. Dunque un campione di analisi di 15 anni permette di prendere in considerazione un cambiamento sostanziale nella composizione del CdA, che non sarebbe stato possibile qualora il campione si fosse riferito ad un arco temporale più breve.

Un aspetto importante da sottolineare però è che non tutte le imprese possiedono 15 anni di osservazioni a causa di: eventuali quotazioni successive, fusione/acquisizione in altre società, fallimento di tali imprese, delisting, mancanza di informazioni relative alla *corporate governance*.

- **La raccolta dei dati**

La fase di raccolta dati effettuata dalla sottoscritta si è incentrata prevalentemente sull'integrazione delle informazioni relative all'assetto proprietario, all'innovazione e alla situazione economica delle società presenti nel database reso gentilmente disponibile dalla professoressa Rondi mediante i dati riguardanti la *corporate governance* delle imprese dal 2000 al 2014. Più precisamente sono state raccolte manualmente le informazioni sulla composizione dei consigli di amministrazione e dei comitati di controllo e di remunerazione delle società, specificando per ciascun componente:

- la qualifica (esecutivo, non esecutivo, indipendente);
- il ruolo ricoperto (Presidente, CEO, Vice presidente, amministratore, dualità della carica);
- il numero di altri incarichi ricoperti in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), finanziarie, bancarie, assicurative e di rilevanti dimensioni.
- il genere per ciascuna delle voci sopra elencate.

L'attività di ricerca dei dati può essere suddivisa in due step:

1. La prima fase ha richiesto l'utilizzo del database *Thomson Reuters Eikon*: una volta individuato il codice identificativo di ognuno delle 122 imprese, sono stati ritrovati i dati di governo societario di 23 imprese su 122. Nella seguente fase di ricerca si è tentato di comprendere la causa di una così elevata scarsità di informazioni ritrovate distinguendo tra imprese quotate e quelle delistate/acquisite da altre, riscontrando in questa seconda categoria un totale di 46 imprese. Per ognuna di esse è stata successivamente ricostruita brevemente la storia della quotazione, sia per eliminare eventualmente dal dataset le osservazioni relative alle imprese che nel corso del periodo di riferimento hanno cambiato mercato di quotazione abbandonando la Borsa di Milano, sia per comprendere la disponibilità delle informazioni reperibili in rete.

A seguito di questo primo step di ricerca si è proceduto con la seconda fase che ha richiesto la completa rinuncia dell'utilizzo del database Eikon.

2. Le principali fonti utilizzate nella seguente fase di ricerca sono state in ordine:
  - il sito Internet della società, attraverso l'accesso alla sezione relativa alla *Corporate governance* e facendo riferimento alle relazioni annuali (*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* e *Relazioni di Corporate governance*); inoltre in alcuni casi si è ricorso all'utilizzo dei bilanci consolidati delle aziende in quanto talora presentavano uno specchietto con i nominativi degli amministratori in carica nel *board* dell'impresa.

- il sito della Borsa Italiana, accedendo alla sezione in cui vengono raccolti tutti i documenti ufficiali delle società quotate. Si è ricorso al seguente sito quando le informazioni ricercate non erano raccolte o disponibili per l'intero periodo richiesto nel sito web dell'impresa.
- Il sito Internet della Consob, nella sezione relativa agli organi sociali delle società quotate, nel caso di *delisting* o acquisizione della società. In questo caso però le informazioni sugli organi societari sono meno dettagliate e presentano solamente i nominativi dei componenti e il ruolo ricoperto.

Come si può intuire, un **fattore cruciale** emerso nella ricerca dei dati, è quello della **quotazione**: nel caso di *delisting* della società viene meno l'obbligo (imposto dalla Consob per le società quotate con lo scopo di tutelare gli investitori, gli azionisti di minoranza e in generale gli *stakeholders*) di fornire le informazioni riguardanti le caratteristiche dell'impresa. È prevalentemente per la seguente motivazione che si è ricorso al secondo step di ricerca è più nello specifico al sito della Consob; ma nel caso in cui, anche in questo circostanza i dati necessari non sono stati trovati, l'osservazione relativa all'anno di *delisting* è stata eliminata dal dataset.

Un problema simile si è individuato nella raccolta delle informazioni relative ai primi anni del ventunesimo secolo: le imprese analizzate si sono basate nella maggior parte dei casi sullo standard di *best practice* suggerito dal Codice di Autodisciplina delle imprese (redatto per la prima volta nel 1999 dal Comitato per la *Corporate governance*) promosso dalla Borsa Italiana. Tuttavia nel corso degli anni tale Codice (di natura non vincolante) ha subito delle rivalutazioni che hanno affinato le raccomandazioni suggerite alle società e richiesto la pubblicazione di maggiori informazioni sull'assetto proprietario e gli organi societari, coerentemente con le evoluzioni normative, il contesto istituzionale di riferimento e le esigenze dei mercati internazionali. Nell'arco temporale analizzato è stata introdotta una seconda edizione nel 2003, un'altra nel 2006 e nel 2011.

Per le ragioni sopra individuate non tutte le imprese hanno lo stesso numero di osservazioni e informazioni sulla *corporate governance* nel periodo in esame: il dataset costruito è quindi definito *non bilanciato*.

La **difficoltà maggiore** riscontrata nella fase di raccolta dei dati è stata la non facile **reperibilità** di questo tipo di informazioni sulla *corporate governance* in particolar modo nel secondo step di ricerca: i dati raccolti infatti non sono disponibili in maniera organizzata, ma sono sparsi tra i vari documenti in rete; si è richiesta inoltre la necessità di un'analisi manuale delle informazioni per ognuna delle 122 relazioni sul governo societario nell'intero arco temporale.

Tali relazioni sono rese disponibili al pubblico in occasione della pubblicazione dei dati di bilancio, e a seguito dell'approvazione da parte dell'assemblea dei soci che avviene nell'esercizio successivo a quello a cui si riferiscono. Un discorso simile si riscontra per l'elezione dei membri dei consigli che avviene nel periodo tra aprile e giugno. Sono state quindi raccolte le informazioni di ogni componente al 30 giugno di ogni anno.

Per quanto riguarda il genere dei consiglieri, nel caso di ambiguità del nome, si è proceduto cercando su Internet la fotografia della persona interessata.

La fase di raccolta dati si è conclusa con l'inserimento manuale delle informazioni ottenute su un foglio di calcolo (Excel), sulla base della struttura del database iniziale: ad esempio per le società che erano censite nell'intero arco temporale (2000-2014), i dati sulla *corporate governance* sono stati inseriti relativamente a tutto il periodo 2000-2014; per le società invece censite fino a un determinato anno, ad esempio la Benetton è censita fino al 2011, i dati sulla *corporate governance* sono stati inseriti solo per quel periodo. Di seguito è presentata sinteticamente la logica relativa alle scelte più importanti prese nell'inserimento dei dati raccolti sugli organi societari:

- I membri appartenenti ai consigli di gestione sono stati assimilati ai membri dei consigli di amministrazione;
- nelle imprese in cui è presente più di un amministratore delegato dei poteri esecutivi e di gestione, e tali amministratori non sono tutti di sesso maschile, si è scelto di registrare l'informazione riguardante il consigliere donna in modo da cogliere il più possibile le informazioni sul genere femminile. Una scelta analoga è stata intrapresa nel caso di più Presidenti e Vice presidenti;
- coerentemente con tale decisione, qualora vi sia stata una dualità CEO/Presidente in capo ad un amministratore di sesso maschile ma nel *board* fosse presente anche un CEO (o Presidente) donna, si è deciso di trascurare l'informazione sulla dualità a favore della registrazione di quella del CEO (o Presidente) di sesso femminile;
- nel caso di *dualità* dei poteri in capo a una donna e presenza di più amministratori delegati (anche uomini), è stata registrata l'informazione relativa alla figura femminile;
- adottando una logica simile, nelle imprese in cui vi sia stata una dualità dei poteri in capo ad un'unica persona (di sesso maschile) e nel *board* fossero presenti altri CEO o Presidenti (sempre di sesso maschile), si è deciso di registrare l'informazione sulla dualità.
- gli amministratori che hanno rassegnato le proprie dimissioni durante l'esercizio di riferimento, non sono stati conteggiati nella dimensione del *board* né di quella dei comitati, ma la loro partecipazione alle riunioni degli organi è stata presa in considerazione.

Tale scelta è stata dettata prevalentemente dal fatto che in queste circostanze il più delle volte è stato cooptato un nuovo amministratore in sostituzione di quello cessato, in modo da ristabilire la dimensione del *board*. A conferma di ciò si osserva una coerenza nella dimensione del CdA nel corso degli anni. Occorre inoltre evidenziare che questa decisione comunque non va a influire sull'efficacia delle valutazioni effettuate, in quanto l'amministratore dimessosi in un determinato anno ha fatto parte del consiglio di amministrazione (e eventualmente dei comitati) negli esercizi precedenti, per cui l'informazione ad esso relativa non è stata perduta.

## 6.3 Definizione delle variabili

Di seguito sono presentate brevemente le variabili inserite nel dataset finale, distinguendo nell'ordine, tra variabili di *corporate governance*, variabili sull'innovazione, sulla struttura proprietaria della società e sui valori di bilancio.

### La corporate governance

Tabella 13: Descrizione delle variabili di corporate governance

<b>MISURE DI CORPORATE GOVERNANCE</b>		
<b>DEFINIZIONE</b>	<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<b>Board of directors</b>	<b>Board_size</b>	Numero di amministratori totali presenti nel consiglio di amministrazione dell'impresa.
	<b>women_dummy</b>	Variabile binaria pari a 1 se nel CdA della società è presente almeno una donna.
	<b>nwomen</b>	Numero di amministratrici presenti nel <i>board</i> .
	<b>wom_perc</b>	Percentuale di donne presenti nel <i>board</i> aziendale.
	<b>dwom_quota30</b>	Dummy pari a 1 se la percentuale di donne nel <i>board</i> dell'impresa, nell'anno di riferimento, è superiore al 30%; 0 altrimenti.
	<b>dwom_quota20</b>	Dummy pari a 1 se l'impresa nell'anno di riferimento ha un numero di donne almeno pari a un quinto della dimensione del <i>board</i> (coerentemente con la legge 120/2011 per il primo mandato).
	<b>board_ex</b>	Numero totale di amministratori esecutivi.
	<b>board_ex_wom</b>	Numero di amministratrici esecutive.
	<b>board_nonex_wom</b>	Numero di amministratrici non esecutive.
	<b>board_ind</b>	Numero totale di amministratori indipendenti.
<b>board_ind_wom</b>	Numero di amministratrici indipendenti.	
<b>Legami con l'azionista di maggioranza</b>	<b>dwom_nonfam</b>	Variabile dummy che indica se è presente almeno un'amministratrice <i>non-family-affiliated</i> , ossia priva di legami con l'azionista di maggioranza della società, nell'anno di riferimento.  Poiché questa variabile binaria assume valore pari a 1 anche qualora siano presenti donne imparentate (purché almeno una non lo sia) non offre una visione completa del quadro di donne aventi legami familiari. Per tale ragione si è ritenuto opportuno introdurre un'ulteriore variabile che conti il numero effettivo di donne <i>family affiliated</i> . La descrizione di tale variabile è presentata di seguito.  Si osservi inoltre che nel caso non siano presenti amministratrici nel <i>board</i> , tale variabile dummy non avrebbe alcun motivo di esistere: per il seguente motivo si è preferito fare in modo che, in tale circostanza, assuma valori pari a 0, senza influire quindi sull'esito dell'analisi.
	<b>nwom_fam</b>	Numero di amministratrici aventi un legame familiare con l'azionista di maggioranza della società, nell'anno di riferimento.  Mediante l'introduzione di questa variabile è possibile determinare anche la quantità di donne <i>non-family-affiliated</i> (e non indipendenti), sottraendo dal numero di donne nel <i>board</i> , il numero di donne indipendenti e quelle aventi legami familiari.
<b>Comitato di controllo</b>	<b>audit_dummy</b>	Variabile binaria pari a 1 se all'interno del consiglio di amministrazione della società è presente, nell'anno di riferimento, un comitato di controllo interno; 0 altrimenti.
	<b>aud_member</b>	Numero di membri del consiglio di amministrazione che compongono il comitato di controllo interno della società.
	<b>aud_wom</b>	Numero di amministratrici che fanno parte del comitato di controllo.

	<b>aud_ind</b>  <b>aud_ind_wom</b> <b>aud_nonex</b>  <b>aud_nonex_wom</b>	<p>Numero totale di amministratori indipendenti appartenenti al comitato di controllo.</p> <p>Numero di amministratrici indipendenti presenti nel comitato di controllo.</p> <p>Numero totale di amministratori non esecutivi che fanno parte del comitato di controllo.</p> <p>Numero di amministratori non esecutivi di sesso femminile all'interno del comitato di controllo.</p>
<b>Comitato di remunerazione</b>	<b>remuner_dummy</b>  <b>remun_member</b>  <b>remun_wom</b> <b>remun_ind</b>  <b>remun_ind_wom</b>  <b>comp_nonex</b>  <b>remun_nonex_wom</b>	<p>Variabile binaria pari a 1 se all'interno del consiglio di amministrazione della società è stato istituito, nell'anno di riferimento, un comitato per la remunerazione; 0 altrimenti.</p> <p>Numero di membri del consiglio di amministrazione che compongono il comitato per la remunerazione.</p> <p>Numero di amministratrici che appartengono al comitato di remunerazione.</p> <p>Numero totale di amministratori indipendenti facenti parte del comitato di remunerazione.</p> <p>Numero di amministratori indipendenti di sesso femminile presenti nel comitato per la remunerazione.</p> <p>Numero complessivo di amministratori non esecutivi che fanno parte del comitato per la remunerazione.</p> <p>Numero di amministratori donna non esecutivi appartenenti al comitato per la remunerazione.</p>
<b>Riunioni</b>	<b>board_meet</b>  <b>aud_meet</b>  <b>remun_meet</b>  <b>board_attend</b>  <b>aud_attend</b>  <b>remun_attend</b>	<p>Numero di riunioni effettuate dal consiglio di amministrazione, durante l'anno di riferimento.</p> <p>Numero di riunioni tenute dal comitato di controllo interno della società, durante l'anno di riferimento.</p> <p>Numero di riunioni effettuate dal comitato per la remunerazione, durante l'anno di riferimento.</p> <p>Variabile che indica la percentuale di partecipazione dei membri del <i>board</i> alle riunioni effettuate dal consiglio di amministrazione, nell'anno di riferimento. Esprime la qualità del processo del CdA.</p> <p>Variabile che esprime in termini percentuali la partecipazione alle riunioni tenute dal comitato di controllo interno della società, nell'anno di riferimento.</p> <p>Variabile che misura la percentuale di partecipazione alle riunioni del comitato per la remunerazione, nell'anno di riferimento.</p>
<b>Altri incarichi in altre società</b>	<b>busydir</b>  <b>busydir_wom</b>	<p>Variabile che esprime il numero di amministratori totali che possiedono altri incarichi ricoperti in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), nonché finanziarie, bancarie, assicurative e di rilevanti dimensioni.</p> <p>Variabile che esprime il numero di amministratrici che ricoprono altri incarichi in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative e di rilevanti dimensioni.</p>
<b>Ruoli apicali nell'impresa</b>	<b>presid_wom</b>  <b>presid_wom_fam</b>  <b>ceo_wom</b> <b>ceo_fam</b>  <b>vicepres</b>  <b>vicepres_wom</b>  <b>vicepres_wom_fam</b>  <b>ceoduality</b>	<p>Variabile binaria che è pari a 1 se il presidente del consiglio di amministrazione è una donna; 0 altrimenti.</p> <p>Variabile binaria pari a 1 se il presidente di sesso femminile possiede legami familiari con l'azionista di maggioranza, nell'anno di riferimento; 0 altrimenti.</p> <p>Variabile binaria che indica se il CEO dell'impresa è di sesso femminile.</p> <p>Variabile binaria che indica se il CEO appartiene alla famiglia che controlla il pacchetto azionario di maggioranza della società nell'anno di riferimento.</p> <p>Variabile dummy pari a 1 se all'interno del consiglio di amministrazione è presente un vicepresidente.</p> <p>Variabile dummy che indica se il vicepresidente presente è di sesso femminile.</p> <p>Variabile dummy pari a 1 se il vicepresidente del <i>board</i> è una donna che ha legami con l'azionista di maggioranza, nell'anno di riferimento.</p> <p>Variabile binaria pari a 1 se il CEO della società ricopre anche la carica di vicepresidente; 0 altrimenti.</p>

Per quanto riguarda le variabili che verranno descritte in seguito, non è stato necessario effettuare degli aggiornamenti dei dati rispetto al database di partenza fornito dalla professoressa Rondi, in quanto le informazioni erano già complete nell'arco temporale di riferimento.

### **L'innovazione**

La fonte principale da cui erano state raccolte le informazioni sull'innovazione (in un'analisi precedente a quella effettuata dalla sottoscritta) è il database *Thomson Innovation*. Si tratta di una raccolta di database a livello globale riguardanti i brevetti depositati e la proprietà intellettuale.

Per quanto riguarda le variabili sull'innovazione, è importante effettuare alcune osservazioni:

- Per l'assegnazione dei brevetti ad uno specifico anno di censimento era stato deciso di prendere in considerazione la data di deposito della domanda (*application date*). In generale si possono distinguere altre due date importanti (oltre a quella di deposito dei brevetti): la data di pubblicazione della domanda (*publication date*) e la data di riconoscimento del brevetto (*grant date*).

La motivazione della scelta effettuata, coerente con l'ampia letteratura accademica in materia di brevetti, è dovuta prevalentemente al fatto che la procedura per ottenere il riconoscimento di un brevetto richiede dei tempi molto lunghi a causa dei controlli effettuati dalle autorità competenti sulla natura del brevetto stesso. Dal punto di vista delle analisi empiriche tale durata, che richiede circa 4-5 anni, potrebbe dare origine ad una serie di problemi di troncamento e di lag tra le variabili. Più nello specifico si distinguono due tipologie di troncamenti.

Per quanto riguarda i **brevetti**, il **lag** è dovuto alla relativa registrazione contabile: ad esempio se un'invenzione è stata frutto dell'attività di ricerca e sviluppo di un determinato anno, qualora non venisse registrata tale spesa in R&S relativa a quel brevetto per cui si è depositata la domanda (*application date*), non si potrebbero collegare le implicazioni derivanti dall'attività di ricerca con i dati di bilancio. In altri termini non si potrebbero registrare le informazioni derivanti dalla ricerca a causa della mancanza dell'informazione sull'esito dell'approvazione dell'invenzione per cui sono stati sostenuti gli investimenti in R&S. L'idea alla base di tutto ciò è che l'inventore effettui il deposito della domanda (*application date*) non appena siano visibili i frutti della ricerca e sviluppo.

In riferimento alle **citazioni** ricevute, invece, il problema di **troncamento** maggiore è relativa al fatto che i brevetti continuano a ricevere citazioni nel tempo e non è un processo di tipo *one-shot*. Più precisamente nelle analisi empiriche vengono considerate le citazioni ricevute fino al momento presente: ne consegue che per le invenzioni brevettate e depositate più di recente saranno osservate solamente le citazioni dei primi anni (risultando quindi maggiormente coinvolte dal problema di troncamento). Per tali ragioni, le citazioni relative a brevetti la cui domanda di deposito è stata effettuata in anni differenti, non sono comparabili tra loro.

- Il secondo aspetto importante su cui focalizzarsi è relativo alle “**famiglie di brevetti**”. Con il seguente termine si intendono i brevetti che si riferiscono ad un’unica invenzione, che però vengono depositati in Paesi differenti con lo scopo di estendere la copertura della proprietà intellettuale. La convenzione che era stata adottata nel precedente database era quella di considerare una famiglia di brevetti come un’unica invenzione (anziché l’insieme di più brevetti *relativi* ad un’unica invenzione). A tal proposito, per poter associare la famiglia di brevetti ad un unico brevetto, e quindi a un anno specifico (e ad un’impresa specifica), era stato deciso di prendere in considerazione la prima *application date* tra i brevetti appartenenti alla stessa famiglia.

Tale scelta non crea problemi di mappatura famiglia-anno (del brevetto), in quanto l’extrapolazione dei dati sui brevetti era stata effettuata dal 1995, mentre il censimento dei dati nel database iniziale fornito dalla professoressa Rondi parte dal 2000: si osservano dunque 5 anni che costituiscono la durata entro la quale tipicamente i brevetti vengono approvati (*grant date*). In questo modo quindi vengono presi in considerazione anche i brevetti la cui domanda di deposito è antecedente al 2000 e che appartengono ad una famiglia con brevetti aventi *application date* successive al 2000: viene quindi evitato il rischio di associare erroneamente una famiglia di brevetti a un anno successivo al 2000.

- Avendo introdotto il concetto di “famiglia di brevetti”, è importante comprendere la convenzione adottata per associare il numero medio di citazioni a livello di imprese in uno specifico anno di riferimento.

Nel database di partenza era stato deciso di considerare il maggior numero di citazioni effettuate (o ricevute) dai brevetti all’interno di una data famiglia come il numero medio di citazioni effettuate (o ricevute) dalla famiglia di brevetti considerata.

A questo punto, una volta associata la citazione alla *famiglia* di brevetti, si era proseguito con il calcolo del *numero medio di citazioni* effettuate (o ricevute) dalle *famiglie* di brevetti di una determinata imprese in un anno di riferimento.

Tabella 14: Descrizione delle variabili relative all’innovazione

<b>MISURE SULL’ INNOVAZIONE</b>		
<b>DEFINIZIONE</b>	<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<b>Informazioni sull’impresa</b>	<b><i>innovative_firm</i></b>	Dummy che indica se l’impresa in esame è innovativa o meno, ed è pari a 1 se la società ha brevettato almeno una volta dal 1995; 0 altrimenti.  Si osservi che il periodo in considerazione parte dal 1995 e non dal 2000: le motivazioni sono state presentate precedentemente.
	<b><i>innovative_year</i></b>	Dummy pari a 1 se l’impresa nell’anno di riferimento ha depositato almeno un brevetto; 0 altrimenti.

	<b><i>innotight</i></b>	Dummy pari a 1 se l'impresa nell'anno di riferimento ha fatto <i>application</i> per almeno 4 brevetti; 0 altrimenti. Si tratta di una variabile più stringente della precedente ed è stata introdotta per distinguere le imprese altamente innovative da quelle non altamente innovative.
<b>Informazioni sui brevetti</b>	<b><i>patent_count</i></b>	Esprime il numero di brevetti per cui è stata effettuata una domanda di deposito ( <i>application</i> ), nell'anno di riferimento;
	<b><i>family_medium_size</i></b>	Esprime il numero medio di brevetti contenuti in una famiglia di brevetti nell'anno di riferimento per una data impresa.  Poiché una famiglia contiene i brevetti riferiti ad un'unica invenzione, ma depositati in Paesi differenti, la seguente variabile rappresenta una misura dell' <i>internazionalizzazione</i> di un'invenzione (e quindi della relativa <i>importanza</i> ).
	<b><i>medium_IT%</i> <i>medium_EU%</i> <i>medium_US%</i>, <i>medium_JP%</i>, <i>medium_OTHER%</i></b>	Esprimono la percentuale media di brevetti (in una famiglia di brevetti) depositati rispettivamente in Italia, in Europa, negli Stati Uniti, in Giappone e nel resto del mondo nell'anno di riferimento per una data impresa
	<b><i>medium_appl_subclasses</i></b>	Indica il numero medio di settori tecnologici e industriali a cui può essere applicata l'invenzione brevettata (appartenente a una famiglia di brevetti). Maggiore è il numero di settori, maggiore risulterà il valore di mercato dell'invenzione, in quanto può essere fonte di maggiori ricavi per l'inventore.  La classificazione delle aree tecnologiche a cui si riferiscono si basa sulla <i>International Patent Classification</i> (IPC), secondo cui si possono individuare 8 sezioni e un totale di 70 000 suddivisioni. Tale classificazione è stata stabilita dall'Accordo di Strasburgo (1971) ed è gestita dalla <i>World Intellectual Property Organization</i> (WIPO).
<b>Informazioni sulle citazioni</b>	<b><i>backward_citation_medium</i></b>	Indica il numero medio di citazioni (di altre invenzioni) effettuate dalle famiglie di brevetti dell'impresa in un determinato anno di riferimento.  Tale variabile esprime la <i>qualità</i> dell'invenzione, o meglio se si tratta di una rottura tecnologica rispetto al passato o un cambiamento marginale di una tecnologia preesistente: maggiore è il valore di tale variabile, minore sarà l'incremento tecnologico rispetto alle conoscenze precedenti.
	<b><i>forward_citation_medium</i></b>	Indica il numero medio di citazioni ricevute dalle famiglie di brevetti di un'impresa in un determinato anno di riferimento.  La seguente variabile è una misura della <i>qualità</i> dell'invenzione: maggiore è il numero di citazioni ricevute, maggiore è la qualità.

## Variabili sulle imprese

Per quanto riguarda i dati sulle imprese si possono distinguere le informazioni sulla struttura proprietaria e alcune più generiche sulla società.

Tabella 15: Descrizione delle variabili relative alla struttura proprietaria dell'impresa

<b>VARIABILI SULLA SOCIETÀ</b>		
<b>DEFINIZIONE</b>	<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<b>Dati sulla proprietà</b>	<b>stateown</b>	Dummy pari a 1 se l'impresa analizzata è statale; 0 altrimenti.
	<b>privateown</b>	Dummy pari a 1 se l'impresa analizzata è privata; 0 altrimenti.
	<b>instinv</b>	Dummy pari a 1 se nella società sono presenti investitori istituzionali; 0 altrimenti.
	<b>municip</b>	Dummy pari a 1 se l'impresa è municipalizzata (nel caso fosse statale); 0 altrimenti.
	<b>state</b>	Dummy pari a 1 se l'impresa è controllata dallo Stato (nel caso fosse statale); 0 altrimenti.
<b>Dati sulle imprese</b>	<b>family</b>	Dummy pari a 1 se un individuo o una famiglia (anziché una moltitudine di persone fisiche o giuridiche) detiene la quota di maggioranza della società; 0 altrimenti.  Lo scopo di tale variabile è di comprendere la natura dell'azionariato di maggioranza e non se la famiglia che ha fondato la società controlla ancora l'impresa nell'anno in esame.
	<b>azionisti_maggior</b>	Varibiale che indica il nome dell'azionista di maggioranza, al fine di poter popolare le variabili <i>presid_wom_fam</i> , <i>ceo_fam</i> , <i>ceo_wom_fam</i> , <i>vicepres_wom_fam</i> , <i>family</i> , e individuare i legami familiari con la proprietà, nell'anno di riferimento.
	<b>delisting</b>	Dummy pari a 1 se la società è uscita dalla quotazione nell'anno di riferimento; 0 altrimenti.
	<b>dividend</b>	Esprime l'ammontare dei dividendi distribuiti nell'anno di riferimento.  Rapportando tale valore al numero delle azioni (che offrono diritto agli utili) si ottiene il valore del dividendo per azione.
	<b>mktcap</b>	Esprime il valore totale della capitalizzazione di mercato dell'impresa nell'anno di riferimento.  Si ottiene moltiplicando il valore di mercato di ogni azione e l'ammontare relativo.
<b>Dati sul CEO</b>	<b>ceo_tenure</b>	Esprime il numero di anni di incarico ricoperti dal CEO. È una variabile che generalmente esprime l' <i>entrenchment</i> del CEO. Occorre sottolineare che per convenzione, qualora una stessa persona ricoprisse l'incarico di CEO in periodo differenti, nel mandato successivo tale variabile non riparte da 1 ma assume un valore incrementale.
	<b>ceo_laurea</b>	Dummy pari a 1 se il CEO è in possesso di un titolo di laurea; 0 altrimenti.
	<b>ceo_ingegnere</b>	Dummy pari a 1 se il CEO è in possesso di un titolo di laurea in ingegneria; 0 altrimenti.

### Variabili di bilancio

Come affermato precedentemente, anche per le variabili di bilancio non è stato effettuato alcun aggiornamento dei dati, in quanto ai fini delle analisi, si sono ritenute sufficienti le variabili censite nel

database di partenza. Inoltre non sarebbe stato opportuno includere informazioni derivanti da fonti differenti, per non introdurre problemi di eterogeneità dei dati.

Di seguito (Tabelle) sono descritte brevemente le principali variabili di stato patrimoniale e conto economico impiegate.

Tabella 16: Descrizione delle variabili di stato patrimoniale

<b>VARIABILI DI STATO PATRIMONIALE</b>		
<b>DEFINIZIONE</b>	<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<b>Attivo</b>	<b>imn</b>	Esprime il valore contabilizzato delle immobilizzazioni materiali nette (dai relativi fondi di ammortamento). Sono dunque comprese nella seguente variabile le voci relative a: i terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali, altri beni e immobilizzazioni in corso e acconti a fornitori.
	<b>gccb</b>	Somma delle voci relative a: giacenze, crediti commerciali e cassa, banche e titoli.
	<b>partecipaz</b>	Variabile relativa alle attività finanziarie possedute dall'impresa in esame: i valori includono le azioni e le quote in società, enti e consorzi, ma non vengono considerate nella seguente voce le azioni proprie.
	<b>totasset</b>	Rappresenta l'attivo dello stato patrimoniale della società in esame: è dato quindi dalla somma delle variabili precedenti (imn, gccb, partecipaz).
<b>Passivo</b>	<b>capsoc</b>	Esprime l'ammontare del capitale sociale della società, ossia i conferimenti in denaro e in beni di altra natura o in crediti, apportati dai soci.
	<b>equity</b>	Esprime il patrimonio netto della società, ossia le risorse di cui l'impresa dispone per finanziarsi. Include le voci di capitale sociale, riserve, utili (o perdite) portati a nuovo e utili (o perdite) netti d'esercizio di competenza degli azionisti della società.
	<b>debtcc</b>	Esprime l'ammontare dei debiti di natura commerciale della società.
	<b>debtmif</b> <b>debtbf</b>	Esprimono l'ammontare dei debiti di natura finanziaria rispettivamente a media e lunga scadenza e quelli a breve termine (ossia esigibili non oltre l'esercizio di riferimento). Tali voci includono le obbligazioni, i debiti verso soci per finanziamenti, banche e altri finanziatori (incluse le società controllate, collegate e controllanti) e debiti per l'acquisto di partecipazioni.
	<b>debtot</b>	Rappresenta la somma delle due variabili di debito finanziario definite precedentemente.

Tabella 17: Descrizione delle variabili di conto economico

<b>VARIABILI DI CONTO ECONOMICO</b>		
<b>DEFINIZIONE</b>	<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<b>Valore e costi della produzione</b>	<b>sales</b>	Esprime il fatturato della società nell'esercizio di riferimento. Include le voci relative ai ricavi (vendite di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e servizi) al netto dell'IVA e delle imposte di fabbricazione.
	<b>valadd</b>	Rappresenta il valore aggiunto generato nell'esercizio di riferimento: è dato quindi dalla differenza tra il fatturato e i costi di acquisto di beni e servizi e le svalutazioni del capitale circolante; include inoltre le voci relative alle rimanenze di materie prime, semilavorati, prodotti finiti (che vengono sottratti dal valore aggiunto se si tratta di diminuzioni e sommati nel caso contrario).
<b>Costo del lavoro</b>	<b>labcost</b>	Esprime il costo del lavoro sostenuto nell'anno di riferimento. Include le voci relative a: salari e stipendi al netto delle imposte fiscali, accantonamenti, oneri sociali,

<b>Ammortamenti</b>	<b>depr</b>	Esprime il valore degli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni immateriali e materiali.
<b>Oneri finanziari</b>	<b>of</b>	Rappresenta gli oneri finanziari nell'anno di riferimento. Sono inclusi nella seguente variabile gli interessi passivi, le commissioni e gli altri oneri finanziari verso le imprese controllate e collegate, consociate e terzi e verso le banche.
<b>Tasse</b>	<b>taxes</b>	Esprime l'ammontare delle imposte sul reddito d'esercizio, correnti, differite e anticipate, al netto dei dividendi e di eventuali utilizzi di accantonamenti generati in esercizi precedenti.
<b>Utile</b>	<b>risul_azionisti</b>	Esprime il risultato di competenza degli azionisti della società: è dato dalla differenza tra l'utile d'esercizio e l'utile di competenza di terzi.
<b>Dipendenti</b>	<b>empl</b>	Rappresenta il numero di dipendenti della società nell'anno di riferimento.

### Variabili di performance

Infine di seguito sono presentate le variabile che esprimono le misure di *performance* utilizzate.

Tabella 18: Descrizione delle variabili di performance

VARIABILI DI PERFORMANCE	
VARIABILE	DEFINIZIONE
<b>mktcap</b>	Si ottiene moltiplicando il valore di mercato di ogni azione per l'ammontare relativo.
<b>MTB</b>	$MTB = \frac{mktcap}{equity}$
<b>q_tobin</b>	$q\_tobin = \frac{mktcap - equity + totasset}{totasset}$
<b>ROA</b>	$ROA = \frac{EBITDA}{totasset} = \frac{risul_{azionisti} + of + taxes + depr}{totasset}$
<b>ROE</b>	$ROE = \frac{risul_{azionisti}}{capsoc}$

Si possono distinguere sia misure di *performance* di medio-lungo termine di natura contabile (ROA e ROE) sia misure di mercato nel breve termine (mktcap, MTB, Q di Tobin). Le prime si basano su eventi già accaduti, e quindi offrono un'indicazione di *performance* passata, mentre le seconde si focalizzano sulle aspettative delle *performance* future e non sono influenzate dalle convenzioni contabili e dalle distorsioni fiscali. La Q di Tobin in particolare può essere considerata una proxy del vantaggio competitivo dell'impresa.

## 6.4 Limiti della ricerca e possibili sviluppi futuri

- Nella seguente analisi empirica *non* sono state prese in considerazione le ulteriori variabili demografiche osservabili, quali l'etnia e la nazionalità, pur essendo state studiate nella fase precedente di analisi della letteratura. Si è deciso di trascurare questi aspetti a seguito della constatazione della scarsità di tale dimensione nei *board* delle imprese italiane, diversamente dalla situazione che caratterizza il mercato statunitense (e quello del Regno Unito, dell'Australia, della Nuova Zelanda, Singapore e la Malaysia) su cui si è basata un'ampia letteratura accademica in virtù di una maggior eterogeneità etnica tra la popolazione<sup>204</sup>.

- Inoltre sono state trascurate le variabili demografiche meno visibili come l'istruzione e le competenze professionali e quelle relative alla sfera cognitiva che caratterizza e distingue ciascun membro del CdA: sebbene siano aspetti meno visibili della diversità potrebbero generare dei benefici sull'innovazione e in generale sulle *performance* dell'impresa (Hillman *et al.*, 2000; Pfeffer, 1972).

Tali scelte sono coerenti con molti studi della letteratura in cui vengono utilizzate le variabili demografiche visibili come proxy per quelle meno visibili<sup>205</sup> (Hambrick e Mason, 1984).

- Per quanto riguarda l'analisi sul grado di istruzione dei membri del CdA, si è deciso di non prendere in considerazione questo aspetto a causa dell'eccessiva onerosità che si sarebbe dovuta affrontare qualora si fosse voluto analizzare il cv di ciascun membro del CdA, di dimensioni medie pari a 9/10 componenti, per 1393 osservazioni. È bene comunque sottolineare che un'iniziale raccolta di informazioni sull'istruzione era stata effettuata, circoscrivendola alle sole donne al vertice della società, ma tale attività è stata in seguito abbandonata perché si è ritenuto fosse più appropriato effettuare un'analisi di questo tipo sull'intero *board*, ma per le motivazioni sopra evidenziate non è stato possibile proseguire con le analisi.

- Un altro aspetto importante su cui si potrebbero effettuare degli studi successivi è relativo al mercato analizzato. Nonostante l'Italia offra un contesto appropriato per l'analisi, non è garantito il raggiungimento degli stessi risultati in un altro Paese, specialmente in quelli di un sistema legale differente dal *civil law* o caratterizzati da una struttura proprietaria di tipo non familiare. I seguenti aspetti sono di fondamentale importanza soprattutto per questo tipo di analisi che considerano il ruolo del genere all'interno dei consigli di amministrazione, in quanto tale tematica oggi sta assumendo importanza sempre crescente a tal punto che si distinguono vari interventi legislativi in merito. Per le seguenti ragioni i risultati ottenuti non possono essere confrontati direttamente con le analisi effettuate su altri Paesi. Studi successivi quindi potrebbero estendere l'analisi del presente lavoro di ricerca, prendendo in considerazione anche aspetti specifici di un Paese come la cultura e il contesto istituzionale in cui le

---

<sup>204</sup> Per avere un'idea generica sui numeri, secondo il Cervantes Institute (1999), negli Stati Uniti le persone bianche rappresentano il 71,8% della popolazione nel 2000, nella quota restante si distinguono i neri (12,2%), gli ispanici (11,4%) gli asiatici (3,9%) e una parte residua di altre minoranze pari allo 0,7%.

<sup>205</sup> Ad esempio se si considera l'età come variabile demografica, si può presumibilmente ipotizzare che gli amministratori più giovani abbiano maggior flessibilità cognitiva e propensione al cambiamento e all'innovazione rispetto ai colleghi di età più avanzata.

imprese si collocano e il periodo di tempo di riferimento in modo da poter realizzare comparazioni internazionali.

- Un'ulteriore sviluppo futuro potrebbe essere quella di estendere l'analisi sull'innovazione includendo le informazioni relative agli investimenti in R&S (in modo da considerare anche i fattori di input), sia a livello di impresa sia di settore industriale di appartenenza. In questo modo si potrebbe testare l'efficienza e la produttività delle attività di ricerca e sviluppo attraverso le variabili di output raccolte, quali i brevetti e le citazioni.

- Nella seguente analisi empirica inoltre non è stata presa in considerazione alcuna informazione relativa ai brevetti a livello di settore. Secondo le evidenze della letteratura infatti, sono presenti alcuni settori più tecnologici di altri, la cui propensione a innovare risulta superiore. Sarebbe quindi opportuno normalizzare il numero di brevetti depositati da ciascun'impresa, e le relative citazioni ricevute, in funzione dell'andamento del settore, in modo da poter permettere un confronto dei dati. Ad esempio, prendendo in riferimento il trend di un settore si potrebbe concludere che per una data impresa il numero di brevetti/citazioni ottenuti abbiano un valore superiore nel caso appartengano a un settore poco innovativo rispetto a quelli ottenuti in settori tipicamente più innovativi (come quelli dell'informatica, elettronica...).

Lo stesso discorso potrebbe essere effettuato a livello di input, ossia di spese in R&D: secondo O'Brien (2003) il grado di innovazione di un'impresa si manifesta *"not in the absolute magnitude of R&D intensity, but rather in the firm's R&D intensity relative to industry rivals"*.

## 6.5 L'analisi descrittiva del campione

Una volta definite le variabili utilizzate, nel seguente paragrafo verranno presentati i principali risultati emersi dalle statistiche descrittive del campione di imprese quotate italiane nell'arco temporale compreso tra il 2000 e il 2014. Tali statistiche permettono di avere un'idea iniziale sull'effetto generato dalla diversità di genere sulla propensione all'innovazione delle imprese e in generale sulle *performance* economiche aziendali. In questa sezione inoltre verrà presentata un'analisi sulla composizione dei *board* e dei comitati interni.

Prima di entrare però nel merito delle varie considerazioni è opportuno fare un'osservazione: alcune variabili economiche espresse in termini nominali (già descritte precedentemente) sono state convertite in termini reali in base al potere d'acquisto dell'Euro nell'anno a cui si riferivano, tenendo in considerazione i fenomeni inflattivi. Tale conversione è stata effettuata ricorrendo ad una variabile contenente l'indice FOI (*Indice Nazionale dei Prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati*) al netto dei tabacchi definita dall'Istat. La base di riferimento impiegata per l'indice FOI è il 2005 e i valori sono espressi in base 100. Una volta diviso la variabile nominale per la variabile relativa all'indice FOI 2005 si è moltiplicato per 100 il risultato ottenuto. La nuova variabile così definita, è indicata da questo

momento in poi con lo stesso nome della corrispondente variabile nominale, ma antepoendo il prefisso “r\_” al nome.

Infine alcune variabili presentano il suffisso TW e altre TB: con la prima specificazione si indicano le percentuali calcolate sul totale delle donne presenti nel *board*, mentre con la seconda le percentuali calcolate sull'intera dimensione del CdA.

Nella seguente sezione si possono distinguere tre macroargomenti strutturati nel seguente modo: nel paragrafo 6.5.1 vengono analizzate le statistiche descrittive relative alla composizione del *board*, prima mediante una panoramica generale, poi effettuando delle suddivisioni del campione distinguendo in base alla struttura proprietaria dell'impresa e in base al periodo pre e post riforma sulle quote rosa (legge 120/2011). Nel paragrafo 6.5.2 viene presentato un focus sull'innovazione ricorrendo alle variabili di *corporate governance* introdotte in modo da comprenderne il più possibile l'effetto. Infine nel paragrafo 6.5.3 viene effettuata un'analisi sulle *performance* economiche che racchiudono gli aspetti più importanti emersi dalle analisi effettuate nei paragrafi precedenti.

## 6.5.1 La composizione del consiglio di amministrazione

### a) Uno sguardo generale sulla corporate governance

Tabella 19: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance nelle imprese del campione  
Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

	Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max
Composizione del board	Board_size	1393	9.724336	3.107063	3	22
	% Women	1393	8.022426	9.584934	0	57.14
	% Men	1393	91.97757	9.584935	42.86	100
Indipendenza nel board	% Independent	1374	40.3884	18.17909	0	93.33334
	% Women_independent	1381	2.262388	5.968054	0	44.44445
	% Men_independent	1370	38.11842	17.37907	0	93.33334
Incarichi esecutivi/non esecutivi	% Executive	1386	32.69484	17.41339	5.882353	100
	% Women Executive	1388	2.421856	5.220177	0	22.22222
	% Non Executive	1386	67.30516	17.41339	0	94.11765
	% Women Non Executive	1392	5.61357	8.564934	0	44.44444
Tokenism nelle imprese	% Imprese con almeno 20% donne	1393	0.167265	0.373346	0	1
	% Imprese con almeno 30% donne	1393	0.020101	0.140395	0	1

\*, \*\*, \*\*\*  
indicano

rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Entrando nel merito delle analisi della composizione del CdA (Tabella 18), è possibile osservare come la dimensione media del *board* nell'intero campione sia di circa 10 membri, con circa l'8% di donne. Gli amministratori indipendenti costituiscono il 40% del *board* e solamente il 2,26% è rappresentato da una donna.

Analizzando gli incarichi ricoperti dagli amministratori si osserva che circa il 33% delle osservazioni si riferisce a ruoli esecutivi e il 67% a quelli non esecutivi. In termini di genere, nel primo caso la percentuale è meno del 2,5% mentre le amministratrici aventi un incarico non esecutivo sono circa il 5,6% del *board*.

Infine si osserva che in media il 16,7% delle osservazioni possiede all'interno del proprio consiglio di amministrazione una percentuale di donne almeno pari al 20% della dimensione del *board* e che solamente il 2% ha raggiunto la quota del 30%. Quest'ultima percentuale (30%) rappresenta, secondo la teoria del Tokenism, la soglia di massa critica necessaria affinché le minoranze (in questo caso le amministratrici) all'interno di un gruppo possano esercitare un'influenza significativa sul gruppo stesso.

Per poter analizzare adeguatamente i legami familiari delle amministratrici con la proprietà (tabella 19) si è ritenuto opportuno calcolare le variabili relative alle percentuali delle amministratrici imparentate (e non) sul totale delle donne presenti, anziché sulla dimensione totale del CdA. Tale decisione è legata al fatto che l'informazione che si vuole ottenere è relativa alle caratteristiche delle amministratrici non in relazione al resto del *board*, ma in riferimento all'ammontare complessivo di donne presenti nel consiglio di amministrazione. In altri termini si vuole comprendere, tra le donne nel CdA, quante hanno legami familiari con la proprietà e quante invece sono *non-family affiliated*. Tale tipologia di analisi non avrebbe quindi senso farla sul totale del *board*, distorcendo l'informazione includendo il contributo degli altri membri del *board*: in tal caso infatti una variazione della dimensione del *board* influirebbe sulla percentuale di donne imparentate e non imparentate portando eventualmente a conclusioni errate circa la presenza di legami familiari delle amministratrici con la proprietà. Infine risulta logico comprendere come al fine di effettuare l'analisi desiderata sia fondamentale considerare solo il sottoinsieme delle osservazioni aventi almeno una figura femminile nel *board* onde evitare la distorsione degli zeri.

Tabella 20: Statistica descrittiva relativa ai legami delle amministratrici con la proprietà nelle imprese del campione  
Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

	Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max
Legami donne con la proprietà	% Women_family affiliated TW	696	41.12787	45.95128	0	100
	% Women_non-family affiliated TW (escluse indipendenti)	688	32.10998	44.01575	0	100
	% Women_non-family affiliated TW	696	58.87213	45.95128	0	100

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Affrontando l'aspetto legato ai legami familiari delle amministratrici emerge che il 41% delle figure femminili presenti nel CdA sono imparentate con l'azionista di maggioranza della società e che il 59% circa delle osservazioni si riferisce alle amministratrici prive di legami con l'azionista di controllo. Quindi nel complesso le donne non imparentate sono in numero superiore rispetto a quelle imparentate.

È fondamentale comunque sottolineare che, nonostante nella sezione relativa alle statistiche descrittive le variabili relative ai legami con la proprietà siano state calcolate sul totale delle donne nel CdA, nelle analisi di regressione tutte le relative variabili percentuali considerate sono state calcolate sul totale dei membri del CdA in modo da poter effettuare un confronto adeguato e considerare opportunamente anche la dimensione innovativa delle imprese.

Nelle tabelle in Allegato (allegato) è mostrato il dettaglio annuale delle variabili relative alla composizione del *board*, all'indipendenza degli amministratori, ai ruoli esecutivi e non esecutivi ricoperti, e alle cariche al vertice dell'impresa suddivisi per genere. Di seguito invece sono presentati i grafici del loro andamento nel tempo.

➤ **Dimensione del consiglio di amministrazione**

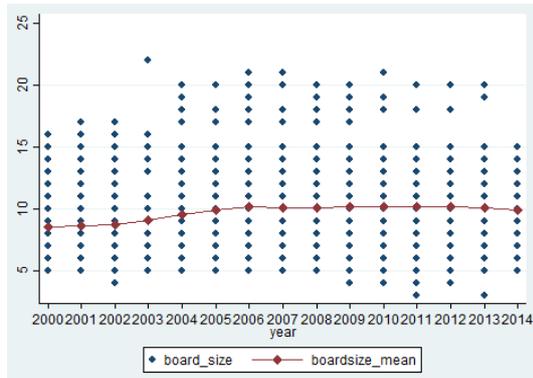


Figura 46: Andamento nel tempo della dimensione del board

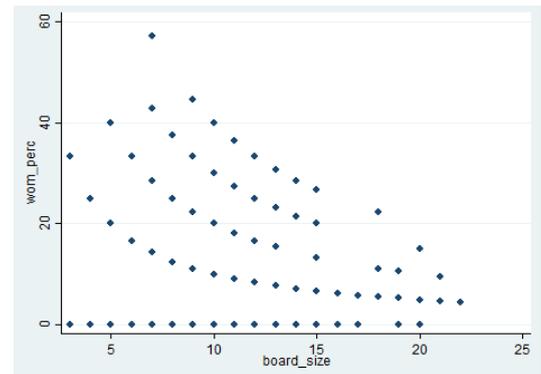


Figura 47: Relazione tra % donne e dimensione del board

Per quanto riguarda la dimensione del *board*, si può osservare come sia cresciuta negli anni che vanno dal 2000 al 2005 e come si sia mantenuta quasi stabile a partire dal 2006 ad un valore intorno ai 9/10 membri (Figura 44). I seguenti risultati sono allineati con i vari rapporti annuali stilati della Consob sulle società quotate e le varie relazioni delle società di consulenza (Spencer Stuart e Cerved).

Ai fini delle nostre analisi risulta sicuramente interessante poter osservare nel campione la presenza di quote rosa al variare della dimensione del consiglio di amministrazione: nella figura 45 a destra si osserva che al crescere della dimensione del *board*, la percentuale di donne presenti diminuisce. Questa evidenza è consistente con gli studi effettuati sul territorio italiano (caratterizzato da imprese familiari di modeste dimensioni).

➤ **Percentuale di donne nel board**

Nonostante i risultati emersi mettendo in relazione la percentuale di donne e la dimensione del *board*, in figura a lato (Figura 46) si può osservare come la percentuale di amministratrici sia cresciuto nel tempo: in particolare negli anni successivi all'introduzione della legge sulle quote rosa (2011) emerge una crescita molto più sostenuta che ha portato anche ad un maggior numero di osservazioni con una percentuale di donne superiore al 20% nel proprio *board*. In media nel 2014

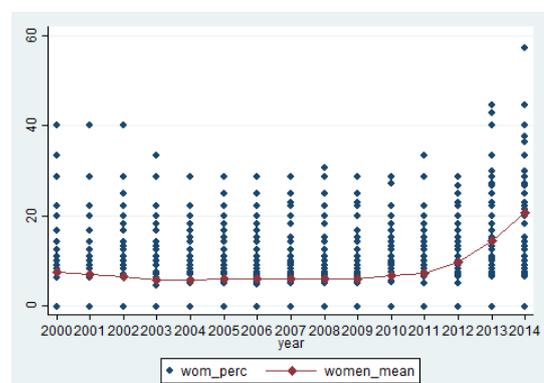


Figura 48: Andamento nel tempo della percentuale di amministratrici nelle società quotate italiane del campione

la percentuale di figure femminili nei CdA aziendali del campione è di 20,8%. Il seguente risultato è leggermente inferiore al 22,7% emerso nelle analisi statistiche effettuate della Consob nei rapporti annuali sulla *corporate governance* delle società quotate italiane nei vari mercati regolamentati, ma si colloca comunque in un range coerente: nel 2013 infatti secondo la Consob la percentuale era intorno al 17,1% mentre nel 2015 era di circa il 27,6%.

#### ➤ **Imprese con percentuale di donne superiore al 20% e al 30%**

A seguito dell'introduzione della legge 120/2011 è aumentata in maniera significativa anche la percentuale di imprese che presentano al loro interno una percentuale di donne pari almeno al 20% della dimensione del *board*: si passa da una percentuale sotto al 15% fino all'anno 2011 ad una percentuale di osservazioni pari circa al 68% nel 2014 (Figura 47 a sinistra).

Sebbene nel campione si siano registrati dei cambiamenti intensi, la percentuale di donne nella maggior parte dei *board* rimane comunque al di sotto della soglia minima di massa critica richiesta per poter osservare un'influenza significativa nelle decisioni da parte del gruppo di minoranza. La percentuale di non tokenism secondo un'ampia letteratura è pari al 30% (si veda il paragrafo 3.4 per un'analisi più dettagliata sul seguente tema introdotto per la prima volta da Kanter nel 1977). Analizzando la figura 47 (a destra) si osserva ancora una volta a partire dal 2011 un incremento consistente nella percentuale di imprese aventi all'interno dei propri CdA una percentuale di amministratrici almeno pari al 30% della dimensione del *board*, ma tale percentuale non raggiunge la quota del 20% delle osservazioni e inoltre in più di un anno la percentuale è pari a zero.

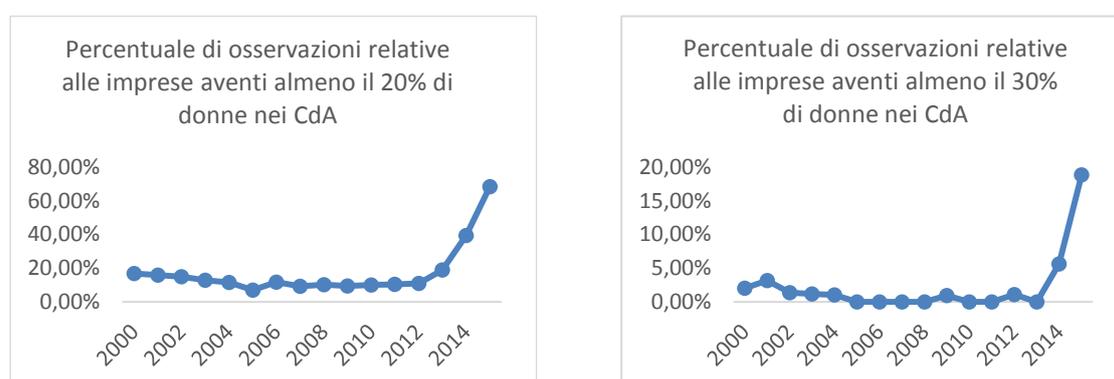


Figura 49: Andamento nel tempo delle percentuali di osservazioni relative alle imprese aventi almeno il 20% (a sinistra) e il 30% (a destra) di donne nei CdA

#### ➤ **Percentuale di esecutivi e non esecutivi nel board**

Le statistiche descrittive successive che mostrano la percentuale di amministratori esecutivi, non esecutivi, indipendenti e di *busy directors* sono calcolate a partire dal 2003. La motivazione di tale scelta è legata al fatto che negli anni antecedenti al 2003 nella fase di raccolta dati si è riusciti a reperire le informazioni necessarie solo per un numero molto ridotto di imprese sia perché le società non fornivano

indicazioni di *corporate governance* così dettagliate sia perché non è stato possibile recuperare le relazioni sul governo societario per quelle imprese che sono state delistate o acquisite da altre società. Per le seguenti ragioni si è deciso di restringere il campione che altrimenti sarebbe risultato sbilanciato. Occorre comunque sottolineare che nelle analisi dei paragrafi successivi, nel caso in cui non venisse specificato altrimenti, il campione di riferimento è da intendersi completo senza alcuna restrizione interna ad esso.

Per quanto riguarda le percentuali di amministratori esecutivi e non esecutivi, nelle figure sono mostrati gli andamenti nel tempo dal 2003 al 2014, distinguendo anche per genere.

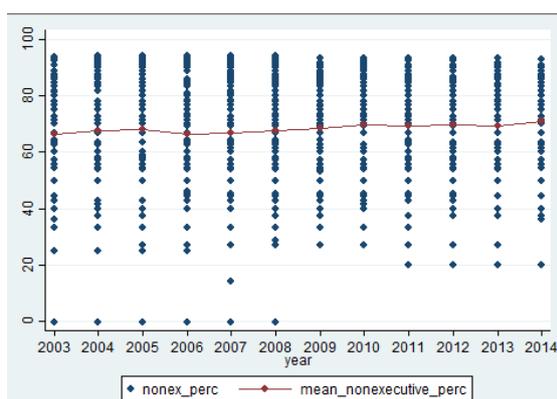


Figura 50: Andamento nel tempo degli incarichi non esecutivi

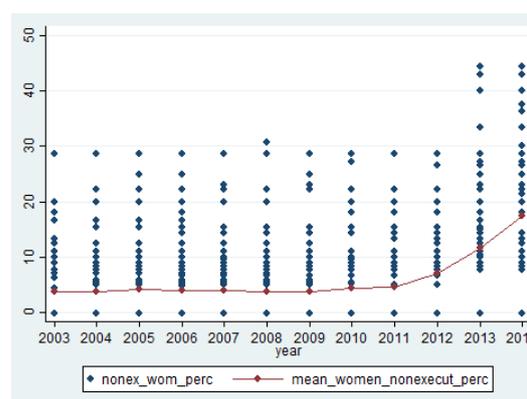


Figura 51: Andamento nel tempo delle donne con incarichi non esecutivi

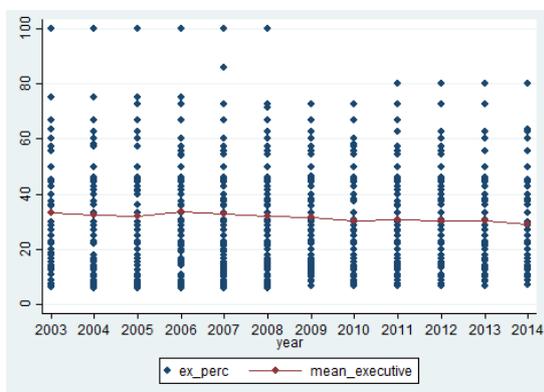


Figura 52: Andamento nel tempo degli incarichi esecutivi

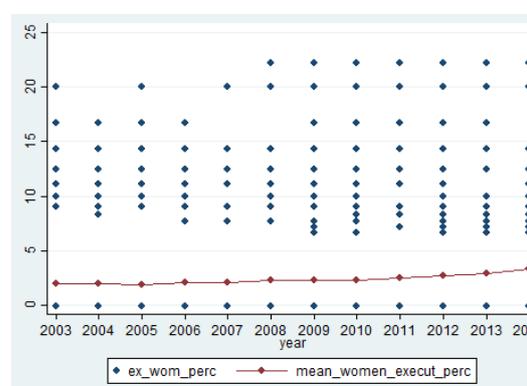


Figura 53: Andamento nel tempo delle donne con incarichi esecutivi

Si può osservare come in generale la percentuale di membri del CdA con incarichi *non esecutivi* (in alto a sx) sia aumentata nel corso degli anni, mentre quella degli *esecutivi* (in basso a sx) presenta un lieve decremento. Focalizzandosi sugli amministratori di sesso femminile si osserva un loro incremento sostenuto negli incarichi *non esecutivi* (in alto a dx) a partire dal 2012, mentre per quelli *esecutivi* (in basso a dx), sebbene sia presente un aumento, questo risulta meno marcato. Le percentuali raggiunte nel 2014 in ordine di figura sono: 71%,17,5%, 29%, 3,3%. Le percentuali delle donne sono calcolate sulla dimensione del *board* e non sul totale di amministratrici.

## ➤ Percentuale di indipendenti nel board

Nelle figure 52 sono mostrati gli scatter plot nel tempo relativi alle variabili *ind\_perc* e *ind\_wom\_perc*. Si può osservare un trend positivo nella percentuale di consiglieri indipendenti nel CdA e in particolare un incremento consistente delle *amministratrici* indipendenti a seguito della riforma sulle quote rosa. Nel 2014 le figure femminili indipendenti sono il 12,6% delle osservazioni (le percentuali delle donne sono state calcolate sulla dimensione del *board* e non sul totale di amministratrici).

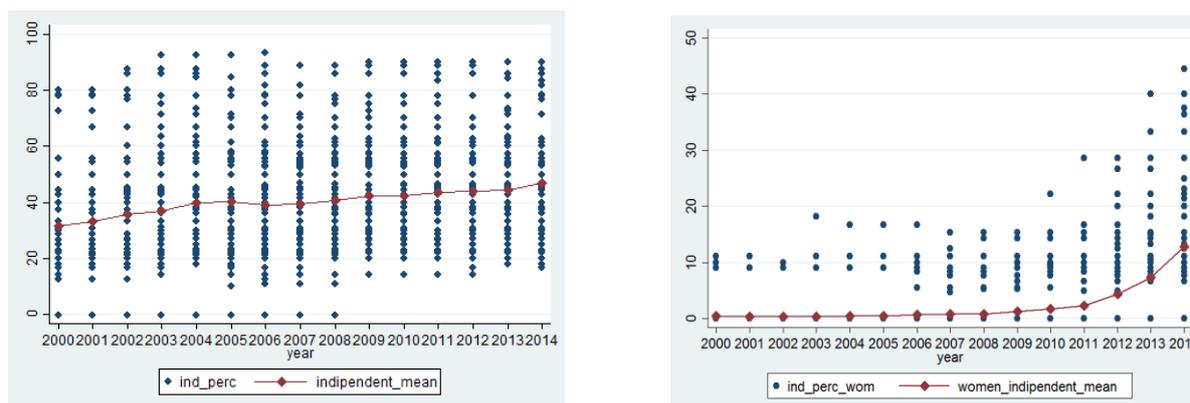


Figura 54: Andamento nel tempo della percentuale di indipendenti nelle società quotate italiane del campione (a sx) e di amministratrici indipendenti (a dx)

Le percentuali di amministratrici indipendenti calcolate sul totale delle figure femminili sono mostrate nella tabella 20 sottostante. Si può osservare anche in questo caso un andamento crescente nel tempo; nel 2014 la percentuale arriva a quota pari al 58,3%: tale valore è leggermente inferiore a quello ottenuto dai dati della Consob sulle società quotate italiane nel 2013 (circa il 60%) e nel 2014 (64%) (Figura).

Tabella 21: Percentuali di amministratrici indipendenti, calcolata sul numero di amministratrici nel board nell'anno di riferimento

Year	Obs	mean	sd	min	max
2003	36	6.944444	24.35681	0	100
2004	41	8.536585	27.16256	0	100
2005	41	8.536585	27.16256	0	100
2006	50	15	35.35534	0	100
2007	48	15.27778	34.17957	0	100
2008	49	15.81633	35.60997	0	100
2009	47	25.1773	42.68641	0	100
2010	49	30.27211	45.34761	0	100
2011	48	35.59028	46.34194	0	100
2012	60	45.97222	47.37685	0	100
2013	67	49.50249	44.44951	0	100
2014	77	58.33333	41.53488	0	100
Total	613	29.60848	42.92692	0	100

Nei paragrafi successivi di questa sezione dedicata alle statistiche descrittive verrà analizzato più nel dettaglio l'aspetto relativo all'indipendenza degli amministratori cercando di comprendere se le donne selezionate dopo la legge 120/2011 sono figure aventi legami familiari con il gruppo di comando o se sono professioniste selezionate in base alla loro esperienza e competenza.

## ➤ Percentuale di busy director nel board

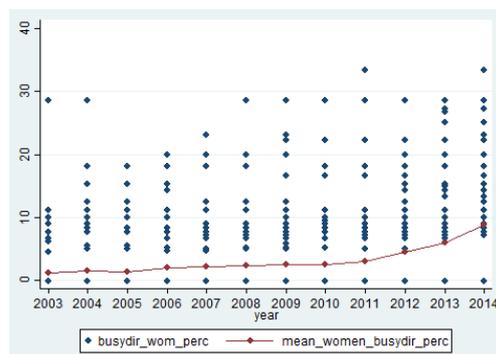
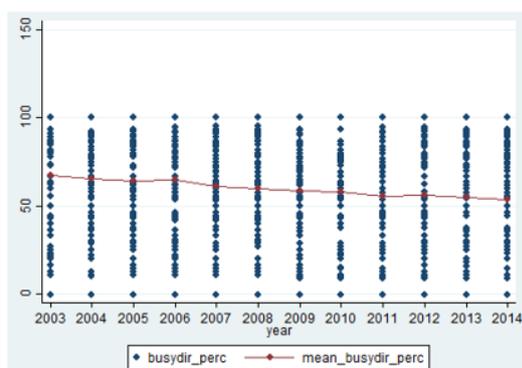


Figura 55: Andamento nel tempo della presenza di busy director    Figura 54: Andamento nel tempo della presenza di busy director donne

Analizzando le figure 53 e 54 si può osservare come la percentuale di amministratori aventi altri incarichi in altre società in media stia diminuendo nel corso degli anni. Tuttavia emerge un aspetto particolarmente interessante: nonostante il trendo medio negativo a livello dell'intero board, quando si effettua un'analisi ristretta alle amministratrici si osserva che la percentuale media di donne busy director subisce un incremento a partire dal 2011 dopo aver mostrato un andamento quasi costante negli anni antecedenti la riforma sulle quota rosa.

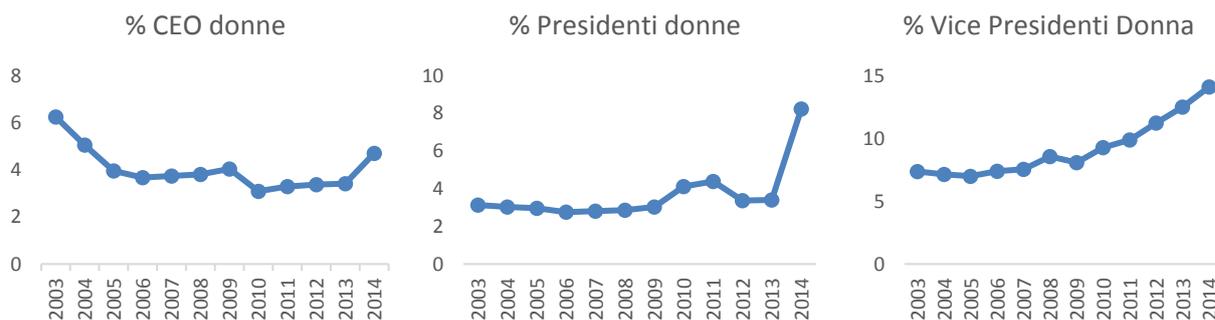
## ➤ Ruoli apicali nell'impresa

Tabella 22: Statistica descrittiva relativa ai ruoli apicali nelle imprese del campione. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max
% Ceo women	1388	4.610951	20.97978	0	100
% Presidente women	1388	3.746398	18.99643	0	100
% Ceo duality	1378	33.09144	47.07131	0	100
% Ceo duality women	1389	0.719942	8.457388	0	100
% Vice Presidente	1376	55.81395	49.67888	0	100
% Vice Presidente women	1382	8.755427	28.27479	0	100

Nella tabella 21 vengono mostrate le percentuali medie delle cariche al vertice dell'impresa ricoperta dai membri del CdA. Di seguito sono presentati gli andamenti medi nel tempo di alcune di queste variabili.

Figura 56: Andamento nel tempo delle cariche al vertice dell'impresa ricoperta dalle figure femminili calcolato sul totale delle osservazioni



Osservando i grafici si può notare come a seguito dell'introduzione della legge 120/2011 a favore di un maggior equilibrio dei generi, si registri un incremento dei valori medi percentuali delle cariche apicali ricoperte dalle figure femminili all'interno dell'impresa. Tuttavia è bene evidenziare come gli andamenti siano piuttosto differenti l'un l'altro in base all'incarico ricoperto: più nello specifico per quanto riguarda il ruolo di CEO si può osservare un trend negativo che ha caratterizzato gli anni antecedenti al 2011 e una crescita abbastanza marcata negli anni successivi; per le cariche di Presidente dell'impresa la crescita osservata si manifesta dopo un lungo periodo di stabilità sotto il 4% circa (eccetto negli anni 2010 e 2011) e l'aumento arriva fino all'8% nel 2014; nel caso di ruoli di Vice presidente invece la crescita si colloca in un trend positivo già a partire dal 2005 in cui si registrava un valore medio pari al 7% che è addirittura raddoppiato nel 2014.

#### *b) La corporate governance prima e dopo la legge 120/2011*

Dopo questa breve panoramica sulle caratteristiche generali del campione di riferimento, lo scopo dell'analisi che segue è quello di osservare più nel dettaglio se vi sia una potenziale efficacia della legge 120/2011 e se la sua finalità di sensibilizzare le imprese ad un maggior equilibrio tra i generi sia stato raggiunto o meno. A tal proposito è necessario che le imprese inseriscano all'interno dei propri consigli, amministratrici competenti e non solo figure femminili per l'unico scopo di raggiungere la soglia di rappresentanza minima richiesta, interpretando così il loro ruolo semplicemente come quello di "quota fillers". Per tale ragione nel seguente paragrafo verranno analizzati anche i legami familiari delle amministratrici con l'azionista di maggioranza. Risulta comunque importante sottolineare che, qualora l'amministratrice selezionata fosse imparentata con la famiglia di controllo non significa necessariamente che sia inesperta e non meritevole della carica, ma sicuramente non sarà possibile escludere (né affermare) con certezza il fatto che tale figura femminile sia stata privilegiata nella selezione delle amministratrici rispetto ad altre candidate.

Dal punto di vista metodologico, per poter analizzare questi aspetti si è ritenuto opportuno suddividere il campione in due sottogruppi, distinguendo gli anni antecedenti all'introduzione della legge 120/2011 sulle quote di genere all'interno dei consigli di amministrazione (2008-2010) da quelli successivi (2012-2014). Si è deciso di suddividere il periodo temporale disponibile nel seguente modo al fine di non avere un campione sbilanciato e poter effettuare un confronto coerente; l'anno 2011 non è stato preso in considerazione in quanto rappresenta un anno transitorio in cui la legge era stata approvata in Parlamento ma non ancora entrata in vigore, per tale motivo le imprese potevano decidere se anticipare l'applicazione o posticiparla al rinnovo successivo. Per evitare disallineamenti si è optato quindi per non considerare tale anno.

Tabella 23: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance pre e post riforma nelle imprese del campione.  
Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

	Variabile	Law	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
Composizione del board	Board_size	0	301	10.1196	3.226812	4	21	0.1859903	
		1	264	10.00379	2.964297	3	20	0.1824399	
	Mean difference & p-value			0.1158135				0.2619825	0.6586
	% Women	0	301	6.326644	7.861014	0	30.77	0.4531013	
		1	264	14.98273	11.30131	0	57.14	0.6955476	
	Mean difference & p-value			-8.656083***				0.8113798	0.0000
% Men	0	301	93.67336	7.861014	69.23	100	0.4531013		
	1	264	85.01727	11.30131	42.86	100	0.6955476		
	Mean difference & p-value			8.656083***				0.8113799	0.0000
	% Independent	0	299	41.74741	16.87791	0	90	0.9760749	
		1	264	45.19783	17.45332	14.28572	90	1.074178	
	Mean difference & p-value			-3.450417**				1.44838	0.0175
% Women_independent	0	299	1.282511	3.600048	0	22.22222	0.2078488		
	1	262	8.146981	10.19602	0	44.44445	0.629912		
	Mean difference & p-value			-6.86447***				0.6292198	0.0000
	% Men_independent	0	299	40.46061	15.95738	0	83.33333	0.9228391	
		1	262	37.01419	16.60262	0	79.99999	1.025713	
	Mean difference & p-value			3.446422**				1.376146	0.0125
Tokenism nelle imprese	% Imprese con almeno 20% di donne	0	301	9.966777	30.00554	0	100	1.72949	
		1	264	41.66667	49.3943	0	100	3.040009	
	Mean difference & p-value			-31.69989***				3.393334	0.0000
	% Imprese con almeno 30% di donne	0	301	0.3322259	5.763904	0	100	0.3322259	
		1	264	7.954545	27.11021	0	100	1.668518	
	Mean difference & p-value			-7.62232***				1.602187	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Dalla statistica descrittiva in tabella 22 si osserva innanzitutto che la **percentuale di donne** e quella di uomini cambia in maniera significativa nei *board* (il test sulla differenza delle medie ha dato esito significativo all'1%): più precisamente, come ci si aspettava, la percentuale delle amministratrici subisce un incremento rispetto agli anni precedenti alla legge "Golfo-Mosca", passando da un valore percentuale medio di 6,3% a un valore medio pari al 15%; la **percentuale degli amministratori** di sesso maschile invece subisce un decremento passando dal 93,7% all'85% circa. Quest'ultima osservazione è importante, in quanto può costituire un'evidenza del fatto che le imprese abbiano accolto la legge sulle quote senza "aggirarla" e fa ipotizzare che il numero di donne nei *board* sia effettivamente aumentato e non che le imprese abbiano ridotto semplicemente la dimensione del *board*, pur di non inserire al loro interno un maggior numero di amministratrici. A conferma di ciò si può osservare che la **dimensione del board** non è cambiata in maniera statisticamente significativa (10 membri circa).  
Da questa prima analisi quindi sembra che la legge abbia centrato lo scopo per cui era stata introdotta, ossia quello di incrementare la percentuale di amministratori di sesso femminile.
- Analizzando inoltre le ultime due variabili della tabella 22 si osserva come anche la percentuale di imprese che hanno raggiunto la **quota del 20%** di donne nel *board* richiesta dalla legge 120/2011 entro il 2015 sia aumentata a seguito della riforma e nello specifico copre il 41,6% delle osservazioni. Per quanto riguarda invece la **quota del 30%** che rappresenta quella della massa critica è stata raggiunta solamente dall'8% delle osservazioni, seppur abbia registrato un incremento molto consistente e significativo. I test sulla differenza delle medie per entrambe le variabili presentano una significatività dell'1%. Da questi risultati quindi si può dedurre che quasi la metà delle

osservazioni ha raggiunto la percentuale di donne nei CdA richiesta entro il 2015, ma questa percentuale è ancora al di sotto della soglia che permette alle amministratrici di non essere definite come “token” e di poter avere un’influenza significativa nelle decisioni del *board*.

- Le statistiche descrittive successive mostrano come la percentuale di donne **indipendenti** sia aumentata nel periodo 2012-2014 e che tale incremento è statisticamente significativo a un livello di significatività dell’1%.
- Esaminando più nello specifico le caratteristiche delle amministratrici selezionate dal *board* nel passaggio dal periodo pre legge a quello post legge (Tabella 23), si osserva in generale un decremento percentuale sia delle donne **family affiliated** sia di quelli **prive di legami** con l’azionista di maggioranza (escluse le indipendenti) e nello specifico entrambe le variabili hanno mostrato una significatività dell’1% nel test sulla differenza delle medie prima e dopo l’introduzione della legge sulle quote di genere. Tuttavia se si osserva anche la variabile che tra le donne non imparentate include anche quelle indipendenti emerge che nel periodo successivo all’introduzione della legge il numero di amministratrici *non-family affiliated* è aumentato. Si ricordi che tali variabili sono calcolate sul totale di donne nel *board* e non sulla dimensione del CdA. Si può quindi concludere che negli anni successivi alla legge 120/2011 nel *board* la percentuale di amministratrici imparentate diminuisce, mentre quelle prive di legami familiari aumenta.

Tabella 24: Statistica descrittiva relativa ai legami delle donne con la proprietà prima e dopo la legge. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

Legami donne con la proprietà	Variabile	Law	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
	% Women family affiliated TW	0		142	46.88967	47.99578	0	100	4.027716
1			198	29.20875	41.38864	0	100	2.941363	
Mean difference & p-value				17.68092***				4.867685	0.0003
% Women non family affiliated TW (escluse indipendenti)	0		142	30.49645	45.02898	0	100	3.792124	
	1		198	18.77104	35.08196	0	100	2.493166	
	Mean difference & p-value				11.72541***				4.354802
% Women non family affiliated TW	0		142	53.11033	47.99578	0	100	4.027716	
	1		198	70.79125	41.38865	0	100	2.941363	
	Mean difference & p-value				-17.68092***				4.867685

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Per poter avere una visione ancora più completa sul ruolo della legge si è deciso di effettuare un test sulla differenza delle medie delle donne *family-affiliated* e quelle *non-family-affiliated* in modo da comprendere la significatività della loro quota nel *board*. Come si osserva nella tabella sottostante (Tabella 24) la percentuale di donne *non-family-affiliated* è superiore solamente nel periodo successivo all’introduzione della legge sulle quote rosa: non si può quindi non rifiutare, con un intervallo di fiducia del 99,9%, l’ipotesi nulla secondo cui la loro differenza sia pari a zero.

Tabella 25: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, pre e post riforma.  
Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board

Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
<b>LAW=1</b>							
% women family TW	198	29.20875	41.38864	0	100	2.941363	
% women non-family TW	198	70.79125	41.38865	0	100	2.941363	
Mean difference & p-value		-41.58249***				4.159715	0.0000
<b>LAW=0</b>							
% women family TW	142	46.88967	47.99578	0	100	4.027716	
% women non family TW	142	53.11033	47.99578	0	100	4.027716	
Mean difference & p-value		-6.220657				5.696051	0.2757

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

In conclusione quindi si può affermare dalle analisi descrittive del campione che a seguito della legge, la percentuale delle donne imparentate diminuisce mentre quella delle donne *non-family affiliated* aumenta (Tabella 23). Più nello specifico la differenza delle percentuali medie tra donne imparentate e non, è statisticamente significativa (livello 1%) solamente nel periodo post riforma (Tabella 24).

### c) La corporate governance nelle imprese familiari

Al fine di investigare maggiormente sulla natura del legame delle amministratrici con il gruppo di controllo, si è ritenuto opportuno calare il seguente aspetto nel contesto in cui operano le imprese italiane, distinguendo tra società a controllo familiare e quelle non familiari (Tabella 25). Le imprese familiari infatti nel campione analizzato rappresentano circa il 67,3% del totale delle osservazioni (n. obs: 1388 e deviazione standard pari a 0,469).

Tabella 26: Statistica descrittiva relativa alla corporate governance nelle imprese familiari e non.  
Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

Variabile		Family	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
<b>Total sample</b>			<b>1,388</b>	<b>0.6729107</b>	<b>0.4693193</b>	<b>0</b>	<b>1</b>		
Composizione del board	Board_size	0	454	9.737885	2.913699	3	19	0.136747	
		1	934	9.72591	3.197975	4	22	0.104641	
	Mean difference & p-value			0.011975				0.177813	0.177813
	% Women	0	454	5.994229	9.908629	0	57.14	0.465035	
		1	934	9.04151	9.277911	0	40	0.303583	
	Mean difference & p-value			-3.04728***				0.542874	0
% Men	0	454	94.00577	9.908629	42.86	100	0.465035		
	1	934	90.95849	9.277911	60	100	0.303583		
Mean difference & p-value			3.047281***				0.542874	0	
Indipendenza nel board	% Independent	0	438	47.57399	22.40367	0	93.33334	1.070489	
		1	931	37.01834	14.68944	0	85.71429	0.481427	
	Mean difference & p-value			10.55565***				1.015637	0
	% Women_independent	0	445	3.1006	7.30045	0	44.44445	0.346075	
1		931	1.864125	5.180742	0	40	0.169792		
Mean difference & p-value			1.236475***				0.342839	0.0003	
% Men_independent	0	436	44.51969	21.49915	0	93.33334	1.029622		
	1	929	35.12226	14.13487	0	85.71429	0.46375		
Mean difference & p-value			9.39743***				0.977522	0	
Tokenism nelle imprese	% Imprese con almeno 20% donne	0	454	12.99559	33.66259	0	100	1.579864	
		1	934	18.62955	38.95535	0	100	1.274658	
	Mean difference & p-value			-5.633956***				2.134505	0.0084
	% Imprese con almeno 30% donne	0	454	2.863436	16.69606	0	100	0.7835848	
1		934	1.605996	12.57735	0	100	0.4115434		
Mean difference & p-value			1.25744				0.8042347	0.1182	

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Osservando la seguente tabella e analizzando la composizione del *board* al variare della struttura proprietaria dell'impresa (*family* e *non-family*) emerge un aumento significativo della **percentuale di**

**donne** (e una riduzione significativa di quella degli **uomini**) nel passaggio da imprese non familiari a imprese in cui il controllo azionario è nelle mani di un membro della famiglia che detiene la quota di maggioranza. In generale però, nonostante la seguente variazione percentuale nella rappresentanza del genere, la dimensione del *board* non cambia in maniera statisticamente significativa e rimane pari a 9,7 membri circa.

- Occorre inoltre evidenziare che nel 18,6% delle osservazioni relative alle imprese familiari, la percentuale di donne è almeno pari al 20%, mentre per le imprese non familiari le osservazioni *firm-year* che raggiungono tale percentuale sono solamente il 13%. Il test sulla differenza delle medie è significativo a un livello dell'1%. Per quanto riguarda il raggiungimento della quota di massa critica (30%) la percentuale media di osservazioni è pari al 2,86% nelle imprese non familiari e 1,6% in quelle a conduzione familiare, ma la differenza non è statisticamente significativa.
- Per quanto riguarda l'incarico ricoperto dai consiglieri, nelle imprese familiari la percentuale di **amministratori indipendenti** è inferiore, sia per le donne che per gli uomini, ma per questi ultimi la riduzione è più intensa (sebbene la differenza delle medie sia statisticamente significativa per entrambi a un livello di significatività dell'1%).
- Analizzando più nello specifico la situazione femminile (Tabella 26), nel caso di imprese a conduzione familiare, emerge una percentuale superiore sia di **amministratrici family** che di quelle **prive di legami familiari** (escluse quelle indipendenti), tuttavia le prime evidenziano un incremento superiore (la differenza delle medie è pari a -27,7 nel primo caso, mentre nel secondo caso è di 10,7). I test sulla differenza delle medie (imprese *family* e *non-family*) sono significativi a un livello dell'1% per entrambe le variabili. Se si osserva però la variabile che nel conteggio delle donne non familiari considera anche quelle indipendenti (**women non-family affiliated**), emerge una percentuale inferiore e statisticamente significativa tra le imprese familiari (80,5% nelle imprese non familiari contro il 52,7% in quelle a controllo familiare).

Tabella 27: Statistica descrittiva relativa ai legami delle donne con la proprietà nelle imprese familiari e non  
Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board

	Variabile	Family	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value	
Legami donne con la proprietà	% Women_family affiliated	0	152	19.51754	39.39276	0	100	3.195174		
	TW	1	543	47.25292	45.86476	0	100	1.968245		
	Mean difference & p-value				-27.7354***				4.086673	0.0000
	% Women_non-family affiliated TW (escluse indipendenti)	0	145	23.73563	41.18156	0	100	3.419943		
		1	542	34.40959	44.52886	0	100	1.912679		
	Mean difference & p-value				-10.674***				4.099481	0.0094
	% Women_non-family affiliated TW	0	152	80.48246	39.39276	0	100	3.195174		
		1	542	52.74708	45.86476	0	100	1.968245		
	Mean difference & p-value				27.73537***				4.086673	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Infine per poter comprendere se la percentuale delle donne *family-affiliated* sia superiore della percentuale di donne *non-family-affiliated* (e significativa) è stato effettuato un test sulla differenza

delle medie per le variabili relative ai legami delle amministratrici con la proprietà nelle imprese familiari (e non): è emerso che tale differenza è statisticamente significativa sia per le imprese familiari che quelle non familiari con un livello di significatività rispettivamente dell'1% e del 5% (Tabella 27).

In altri termini nelle imprese familiari la percentuale media di donne imparentate è statisticamente superiore rispetto alla percentuale media di donne non imparentate; coerentemente a tale evidenza nelle imprese non a conduzione familiare è superiore la percentuale di donne *non-family affiliated*. Tali risultati sono coerenti con il *paper* di Magda bianco et al. (2015) in cui analizzando un campione di imprese nel periodo 2008-2010 era emerso che il 55% delle donne nel *board* delle imprese familiari sono membri della famiglia che controlla la società: nell'analisi descrittiva del campione elaborato dalla sottoscritta si osserva un 47,3% di donne *family-affiliated*.

Tabella 28: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, nelle imprese familiari e non  
Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
<b>FAMILY=1</b>							
% women family TW	543	47.25292	45.86476	0	100	1.968245	
% women non family TW	542	52.74708	45.86476	0	100	1.968245	
Mean difference & p-value		-5.494168**				2.783519	0.0487
<b>FAMILY=0</b>							
% women family TW	152	19.51754	39.39276	0	100	3.195174	
% women non family TW	145	80.48246	39.39276	0	100	4.518659	
Mean difference & p-value		-60.96491***					0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

In conclusione si può quindi affermare che le donne imparentate sono superiori nel sottocampione di imprese familiari, mentre la percentuale di donne prive di legami con l'azionista di maggioranza è inferiore (Tabella 26). Analizzando più nello specifico, il numero di donne non imparentate è superiore rispetto alle donne imparentate, sia nelle imprese familiari sia in quelle in cui il gruppo di comando non è costituito da una famiglia (Tabella 27).

#### d) *La corporate governance nelle imprese familiari prima e dopo la legge*

##### ➤ **Legami familiari delle amministratrici**

A questo punto, avendo introdotto il tema delle imprese familiari è possibile effettuare un'analisi più dettagliata sulle donne *family-affiliated* e non, distinguendo tra il periodo antecedente la riforma sulle quote rosa e quello successivo (Tabella 28). In altri termini si ritiene opportuno tenere in considerazione non solo l'aspetto *family* (*family=0/1*) delle imprese, ma anche quello dell'introduzione della legge (*law=0/1*)<sup>206</sup>. Lo scopo è quello di comprendere il ruolo avuto dalla legge nella composizione del CdA.

<sup>206</sup> A tal proposito si è deciso di suddividere l'intero campione di riferimento (dal 2000 al 2014) in quattro sottogruppi: il primo comprende le osservazioni che ricoprono un periodo temporale di tre anni (2008-2010); il secondo considera le osservazioni nei tre anni successivi all'entrata in vigore della legge sulle quote rosa nei *board* aziendali (2012-2014); il terzo e il quarto sottogruppo distinguono invece tra osservazioni *family* e *non-family*.

Prima di procedere con le opportune considerazioni, occorre infine fare un'osservazione importante sul metodo: poiché l'analisi presentata nel seguente paragrafo riguarda semplicemente la descrizione del campione di riferimento e si tratta quindi di un'analisi univariata, la sua suddivisione come sopra definita può essere letta in due ottiche differenti. La prima è quella di analizzare, nel contesto italiano caratterizzato da imprese con una struttura proprietaria altamente concentrata, l'efficacia dell'introduzione della legge 120/2011 che impone il raggiungimento di una certa quota di donne all'interno del consiglio di amministrazione; mentre la seconda interpretazione è volta ad investigare sulle caratteristiche del *board* derivanti dalla struttura proprietaria delle imprese italiane e comprendere se sono cambiate a seguito di tale legge. In sintesi la semplice analisi descrittiva del campione non offre un'interpretazione sufficiente per arrivare a conclusioni specifiche su questi due temi importanti. Nella tabella 28 l'analisi cerca di comprendere se la struttura proprietaria delle imprese è cambiata a seguito della riforma sulle quote rosa (seconda interpretazione).

Tabella 29: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle amministratrici, pre e post riforma nelle imprese familiari e non. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

	Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
	ANNI 2012-2014	FAMILY=1						
% women family TW		138	38.52657	43.50801	0	100	3.703648	
% women non family TW		138	61.47343	43.50801	0	100	3.703648	
Mean difference & p-value			-22.94686***				5.237749	0.0000
FAMILY=0								
% women family TW		59	7.909604	25.77458	0	100	3.355564	
% women non family TW	59	92.0904	25.77458	0	100	3.355564		
Mean difference & p-value		-84.18079***				4.745484	0.0000	
ANNI 2008-2010	FAMILY=1							
	% women family TW	110	55.07576	47.24974	0	100	4.505086	
	% women non family TW	110	44.92424	47.24974	0	100	4.505086	
	Mean difference & p-value		0.1125				6.371153	0.1125
	FAMILY=0							
	% women family TW	32	18.75	39.65578	0	100	7.010217	
% women non family TW	32	81.25	39.65578	0	100	7.010217		
Mean difference & p-value		-62.5***				9.913944	0.0000	

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Si osserva che nel periodo **pre riforma** la differenza tra la percentuale media delle donne *family-affiliated* e quelle *non-family-affiliated*, è statisticamente significativa (5%) solamente nelle imprese non familiari e più nello specifico le amministratrici non imparentate con la famiglia di controllo sono superiori a quelle imparentate. Nelle imprese familiari non si osserva alcuna differenza statisticamente significativa nelle percentuali medie tra donne imparentate e non. Analizzando il **periodo successivo**, invece, si riscontra un incremento medio (significativo al 1%) delle donne *non-family-affiliated* sia nel campione di imprese non familiari, sia nelle imprese familiari. I risultati sono significativi all'1%.
- Osservando inoltre la tabella 29 sottostante che effettua un confronto tra il periodo pre e post riforma distinguendo tra imprese familiari e non, si osserva che nel sottocampione di imprese a

conduzione familiare nel passaggio al periodo *after law* si registra una riduzione delle amministratrici imparentate (significatività dell'1%) e un aumento di quello prive di legami con la proprietà.

Tabella 30: Statistica descrittiva nelle imprese familiari e non, pre e post riforma.  
Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

		FAMILY = 0				FAMILY = 1				
		Total	LAW		Mean differences & p-value	Total	LAW		Mean differences & p-value	
			0	1			0	1		
Legami donne con la proprietà	% <i>wom_family</i> TW	Obs	152	32	59	543	110	138		
		Mean	19.51754	18.75	7.909604	10.8404	47.25292	55.07576	38.52657	16.54919***
		St. dev	39.39276	39.65578	25.77458		45.86476	47.24974	43.50801	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	100	100	100		100	100	100	
		Std. Err. p-value		7.010217	3.355564	6.875191		4.505086	3.703648	5.777878
	% <i>wom_non-family</i> TW (include le indipendenti)	Obs	145	32	59	542	110	138		
		Mean	80.48246	81.25	92.0904	-10.8404	52.74708	44.92424	61.47343	-16.54919
		St. dev	39.39276	39.65578	25.77458		45.86476	47.24974	43.50801	
		Min	0	0	0		0	0	0	
Max	100	100	100		100	100	100			
Std. Err. p-value	4.518659	7.010217	3.355564	6.875191	1.968245	4.505086	3.703648	5.777878	0.0045***	

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

In conclusione riassumendo quanto emerso nei paragrafi b), c) e d) sui legami delle amministratrici con la proprietà si può affermare che:

- la percentuale di **donne *family affiliated*** è superiore nelle imprese familiari rispetto alla relativa percentuale nelle imprese non familiari e coerentemente a tale affermazione la percentuale di **amministratrici prive di legami familiari** è inferiore nelle imprese familiari rispetto alla relativa percentuale nelle imprese non familiari (Tabella 26). Tuttavia occorre sottolineare che se si effettua un'analisi pre e post legge (Tabella 23) si osserva che a seguito dell'introduzione della legge la percentuale di donne *family-affiliated* è diminuita e che la percentuale di quelle non imparentate è aumentata, ma se si analizza anche l'assetto proprietario (Tabella 29) si osserva che questo in realtà è valido solo tra le imprese familiari (nelle imprese non familiari non emerge una differenza statisticamente significativa prima e dopo la legge).
- La percentuale di amministratrici *non-family-affiliated* è superiore rispetto a quella di donne *family-affiliated* sia nelle **imprese familiari** sia in quelle **non a controllo familiare** e tale differenza è statisticamente significativa (Tabella 27). Inoltre se si effettua un confronto **prima e dopo la legge 120/2011** tale evidenza rimane valida eccetto nel periodo pre riforma in cui non è significativo (Tabella 24), e più nello specifico per le imprese familiari (Tabella 28).

### ➤ **La corporate governance**

Nella tabella 30 è mostrata la statistica descrittiva relativa alla *corporate governance* ottenuta suddividendo il campione prima in base al periodo (pre e post riforma) e poi in base alla struttura

proprietaria dell'impresa (familiare e non). Lo scopo è comprendere se le caratteristiche della struttura proprietaria delle società subiscono un cambiamento a seguito della legge sulle quote rosa.

Tabella 31: Statistica descrittiva pre e post riforma nelle imprese familiari e non.  
Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

			Before law 2008-2010				After law 2012-2014			
			Total	FAMILY		Mean difference & p-value	Total	FAMILY		Mean difference & p-value
				0	1			0	1	
Composizione del board	Board size	Obs	301	105	194		264	89	172	
		Mean	10.1196	10.07619	10.1701	-0.0939126	10.00379	9.775281	10.14535	-0.3700679
		St. dev	3.226812	3.059334	3.307541		2.964297	2.972422	2.969008	
		Min	4	4	4		3	3	5	
		Max	21	18	21		20	19	20	
		Std. Err. p-value		0.2985604	0.2374676	0.3904575 0.8101		0.3150761	0.2263847	0.3878306 0.3409
Composizione del board	% Women	Obs	301	105	194		264	89	172	
		Mean	6.326644	4.078857	7.608454	-3.529596***	14.98273	15.54461	14.90047	0.6441417
		St. dev	7.861014	7.081741	8.013471		11.30131	13.73226	9.817851	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	30.77	28.57	30.77		57.14	57.14	40	
		Std. Err. p-value		0.6911072	0.5753337	0.9328965 0.0002		1.455616	0.7486041	1.475626 0.6628
Indipendenza nel board	% Independent	Obs	299	103	194		264	89	172	
		Mean	41.74741	46.94778	39.05361	7.894167***	45.19783	55.61321	39.88914	15.72407***
		St. dev	16.87791	20.39563	14.02658		17.45332	19.92935	13.31488	
		Min	0	0	11.11111		14.28572	16.66667	14.28572	
		Max	90	90	75		90	90	71.42857	
		Std. Err. p-value		2.009641	1.00705	2.012709 0.0001		2.112507	1.01525	2.072813 0.0000
Indipendenza nel board	% Ind_women	Obs	300	104	194		262	89	170	
		Mean	1.282511	1.891383	0.9693266	0.9220567**	8.146981	10.96985	6.759419	4.210434***
		St. dev	3.600048	4.47132	3.015521		10.19602	11.74103	9.046928	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	22.22222	22.22222	15.38462		44.44445	44.44445	40	
		Std. Err. p-value		0.438449	0.2165018	0.436265 0.0354		1.244547	0.6938677	1.315049*** 0.0015
Tokenism nelle imprese	% Imprese con donne 20%	Obs	301	105	194		264	89	172	
		Mean	9.966777	5.714286	12.37113	-6.656848*	41.66667	44.94382	40.69767	4.246146
		St. dev	30.00554	23.32287	33.010380		49.3943	50.02553	49.27048	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	100	100	100		100	100	100	
		Std. Err. p-value		2.276079	2.370007	3.631788 0.0678		5.302696	3.756839	6.467175 0.5120
Tokenism nelle imprese	% Imprese con donne 30%	Obs	301	105	194		264	89	172	
		Mean	0.3322259	0	0.5154639	-.5154639	7.954545	14.60674	4.651163	9.955579***
		St. dev	5.763904	0	7.179582		27.11021	35.51748	21.12052	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	100	0	100		100	100	100	
		Std. Err. p-value		0	0.5154639	0.7011963 0.4628		3.764845	1.610425	3.511307 0.0049

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Si osserva innanzitutto che la diversa **dimensione del board** non è statisticamente significativa né prima dell'introduzione della legge né dopo, sia per le imprese a conduzione familiare che non. In riferimento alla **percentuale di donne** nei *board* si osserva che l'incremento registrato, passando da imprese non familiari a imprese familiari, si verifica solamente nel periodo pre legge ed è statisticamente significativo ad un livello dell'1%. In altri termini si può affermare che la percentuale delle donne è differente in base alla struttura proprietaria della società solamente *before law*. La seguente osservazione è particolarmente interessante in quanto non era emersa nell'analisi precedente in cui veniva presa in considerazione solamente la suddivisione tra imprese familiari e non familiari e l'intero campione senza affrontare l'aspetto relativo all'introduzione della legislazione

a favore delle quote rosa che ha richiesto la riduzione del campione alle sole osservazioni relative agli anni 2008-2010 e 2012-2014. Un'evidenza a favore di questa constatazione è che la percentuale di imprese che ha raggiunto una quota di donne all'interno del proprio *board* almeno pari al 30% è superiore nelle imprese *non family* (14,6%) rispetto a quelle *family* (4,7%) e solamente nel periodo post riforma (significatività all'1%).

- Per quanto riguarda invece il raggiungimento di una **quota di amministratrici almeno pari al 20%** si può osservare come si verifichi nel 12% circa delle osservazioni del sottocampione di imprese familiari pre riforma e solamente un 5% circa nel sottocampione di imprese non familiari. Quindi nelle imprese familiari nel periodo antecedente alla legge 120/2011 c'è un numero di osservazioni superiori che mostra una **quota almeno pari al 20%** di amministratrici nel *board*.
- Osservando la variabile relativa alla percentuale di **amministratrici indipendenti** nel *board* aziendale ed effettuando un confronto tra imprese *family* e *non-family*, sia *before law* che *after law*, emerge che la percentuale di donne indipendenti diminuisce nel passaggio al sottocampione di imprese a conduzione familiare, e tale decremento è maggiormente significativo a seguito dell'intervento legislativo a favore dell'equilibrio dei generi (livello di significatività dell'1% contro il 5%).

Nella tabella 31 sottostante è mostrata la stessa tipologia di analisi sopra presentata, ma in questo caso il campione è stato suddiviso in primo luogo distinguendo tra imprese familiari e non familiari e in secondo luogo per il periodo pre e post riforma. Lo scopo è comprendere l'efficacia della legge 120/2011 in base alla struttura proprietaria delle società.

Tabella 32: Statistica descrittiva nelle imprese familiari e non, pre e post riforma.  
Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

			FAMILY = 0				FAMILY = 1			
			Total	LAW		Mean differences & p-value	Total	LAW		Mean differences & p-value
				0	1			0	1	
Composizione del boar	Board_size	Obs	454	105	89		934	194	172	
		Mean	9.737885	10.07619	9.775281	0.3009096	9.72591	10.1701	10.14535	0.0247543
		St. dev	2.913699	3.059334	2.972422		3.197975	3.307541	2.969008	
		Min	3	4	3		4	4	5	
		Max	19	18	19		22	21	20	
		Std. Err. p-value		0.2985604	0.3150761	0.4351017 0.49		0.2374676	0.2263847	0.3302206 0.9403
Composizione del boar	% women	Obs	454	105	89		934	194	172	
		Mean	5.994229	4.078857	15.54461	-11.46575***	9.04151	7.608454	14.90047	-7.292012***
		St. dev	9.908629	7.081741	13.73226		9.277911	8.013471	9.817851	
		Min	0	0	0		0	0	0	
		Max	57.14	28.57	57.14		40	30.77	40	
		Std. Err. p-value		0.6911072	1.455616	1.535647 0.0000		0.5753337	0.7486041	0.932816 0.0000
Indipendenza nel boar	% indip	Obs	438	103	89		931	194	172	
		Mean	47.57399	46.94778	55.61321	-8.66544***	37.01834	39.05361	39.88914	-0.8355365
		St. dev	22.40367	20.39563	19.92935		14.68944	14.02658	13.31488	
		Min	0	0	16.66667		0	11.11111	14.28572	
		Max	93.33334	90	90		85.71429	75	71.42857	
		Std. Err. p-value		2.009641	2.112507	2.920653 0.0034		1.00705	1.01525	1.434485 0.5606
Indipendenza nel boar	%wom_ind	Obs	445	104	89		931	194	170	
		Mean	3.1006	1.891383	10.96985	-9.07847***	1.864125	0.9693266	6.759419	-5.790092***

		<i>St. dev</i>	7.30045	4.47132	11.74103		5.180742	3.015521	9.046928	
		<i>Min</i>	0	0	0		0	0	0	
		<i>Max</i>	44.44445	22.22222	44.44445		40	15.38462	40	
		<i>Std. Err.</i>		0.438449	1.244547	1.244643		0.2165018	0.6938677	0.6893732
		<i>p-value</i>				0.0000				0.0000
Tokenism nelle imprese	% Imprese con donne 20%	<i>Obs</i>	454	105	89		934	194	172	
		<i>Mean</i>	12.99559	5.714286	44.94382	-39.22953***	18.62955	12.37113	40.69767	-28.32654***
		<i>St. dev</i>	33.66259	23.32287	50.02553		38.95535	33.010380	49.27048	
		<i>Min</i>	0	0	0		0	0	0	
		<i>Max</i>	100	100	100		100	100	100	
	<i>Std. Err.</i>		2.276079	5.302696	5.470671		2.370007	3.756839	4.341228	
	<i>p-value</i>				0.0000				0.0000	
	% Imprese con donne 30%	<i>Obs</i>	454	105	89		934	194	172	
		<i>Mean</i>	2.863436	0	14.60674	-14.60674***	1.605996	0.5154639	4.651163	-4.135699**
		<i>St. dev</i>	16.696060	0	35.51748		0	7.179582	21.12052	
<i>Min</i>		0	0	0		100	0	0		
<i>Max</i>		100	100	100		100	100	100		
<i>Std. Err.</i>		0	3.764845	3.464528	12.57735	0.5154639	1.610425	1.611936		
<i>p-value</i>					0.0000			0.0107		

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Si possono osservare molti aspetti interessanti: innanzitutto la **percentuale di donne** nei *board* aumenta nel sottocampione *after law* sia per le imprese familiari che quelle non familiari. In altri termini sembra che la percentuale di quote rosa sia aumentata dopo la legge, a prescindere dalla struttura proprietaria dell'impresa. Nelle analisi del paragrafo c) non era possibile comprendere se questo incremento fosse dovuto alla struttura proprietaria o all'introduzione della legge 120/2011. Il numero di imprese che hanno raggiunto almeno la **quota del 20%** di donne nel CdA è superiore a seguito dell'introduzione della legge sulle quote rosa, sia per le imprese familiari che per quelle non familiari e il test sulla differenza ha mostrato una significatività dell'1%. Una situazione simile si osserva per le imprese che hanno raggiunto almeno la **quota del 30%**, ma in questo caso le percentuali in gioco sono più basse. Ciò che emerge di interessante è che per quanto riguarda la variabile che considera la quota del 20% si registra una differenza dei valori medi molto elevata: si passa dal 5,7% delle osservazioni al 44, 9% nelle imprese non familiari e dal 12,3% al 40,7% nelle imprese familiari.
- In particolare nel sottocampione di imprese *non-family* le **amministratrici indipendenti** aumenta nel passaggio prima e dopo la legge (dal 2% all'11% circa). Nel sottocampione che considera le imprese familiari invece tale valore aumenta ma registrando una differenza delle medie più bassa (5,79 contro 9,08). In entrambi i casi (*family=0/1*) si osserva una significatività dell'1%.

#### e) I comitati interni alla società

Analizzando la composizione dei comitati interni all'impresa, si è ritenuto opportuno restringere il campione totale di analisi alle sole imprese che hanno istituito al loro interno un comitato e che possiedono almeno un amministratore di sesso femminile. La decisione di considerare solo le imprese che presentano almeno un'amministratrice all'interno dei propri *board* è legata al fatto che la seguente analisi è volta a comprendere non tanto le caratteristiche della composizione dei comitati in sé, ma come questi sono composti in presenza di almeno una figura femminile nel *board*. Quindi dal momento che la mancanza di una donna nel CdA dell'impresa (per un determinato anno di riferimento), implica

necessariamente l'assenza della stessa all'interno dei comitati, per non distorcere i valori medi e le informazioni da essi derivanti si è deciso di prendere in considerazione solamente le osservazioni annuali che si riferiscono ad imprese aventi almeno una donna nel proprio consiglio di amministrazione.

- Dai risultati in Tabella 32 emerge che la dimensione media del **comitato di controllo** è di 3,2 membri e che sono presenti in media 3 consiglieri non esecutivi, 2,56 con i requisiti di indipendenza e un numero inferiore a 1 di esecutivi.

Effettuando una distinzione per genere, il numero medio di amministratori di sesso femminile è di circa 0,35: un valore pressoché simile si osserva per ogni caratteristica analizzata (n. membri, indipendenza, non esecutivi, esecutivi) nonostante in alcuni casi il numero di donne facenti parti del comitato sia pari a 3. Per quanto riguarda gli amministratori di sesso maschile, invece, l'analisi del campione ha mostrato che circa 2,32 amministratori appartenenti al comitato di controllo possiedono i requisiti di indipendenza, 0,2 sono esecutivi e in generale 2,68 sono non esecutivi.

- Osservando le statistiche descrittive dei **comitati di remunerazione** (Tabella 32) si registrano dei valori medi molto simili a quelli del comitato di controllo: nello specifico la dimensione media è di circa 3,13 membri e il numero di consiglieri non esecutivi è di 2,9 di cui 2,3 indipendenti.

Ciò che emerge di interessante dalla seguente analisi è che effettuando il test bilaterale con un livello di significatività dell'1%, in tutti i casi analizzati sia per il comitato di controllo sia per quello di remunerazione, la differenza delle medie tra i due sottogruppi (amministratori donna e uomini) è sempre statisticamente significativa; in altri termini non si può accettare l'ipotesi nulla secondo cui le due medie sono uguali con un livello di significatività dell'1%.

Tabella 33: Composizione dei comitati interni nelle imprese aventi almeno un'amministratore di sesso femminile

	Genere	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Mean difference	p-value
<b>Comitato di controllo</b>								
<b>N. membri</b>	<b>Totale</b>	594	3.163	0.676216	1	6		
	<b>Donne</b>	594	0.3501684	0.5496664	0	3	-2.462963***	0.0000
	<b>Uomini</b>	594	2.813131	0.8028801	0	6		
<b>Indipendenti</b>	<b>Totale</b>	594	2.56229	0.8028147	0	6		
	<b>Donne</b>	592	0.2398649	0.5070388	0	3	-2.081081***	0.0000
	<b>Uomini</b>	592	2.320946	0.8113204	0	6		
<b>Non esecutivi</b>	<b>Totale</b>	594	3.008418	0.7241415	0	6		
	<b>Donne</b>	594	0.3265993	0.5426805	0	3	-2.355219***	0.0000
	<b>Uomini</b>	594	2.681818	0.7865476	0	6		
<b>Esecutivi</b>	<b>Totale</b>	594	0.1548822	0.5861683	0	3		
	<b>Donne</b>	592	0	0	0	0	-0.1554054***	0.0000
	<b>Uomini</b>	592	0.1554054	0.58709	0	3		
<b>Comitato di remunerazione</b>								
<b>N. membri</b>	<b>Totale</b>	545	3.126606	0.549555	1	6		
	<b>Donne</b>	542	0.3505535	0.5359443	0	3	-2.426199***	0.0000
	<b>Uomini</b>	542	2.776753	0.7168259	0	6		
<b>Indipendenti</b>	<b>Totale</b>	545	2.311927	0.8859322	0	6		
	<b>Donne</b>	545	0.2036697	0.4781872	0	3	-1.904587***	0.0000

	<b>Uomini</b>	545	2.108257	0.8938236	0	5		
<b>Non esecutivi</b>	<b>Totale</b>	545	2.908257	0.6771111	0	6		
	<b>Donne</b>	545	0.3155963	0.535019	0	3	-2.277064***	0.0000
	<b>Uomini</b>	545	2.592661	0.7494736	0	6		
<b>Esecutivi</b>	<b>Totale</b>	545	0.2183486	0.5127358	0	3		
	<b>Donne</b>	545	0.0183486	0.1343319	0	1	-0.1816514***	0.0000
	<b>Uomini</b>	545	0.2	0.4948262	0	3		

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

#### f) *Le riunioni interne alla società*

Nell'analisi del numero di riunioni tenute all'interno dell'impresa e delle relative percentuali di partecipazione, si è adottato un approccio simile a quello precedente. Nello specifico per quanto riguarda l'analisi del *board* si è deciso di suddividere il campione in due sottogruppi al fine di esplorare le differenze che emergono tra le imprese quotate italiane che possiedono al loro interno almeno un amministratore di sesso femminile e quelle che invece non ne possiedono neanche una. Per quanto riguarda i comitati, invece, oltre alla suddivisione tra imprese con almeno una figura femminile e imprese senza, il campione include solamente quelle osservazioni relative alle imprese che hanno istituito al loro interno un comitato. Nelle tabelle sottostanti è stata inserita una colonna "Total" in cui viene calcolata la statistica considerando l'intero campione di riferimento (per quanto riguarda i comitati, però, sono state considerate solamente le imprese aventi al loro interno il comitato di controllo/comitato di remunerazione).

In generale in riferimento alle riunioni effettuate si può osservare che (Tabella 33): il numero medio all'anno di *meeting* tenuti dal consiglio di amministrazione sono 8,57; per il comitato di controllo sono circa 5,4; mentre per quello di remunerazione sono 2,85. Le rispettive quote di partecipazione da parte degli amministratori sono 89,6%, 92,23%, 87,5.

I seguenti risultati sul numero di riunioni e sulla percentuale di partecipazione sono coerenti con quanto emerso dallo studio di Magda Bianco et al. (2015) sulle imprese quotate italiane tra il 2008 e il 2010.

- Analizzando più nel dettaglio i risultati, distinguendo tra le imprese che non hanno al loro interno nemmeno un'amministratrice e quelle che invece ne possiedono almeno una, si può osservare in tutti i casi (*board*, comitato di controllo e comitato di remunerazione) che il **numero medio di riunioni** è inferiore in presenza di almeno una donna, ma tale evidenza è statisticamente significativa al test delle differenze delle medie, solamente per le riunioni tenute dal consiglio di amministrazione. In altri termini poiché il test delle differenze per il *board* mostra un *p-value* inferiore allo 0.01% *non si può non rifiutare* l'ipotesi nulla secondo cui la media delle riunioni per le imprese aventi al loro interno almeno una donna sia uguale al valore medio dei meeting tenuti nelle imprese senza alcuna figura femminile nel CdA.

Tabella 34: Statistica descrittiva sulla partecipazione alle riunioni interne nelle imprese aventi almeno una figura femminile nel CdA e non

Una possibile spiegazione al minor numero di *meeting* effettuati dal consiglio di amministrazione nelle imprese aventi almeno una figura femminile può essere legata alla durata delle riunioni. Seconda la letteratura infatti generalmente in presenza di donne nel CdA la durata media delle riunioni risulta superiore in quanto si viene a generare una dialettica più vivace che permette di affrontare le tematiche dell'ordine del giorno in maniera più esaustiva (Profeta et al., Rapporto Éupolis 2016).

Variabili	Statistiche	Total	Women dummy		Mean difference	p-value
			0	1		
<b>Meeting</b>						
<b>Board_meet</b>	Obs	1,149	629	520		
	Mean	8.56832	9.294231	7.968203	1.326027***	
	St. dev	3.388067	3.779058	2.895572		
	Min	1	1	2		
	max	27	27	21		
	St. err		0.1657226	0.115454	0.999521	
	p-value					0.0000
<b>Aud_meet</b>	Obs	982	452	530		
	Mean	5.407332	5.528761	5.303774	0.2249875	
	St. dev	3.548853	3.754266	3.363906		
	Min	0	0	0		
	max	23	21	23		
	St. err		0.1765858	0.1461187	0.2272171	
	p-value					0.3223
<b>Remun_meet</b>	Obs	904	419	485		
	Mean	2.849558	2.966587	2.748454	0.2181335	
	St. dev	2.478153	2.695705	2.271505		
	Min	0	0	0		
	max	20	20	14		
	St. err		0.1316938	0.1031437	0.1652174	
	p-value					0.1871
<b>Attendance</b>						
<b>Board_attend</b>	Obs	998	452	546		
	Mean	89.6107	89.82798	89.43082	0.3971602	
	St. dev	7.806396	8.575311	8.575311		
	Min	.0	62,73	0		
	max	100	100	100		
	St. err		0.3182048	0.3669894	0.4965109	
	p-value					0.4240
<b>Aud_attend</b>	Obs	831	382	449		
	Mean	92.22566	90.06291	94.06568	-4.002773***	
	St. dev	14.80407	18.60711	10.20819		
	Min	0	0	0		
	max	100	100	100		
	St. err		0.9520226	0.4817541	1.021656	
	p-value					0.0001
<b>Remun_attend</b>	Obs	787	364	423		
	Mean	87.49296	86.47266	88.37095	-1.898281	
	St. dev	28.41718	29.88604	27.09452		
	Min	0	0	0		
	max	100	100	100		
	St. err		1.566454	1.31738	2.031808	
	p-value					0.3504

Questa maggior efficienza

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

potrebbe tradursi dunque in una minor necessità di effettuare riunioni frequenti. Tale ipotesi non è stata possibile testarla nell'analisi empirica della seguente tesi non essendo state raccolte le informazioni relative alla durata dei *meeting*.

- In riferimento alla **partecipazione alle riunioni** invece, si osserva una percentuale superiore in presenza di donne nei comitati, ma un valore inferiore per le riunioni tenute dai consigli di amministrazione. Il test sulle differenze delle medie ha mostrato una significatività dell'1% solamente nel caso del comitato di controllo interno: quindi *non è possibile non rifiutare* l'ipotesi nulla secondo cui la partecipazione alle riunioni è statisticamente uguale tra le imprese aventi almeno una donna e quelle che invece non presentano nemmeno un'amministratrice.

Per poter analizzare meglio l'efficacia delle riunioni (numero e percentuale di partecipazione), si è ritenuto opportuno calare la seguente analisi nel contesto delle imprese familiari italiane, in altri termini vengono ripetute le stesse statistiche descrittive distinguendo il campione tra imprese a controllo familiare e imprese non familiari (Tabella 34).

Tabella 35: Statistica descrittiva sulla partecipazione alle riunioni interne in base alla struttura proprietaria

Dai risultati si può osservare che in presenza di una struttura proprietaria concentrata il numero di riunioni del CdA e dei comitati è inferiore e tale differenza è statisticamente significativa all'1%. Una possibile motivazione può essere legata al fatto che nelle imprese familiari vi è generalmente una maggior coesione interna che riduce la necessità di doversi riunire frequentemente. Inoltre in tale tipologia di imprese è emerso dall'analisi effettuata nei paragrafi precedenti sulla composizione del CdA una percentuale di donne superiore rispetto alle imprese non familiari che secondo quanto

Variabili	Statistiche	Total	FAMILY		Mean difference	p-value
			0	1		
<b>Meeting</b>						
Board_meet	Obs	1149	360	786		
	Mean	8.56832	10.55	7.63486	2.91514***	
	St. dev	3.388067	4.125166	2.424977		
	Min	1	3	1		
	max	27	25	21		
	St. err		0.2174153	0.0864961	0.1948595	
	p-value					0.0000
Aud_meet	Obs	982	324	656		
	Mean	5.407332	6.712963	4.757622	1.955341***	
	St. dev	3.548853	4.458375	2.763575		
	Min	0	0	0		
	max	23	23	17		
	St. err		0.2476875	0.1078995	0.2320624	
	p-value					0.0000
Remun_meet	Obs	904	300	603		
	Mean	2.849558	3.8	2.379768	1.350568***	
	St. dev	2.478153	3.096011	1.942715		
	Min	0	0	0		
	max	20	20	11		
	St. err		0.1745057	0.0783961	0.1658439	
	p-value					0.0000
<b>Attendance</b>						
Board_attend	Obs	998	322	673		
	Mean	89.6107	89.7781	89.51612	0.2619805	
	St. dev	7.806396	8.624304	7.394352		
	Min	0	0	60		
	max	100	100	100		
	St. err		0.4806137	0.2850313	0.5294228	
	p-value					0.6208
Aud_attend	Obs	831	287	542		
	Mean	92.22566	91.18589	92.99792	-1.812027*	
	St. dev	14.80407	15.82641	13.61936		
	Min	0	0	0		
	max	100	100	100		
	St. err		0.9342036	0.5850015	1.052758*	
	p-value					0.0856
Remun_attend	Obs	787	266	520		
	Mean	87.49296	91.37797	85.48158	5.896393***	
	St. dev	28.41718	20.7048	31.49596		
	Min	0	0	0		
	max	100	100	100		
	St. err		1.269493	1.381189	2.134251	
	p-value					0.0059

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

emerso dalla letteratura generano maggior efficienza nelle riunioni e quindi riducono la necessità di effettuare molte riunioni (Profeta et al., Rapporto Éupolis 2016).

- Per quanto riguarda la **partecipazione alle riunioni** invece emerge un incremento percentuale nei comitati di controllo delle imprese a controllo familiare (livello di significatività del 10%) e una diminuzione significativa dell'1% della partecipazione ai comitati per la remunerazione delle imprese familiari. Ancora una volta tale risultato è coerente con quanto affermato precedentemente: il fatto che vengano effettuate meno riunioni induce a una maggior partecipazione dei membri in quanto rappresenta il

principale strumento a disposizione per ottenere le informazioni necessarie a svolgere nel migliore dei modi le proprie attività da amministratori.

I seguenti risultati quindi sembrano suggerire che in realtà il minor numero di riunioni effettuate e la maggior partecipazione dei membri nel comitato di controllo sia guidata dal legame con la proprietà.

#### *g) I ruoli al vertice dell'impresa*

Analizzando la composizione del *board* al vertice della società nell'intero campione e nell'arco temporale di quattordici anni (Tabella 35) si osserva che solamente nel 4,6% dei casi la carica di **CEO** è ricoperta da un amministratore di sesso femminile e che la percentuale di **presidenti** donna risulta ancora più bassa (3,7%). Per quanto riguarda la dualità **CEO/Presidente**, questa doppia carica si verifica nel 33% dei casi e nello specifico solo lo 0,7% (ossia 10 osservazioni annuali) riguarda una dualità di genere femminile.

Infine se si considera il ruolo di **Vice presidente**, è presente nel 55% delle osservazioni annuali del campione e in particolare distinguendo per il genere tale carica è ricoperta da amministratrici solamente nell'8% dei casi. Come si può dedurre da questi numeri le donne che occupano posizioni di responsabilità elevata nelle imprese è ancora limitato.

Inoltre suddividendo il campione in imprese *family* e imprese *non-family* si può osservare che nelle imprese a **gestione familiare** in media aumenta in maniera statisticamente significativa (livello di significatività dell'1%) la dualità del CEO e la figura di Vice Presidente. Distinguendo per genere emerge, nelle imprese familiari, una percentuale superiore di donne Vice Presidenti (significatività dell'1%) e di quelle che hanno il doppio incarico CEO/Presidente, ma questo è significativo solo al 5%.

Infine per sondare più nel dettaglio i ruoli al vertice dell'impresa, si è ritenuto necessario analizzare le variabili relative ai **legami familiari** nel caso la carica di CEO, Presidente o Vicepresidente sia ricoperta da amministratori di sesso femminile, pur continuando a distinguere tra imprese *family* e *non-family*. In questa analisi, diversamente da quanto fatto precedentemente le percentuali sono calcolate sul totale della dimensione del *board*. Come ragionevolmente ci si aspettava, nelle imprese a controllo familiare, la percentuale di donne Presidenti e Vicepresidenti aventi legami con la famiglia di controllo è superiore rispetto alla percentuale osservata nel sottocampione di imprese non familiari. Più precisamente in quest'ultimo campione ridotto non si osserva neanche una donna che ricopre il ruolo di Presidente del consiglio di amministrazione.

In allegato è presente una tabella che riassume le seguenti statistiche annualmente dal 2000 al 2014.

Tabella 36: Statistica descrittiva relativa alle cariche al vertice della società nel campione di imprese italiane. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

Variabili	Statistiche	FAMILY				Mean difference & p-value	Variabili	Statistiche	FAMILY				Mean difference & p-value
		Totale	0	1					Totale	0	1		
% Ceo women	Obs	1388	452	931		-1.94457	% Ceo women family	Obs	1387	452	930		-0.01475
	Mean	4.610951	3.318584	5.263158				Mean	3.31651	3.318584	3.333333		
	St. dev	20.97978	17.93201	22.34169				St. dev	17.91321	17.93201	17.96021		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	100	100				Max	100	100	100		
	Std. Err.		0.843451	0.732219				Std. Err.		0.843451	0.588938		
p-value					0.1065	p-value					1.029276	0.9886	
% Presidente women	Obs	1388	452	931		0.987614	% Presidente women family	Obs	1373	435	933		-3.21543***
	Mean	3.746398	4.424779	3.437164				Mean	2.184996	0	3.215434		
	St. dev	18.99643	20.5873	18.22798				St. dev	14.62468	0	17.65045		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	100	100				Max	100	0	100		
	Std. Err.		0.968345	0.597398				Std. Err.		0	0.57785		
p-value					0.3655	p-value					0.84644	0.0002	
% Ceo duality	Obs	1378	441	932		-18.7549***	% Ceo duality family	Obs	1393	454	934		-15.5119***
	Mean	33.09144	20.40816	39.16309				Mean	18.59296	8.14978	23.66167		
	St. dev	47.07131	40.34867	48.8377				St. dev	38.91896	27.38999	42.52327		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	100	100				Max	100	100	100		
	Std. Err.		1.921365	1.599732				Std. Err.		1.285476	1.391404		
p-value					0.0000	p-value					2.187915	0.0000	
% Ceo duality women	Obs	1389	452	932		-1.072961**	% Ceo duality women family	Obs	1391	454	932		-1.07296**
	Mean	0.7199424	0	1.072961				Mean	0.718907	0	1.072961		
	St. dev	8.457388	0	10.3082				St. dev	8.451346	0	10.3082		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	0	100				Max	100	0	100		
	Std. Err.		0.3376562	0.2277436				Std. Err.		0	0.337656		
p-value					0.0271	p-value					0.483877	0.0268	
% Vice Presidente	Obs	1376	440	931		-25.166***	% Vice Presidente women family	Obs	1340	433	902		-4.27764***
	Mean	55.81395	38.63636	63.80236				Mean	4.029851	1.154734	5.432373		
	St. dev	49.67888	48.74698	48.08303				St. dev	19.67319	10.69599	22.67811		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	100	100				Max	100	100	100		
	Std. Err.		2.323921	1.575858				Std. Err.		0.514017	0.755099		
p-value					2.794069	p-value					1.146711	0.0002	
% Vice Presidente women	Obs	1382	446	931		-25.166***	% Vice Presidente women family	Obs	1340	433	902		-4.27764***
	Mean	8.755427	3.587444	11.2782				Mean	4.029851	1.154734	5.432373		
	St. dev	28.27479	18.61859	31.64961				St. dev	19.67319	10.69599	22.67811		
	Min	0	0	0				Min	0	0	0		
	Max	100	100	100				Max	100	100	100		
	Std. Err.		2.323921	1.575858				Std. Err.		0.514017	0.755099		
p-value					2.794069	p-value					1.146711	0.0002	

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

## 6.5.2 L'innovazione

### a) Uno sguardo generale sull'innovazione

Tabella 37: Statistica descrittiva sull'innovazione nell'intero campione

Variable	Obs	Mean	St. dev	Min	Median	Max
<b>TOTAL SAMPLE</b>						
innovativ_firm	1393	0.67911	0.466986	0	1	1
innovative_year	1393	0.407753	0.491593	0	0	1
patent_count	1393	4.405599	12.86462	0	0	221
<b>INNOVATIVE FIRM=1</b>						
innovative_year	946	0.6004228	0.4900705	0	1	1
patent_count	946	6.487315	15.17441	0	1	221
forward_citation_medium	568	3.839507	8.402302	0	0.745	63.8
backward_citation_medium	568	11.17067	17.45885	0	6.75	264
family_medium_size	568	2.021004	1.755089	1	1.23	17.63
medium_italy	568	0.229828	0.347284	0	0	1
medium_europe	568	0.091912	0.213861	0	0	1
medium_us	568	0.499877	0.464096	0	0.333	1
medium_japan	568	0.014965	0.105263	0	0	1
medium_other	568	0.163424	0.291836	0	0	1
medium_appl_subclasses	568	1.223574	0.879637	0	0	5.5

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Dopo aver analizzato le statistiche descrittive relative alle variabili di *corporate governance*, in questa sezione verranno prese in considerazione quelle di innovazione.

Si può osservare che nell'intero campione (Tabella 36) il 68% delle osservazioni si riferiscono alle imprese innovative, il 41% circa di esse ha brevettato l'innovazione sviluppata nell'anno di riferimento (*innovative\_year*) e in media si depositano 4 brevetti all'anno. Si ricorda che viene definita 'impresa innovativa' quella che ha ottenuto un brevetto almeno una volta dal 1995 al 2014 (tale è il periodo per cui sono raccolti i dati relativi ai brevetti, sebbene siano stati popolati nel *database* per il periodo 2000-2014) e che quando si parla di brevetti, in realtà si sottintende una famiglia di brevetti, depositati in paesi differenti, riguardanti la stessa invenzione.

Tuttavia occorre sottolineare che, poiché i risultati medi sopra individuati potrebbero essere distorti a causa di un elevato numero di zeri relativi alle imprese non innovative, si è ritenuto opportuno restringere il campione alle sole imprese innovative per poter analizzare meglio le informazioni relative ai brevetti. Nel campione così definito emerge che in media il 60% osservazioni annuali contiene almeno un'innovazione e che il numero medio annuo di brevetti depositati è 6.

In seguito, per effettuare un'analisi più approfondita sulle caratteristiche dei brevetti, si è deciso di restringere ulteriormente il campione considerando solo le imprese che, in un dato anno di riferimento, hanno depositato almeno un brevetto.

- Per quanto riguarda le variabili che offrono un'approssimazione della **qualità** (e della **produttività**) delle innovazioni, le statistiche descrittive mostrano che in media ogni innovazione (italiana) cita 11 invenzioni passate (*backward citation*) e riceve più di 3 citazioni (*forward citation*). Tale evidenza suggerisce che le invenzioni sviluppate nelle imprese italiane in media non costituiscono una rottura

tecnologica rispetto al passato (innovazione radicale), ma rappresentano un cambiamento marginale di un prodotto preesistente, migliorandolo o riadattandolo senza modificarne la tecnologia o l'architettura interna (innovazione incrementale).

- In riferimento all'**internazionalizzazione** dei brevetti depositati, si può notare come il numero medio di brevetti contenuto in una famiglia di brevetti (*family\_medium\_size*) sia pari a 2. Più nello specifico, il 23% dei brevetti sviluppati nelle imprese italiane è depositato in Italia e in generale il 9% in Europa, quasi il 50% negli Stati Uniti, l'1,4% in Giappone e il 16% nel resto del mondo.
- L'ultima variabile analizzata sull'innovazione riguarda l'**ambito di applicazione del brevetto**, ossia il numero medio di settori in cui è possibile applicare il brevetto. Nel campione di riferimento emerge che in media ciascun brevetto si applica a 1,22 settori tecnologici su 8. Dal momento che generalmente un maggior numero di settori coinvolti implica un maggior valore di mercato dell'innovazione (in quanto potrebbe generare dei ritorni economici superiori), tale risultato non è particolarmente soddisfacente.

Nelle analisi successive si è reso necessario definire una nuova variabile che identificasse le imprese altamente innovative (*innotight=1*) quelle che hanno un numero di brevetti almeno pari a quattro. Tale scelta è stata effettuata osservando le statistiche descrittive dettagliate della variabile *patent\_count* e osservandone la distribuzione (Tabella 37). La necessità di introdurre una nuova soglia per definire le imprese come "altamente innovative" è legata al fatto che mediante un solo brevetto non veniva colto il grado di innovazione dell'impresa e i test sulla differenza tra imprese innovative e non innovative presentavano un livello di significatività molto basso se non addirittura inesistente. Inoltre la percentuale di imprese classificabili come innovative era molto elevato e superava addirittura quelle delle imprese non innovative (67% delle osservazioni).

Tabella 38: Statistiche descrittive dettagliate sulla variabile *patent\_count*

patent_count					
Percentiles		Smallest			
1%	0	0			
5%	0	0			
10%	0	0	Obs		1,393
25%	0	0	Sum of Wgt.		1,393
50%	0		Mean		4.405599
		Largest	Std. Dev.		12.86462
75%	3	113			
90%	12	122	Variance		165.4984
95%	20	124	Skewness		7.404275
99%	65	221	Kurtosis		85.66802

Di seguito sono presentati i risultati delle statistiche descrittive ottenute con la nuova definizione di imprese "altamente innovative" (Tabella 38).

Tabella 39: Statistica descrittiva sull'innovazione nell'intero campione di imprese altamente innovative

Variable	Obs	Mean	St. dev	Min	Median	Max
<b>TOTAL SAMPLE</b>						
Innotight firm	345	0.2476669	0.4318123	0	1	1
<b>INNOTIGHT SAMPLE</b>						
Patent count	345	16.73043	15.17441	21.57491	10	221
Forward citation medium	345	4.733826	9.3114	0	1.43	63.8
Backward citation medium	345	13.98249	20.54021	0	9.9	264
Family medium size	345	1.88629	1.577555	1	1.25	17.63
Medium Italy	345	0.1736841	0.2835535	0	0	1
Medium Europe	345	0.0605333	0.1396323	0	0	1
Medium US	345	0.6060522	0.4553895	0	1	1
Medium Japan	345	0.0024638	0.0152331	0	0	1.67
Medium Other	345	0.1572609	0.2807684	0	0	1
Medium appl_subclasses	345	1.23858	0.6754348	0	1.27	3.31

Analizzando solamente le imprese altamente innovative si può osservare come il numero di osservazioni nell'intero campione è molto inferiore rispetto a quanto era emerso nella definizione precedente (24,8% contro 67%), ma il numero medio di brevetti nel sottocampione così definito è superiore (16 contro 6 circa). Tuttavia in generale emerge che gli aspetti precedentemente evidenziati sulle caratteristiche dei brevetti sono rimasti tali anche nella presente analisi:

- Le invenzioni italiane ricevono un numero medio di brevetti inferiore rispetto al numero medio di citazioni di cui fanno uso;
- Il numero medio di brevetti contenuto in una famiglia di brevetti è circa pari a due;
- Il numero medio di settori a cui può essere applicata l'invenzione brevettata è 1,24.

#### b) La corporate governance nelle imprese altamente innovative

Di seguito sono presentate le statistiche descrittive che distinguono nel campione tra le imprese altamente innovative e le imprese non altamente innovative (Tabella 39).

Tabella 40: Statistica descrittiva sulla corporate governance distinguendo tra imprese altamente innovative e no. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

	Variabile		Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
Composizione del board	Board size	Innotight	0	1,048	9.36355	2.963401	3	21	0.0915398
		Innotight	1	345	10.82029	3.276439	5	22	0.1763975
			Mean difference & p-value			-1.45674***			0.1889311
	% Women	Innotight	0	1,048	8.451947	10.0288	0	57.14	0.3097906
		Innotight	1	345	6.717681	7.960629	0	37.5	0.4285858
			Mean difference & p-value			1.734265***			0.5933363
Interlockers	% Interlocker	Innotight	0	822	51.17563	29.89438	0	100	1.042686
		Innotight	1	299	62.32342	26.06844	0	100	1.507577
			Mean difference & p-value			-11.14779***			1.953459
	% Interlocker Women	Innotight	0	966	3	5.888478	0	33.33333	0.1894587
		Innotight	1	325	3.835748	6.276108	0	27.27273	0.3481358
			Mean difference & p-value			-1.271287***			0.3840029
Tokenism nelle imprese	% Imprese con 20% donne	Innotight	0	1,048	19.37023	39.5387	0	100	1.22135
		Innotight	1	345	8.69565	28.21806	0	100	1.51921
			Mean difference & p-value			10.67458***			2.30048
	% Imprese con 30% donne	Innotight	0	1,048	2.29008	14.96586	0	100	0.4623
		Innotight	1	345	1.15942	10.72058	0	100	0.57718
			Mean difference & p-value			1.13066			0.87122

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Dalla statistica sopra mostrata emerge che in media la percentuale di **donne interlockers** è superiore nelle imprese altamente innovative.

Tale risultato potrebbe offrire una base coerente alla teoria della dipendenza dalle risorse secondo cui l'inserimento nel *board* di consiglieri che ricoprono più cariche in differenti imprese può essere una fonte di vantaggio competitivo per l'impresa in quanto questi permettono un *network* di contatti professionali e il trasferimento di informazione e conoscenze del mercato che potrebbero impattare positivamente sui risultati dell'impresa.

La seguente osservazione è coerente con quanto emerso in un'ampia letteratura accademica.

- Un'ulteriore osservazione interessante emersa è che la **dimensione del board** mostra una differenza significativa nel confronto tra imprese altamente innovative e non le quali risultano di dimensioni inferiori. Analizzando più nello specifico la composizione del consiglio di amministrazione si osserva una diminuzione della percentuale media di **amministratrici** nelle imprese altamente innovative, e ciò risulta significativo a un livello di significatività dell'1%.

Tuttavia se si analizzano meglio solamente le imprese altamente innovative effettuando un'analisi pre e post legge sulle quote rosa secondo la suddivisione del campione definita precedentemente (2008-2010 e 2012-2014) si osserva che la percentuale di donne è superiore nel sottocampione di imprese *after law* (Tabella 40). Tale risultato quindi sembra suggerire che sebbene la percentuale delle donne sia inferiore nelle imprese altamente innovative (rispetto a quelle non altamente innovative), tale percentuale è superiore rispetto a quanto si osserva nel periodo antecedente all'introduzione della legge (significatività del test sulla differenza delle medie dell'1%).

Tabella 41: Statistica descrittiva delle imprese altamente innovative prima e dopo la legge 120/2011. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

Variabile	INNOTIGHT	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
% Women	0	83	5.752289	7.66693	0	30.77	0.8415549	
	1	55	12.82418	10.37747	0	37.5	1.399298	
	Mean difference & p-value		-7.071893***				1.537546	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Per quanto riguarda le variabili che contano la percentuale di imprese che hanno raggiunto al loro interno una **quota del 20% e del 30%** di amministratrici (Tabella 39) emerge un valore inferiore nelle imprese altamente innovative per entrambe le variabili, ma questo è significativo (1%) solo per la variabile che considera la quota del 20%.
- Tuttavia analizzando le statistiche descrittive relative ai **legami con la proprietà** (Tabella 41) il campione mostra degli aspetti estremamente interessanti: emerge che la percentuale media di amministratrici aventi legami con l'azionista di maggioranza diminuisce nel sottocampione delle imprese altamente innovative e, coerentemente a tale evidenza, aumenta la percentuale media di

amministratrici non imparentate con la famiglia di controllo (inclusi gli indipendenti). I risultati hanno mostrato una significatività dell'1% nel test sulla differenza delle medie sia per la variabile **% family women** sia per **% non-family women**.

Tabella 42: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari delle donne nelle imprese altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

Legami donne con la proprietà	Variabile		Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
	% Women non-family TW	Innotight	0	519	53.11496	46.66524	0	100	2.048376
1			177	75.7533	39.301	0	100	2.954044	
Mean difference & p-value				-22.63833***				3.909286	0.0000
% Women family TW	Innotight	0	519	46.88504	46.66524	0	100	2.048376	
		1	177	24.2467	39.30099	0	100	2.954044	
		Mean difference & p-value		22.63833***				3.909286	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Le seguenti evidenze sembrano suggerire che nelle imprese altamente innovative, sebbene la percentuale di donne sia inferiore rispetto alle imprese non altamente innovative (Tabella 39), le amministratrici presenti sono nella maggior parte dei casi sono donne professioniste prive di legami familiari con la proprietà: tale affermazione è confermata nella Tabella 42.

Tabella 43: Statistica descrittiva relativa ai legami familiari nelle imprese altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

INNOTIGHT							
Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
% Women family TW	177	24.2467	39.30099	0	100	2.954044	
% Women non family TW	177	75.7533	39.301	0	100	2.954044	
Mean difference & p-value		-51.50659***				4.177649	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Questo risultato è particolarmente importante per due motivi:

- Innanzitutto mostra un'ulteriore evidenza di come la percentuale di figure femminili nei *board*, non è caratterizzata prevalentemente da donne imparentate con il gruppo di comando, ma la selezione delle amministratrici probabilmente si basa su un processo meritocratico in base alle esperienze e competenze dei candidati anziché semplicemente sui legami familiari con la proprietà. Come affermato precedentemente l'eventuale presenza di donne imparentate non significherebbe necessariamente che la figura selezionata non sia valida, ma sicuramente non sarebbe possibile escluderlo con certezza. Si darebbe quindi stimolo agli studiosi "scettici" dell'efficacia dell'introduzione delle quote rosa nei CdA di pensare che le imprese abbiano inserito figure femminili con il solo fine di raggiungere la quota richiesta dalla legge per evitare sanzionamenti, senza curarsi della qualità di tali figure, compromettendo di conseguenza i risultati finanziari dell'impresa.
- La seconda motivazione per cui la seguente evidenza risulta essere molto interessante è legata al discorso sull'innovazione: il fatto che nelle imprese altamente innovative vi sia un maggior numero di amministratrici esterne (e quindi delle vere e proprie "professioniste") permette di poter analizzare

meglio l'effetto sul grado di innovazione delle imprese. Infatti qualora le donne presenti fossero imparentate sarebbe stato più complicato comprendere la causa di una maggiore o minore propensione all'innovazione e quindi imputare il risultato al fatto che ci siano amministratrici di sesso femminile o al fatto che queste siano imparentate. Avendo invece delle professioniste esterne come amministratrici nelle imprese altamente innovative, è possibile analizzare meglio la causa del successo o del fallimento innovativo riconducendolo eventualmente alla presenza di figure femminili.

Tuttavia, in generale nonostante le evidenze emerse occorre sottolineare che attraverso le statistiche descrittive analizzate non è comunque possibile avere alcuna evidenza del fatto che sia la presenza di figure femminili a influire sul grado di innovazione delle imprese e non invece il fatto che siano le imprese altamente innovative ad essere maggiormente attente nella selezione di un maggior numero di amministratrici nel proprio *board* per soddisfare le richieste esterne del mercato. Questo problema della **causalità inversa** infatti non è possibile trattarlo attraverso il solo uso della statistica descrittiva univariata.

### c) *La corporate governance nelle imprese familiari altamente innovative*

Nell'analisi che segue si è deciso di studiare l'innovazione calandola nel contesto proprietario delle imprese italiane e suddividendo il campione tra imprese a controllo familiare e quelle non familiari, nel periodo temporale di analisi dal 2000 al 2014 (Tabella 43).

Tabella 44: Statistica descrittiva sull'innovazione distinguendo tra imprese familiari e non familiari

Variabile	Family	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
innotight	0	454	0.1696035	0.3756981	0	1	0.0176324	
	1	934	0.2869379	0.4525747	0	1	0.0148087	
Mean difference & p-value			-0.1173344***				0.0245424	0.0000
patent_count [in Total sample]	0	454	3.167401	8.700724	0	81	0.4083452	
	1	934	5.031049	14.45406	0	221	0.4729511	
Mean difference & p-value			-1.863648**				0.7357557	0.0114
patent_count [in Innotight sample]	0	77	17.45455	14.14543	4	81	1.612022	
	1	268	16.52239	23.29303	4	221	1.422848	
Mean difference & p-value			0.9321574				2.793234	0.7388
Forward_citation_medium	0	77	3.409481	4.450871	0	21.2	0.5072239	
	1	268	5.114328	10.26724	0	63.8	0.6271717	
Mean difference & p-value			-1.704848				1.202194	0.1571
backward_citation_medium	0	77	18.63273	32.64565	0	264	3.720318	
	1	268	12.64642	15.2377	0	112.97	0.9307904	
Mean difference & p-value			5.986309**				2.639993	0.0240
family_medium_size	0	77	1.48026	1.136598	1	7.86	0.1295274	
	1	268	2.002948	1.666573	1	17.63	0.1018022	
Mean difference & p-value			-0.522688**				0.2023152	0.0102
medium_appl_subclasses	0	77	1.507273	0.514328	0.2	2.95	0.0586131	
	1	268	1.161381	0.6969065	0	31	0.0425703	
Mean difference & p-value			0.3458921***				0.0854432	0.0001

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Un primo aspetto che si osserva è che il test sulla differenza delle medie è statisticamente significativo per tutte le variabili prese in considerazione (eccetto per *patent\_count* e *forward\_citation\_medium*).

Più nel dettaglio emerge che le imprese che in un dato anno di riferimento presentano un gruppo di comando a gestione familiare sono classificabili come imprese altamente innovative (29% contro il 17%). Inoltre tali imprese (in *innotight sample*) presentano un numero medio di brevetti depositato nel corso

dell'anno di riferimento di 16,5, mentre in quelle non a conduzione familiare il relativo numero medio è pari a 17,5 circa (la differenza non è statisticamente significativa). Nel campione totale invece si osserva che in media nelle imprese familiari il numero di brevetti è pari a 5, mentre in quelle non a controllo familiare il numero medio è di 3 brevetti all'anno (significatività del 5%). Le invenzioni brevettate nelle imprese familiari altamente innovative citano circa 12,6 invenzioni preesistenti, mentre le imprese non familiari ne citano 18,6 (differenza media significativa al 5%) e presentano una vastità di applicazione superiore (1,51 contro 1,16). Tra le motivazioni che giustificano le seguenti evidenze si può ricordare il fatto che la concentrazione delle azioni in mano alla famiglia appartenente al *management* della società può costituire un incentivo a garantire la sopravvivenza dell'impresa e quindi a far crescere il suo *business*, mediante ad esempio il finanziamento di progetti innovativi.

Le tabelle sottostanti analizzano la composizione della *governance* interna al CdA nelle imprese familiari distinguendo tra "altamente innovative" e "non altamente innovative".

Tabella 45: Statistica descrittiva sulla corporate governance nelle imprese familiari distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board.

	Variabile	FAMILY	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value	
Composizione del board	Board size	Innotight	0	666	9.256757	2.95253	4	21	0.1144082	
			1	268	10.89179	3.480207	5	22	0.2125875	
			Mean difference & p-value		-1.635034***				0.225179	0.0000
	% Women	Innotight	0	666	9.528859	9.79904	0	40.00	0.3797051	
			1	268	7.83041	7.718583	0	30.77	0.4714875	
			Mean difference & p-value		1.698448**				0.6692006	0.0113
Interlockers	% Interlocker	Innotight	0	526	50.10103	28.54947	0	122.22	1.244816	
			1	231	62.55044	27.76986	0	100.00	1.827122	
			Mean difference & p-value		-12.44942***				2.234879	0.0000
	% Interlocker Women	Innotight	0	611	2.671414	5.487445	0	33.33	0.2219983	
			1	248	4.464206	6.550571	0	27.27	0.4159617	
			Mean difference & p-value		-1.792792***				0.4377361	0.0000
Tokenism nelle imprese	% Imprese con 20% donne	Innotight	0	666	22.07207	41.50443	0	100	1.608264	
			1	268	10.07463	30.15556	0	100	1.842044	
			Mean difference & p-value		11.99745***				2.791957	0.0000
	% Imprese con 30% donne	Innotight	0	666	2.1021	14.35621	0	100	0.55629	
			1	268	0.37313	6.10847	0	100	0.37313	
			Mean difference & p-value		1.728968*				0.9085499	0.0573

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Tabella 46: Statistica descrittiva sui legami con la proprietà delle donne nelle imprese familiari distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

	Variabile	FAMILY	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value	
Legami donne con la proprietà	% Women non-family TW	Innotight	0	380	43.77193	45.22766	0	100	2.32013	
			1	163	73.67076	40.28498	0	100	3.155363	
			Mean difference & p-value		29.89883***				4.101561	0.0000
	% Women family TW	Innotight	0	380	56.22807	45.22766	0	100	2.32013	
			1	163	26.32924	40.28498	0	100	3.155363	
			Mean difference & p-value		29.89883***				4.101561	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Dalle seguenti statistiche descrittive (Tabella 44 e Tabella 45) si può osservare come la maggior parte delle **amministratrici** presenti nelle imprese familiari si trovino nelle organizzazioni non altamente innovative (9,5% contro 7,8%). Nelle imprese familiari altamente innovative invece, sebbene la percentuale di figure femminili sia inferiore, si osserva un maggior numero di amministratrici **non-family affiliated** e una percentuale inferiore di amministratrici **family affiliated**.
- Coerentemente con il primo risultato messo in evidenza nel punto precedente, si osserva che il numero di imprese che al loro interno hanno una percentuale di donne **almeno pari al 20%** della dimensione del *board* è inferiore nelle imprese altamente innovative (10% contro 22%); la stessa considerazione si può fare per le imprese che hanno raggiunto la **quota del 30%** di donne (2,1% contro 0,38%). I seguenti risultati sono significativi ad un livello rispettivamente del 10% e dell'1%.
- Infine osservando le variabili sugli **interlockers** emerge che tali figure sono in percentuale superiore nelle imprese altamente innovative e lo stesso discorso vale per le donne *interlockers*.

In conclusione si può affermare che i risultati appena mostrati sono coerenti con quelli messi in evidenza nell'analisi precedente che non considerava la struttura proprietaria della società.

#### d) *La corporate governance nelle imprese manifatturiere altamente innovative*

L'analisi che verrà presentata nel seguente paragrafo sulla *corporate governance* e l'innovazione è strutturata allo stesso modo di quella del paragrafo precedente, ma in questo caso il campione viene suddiviso tra le osservazioni relative alle imprese manifatturiere, quella appartenenti al settore terziario e quelle delle utilities.

In linea generica emerge che le imprese altamente innovative sono quelle manifatturiere (Figura 56).

Si è deciso quindi di analizzare l'innovazione solamente in questa tipologia di settore, restringendo il campione alle relative osservazioni.

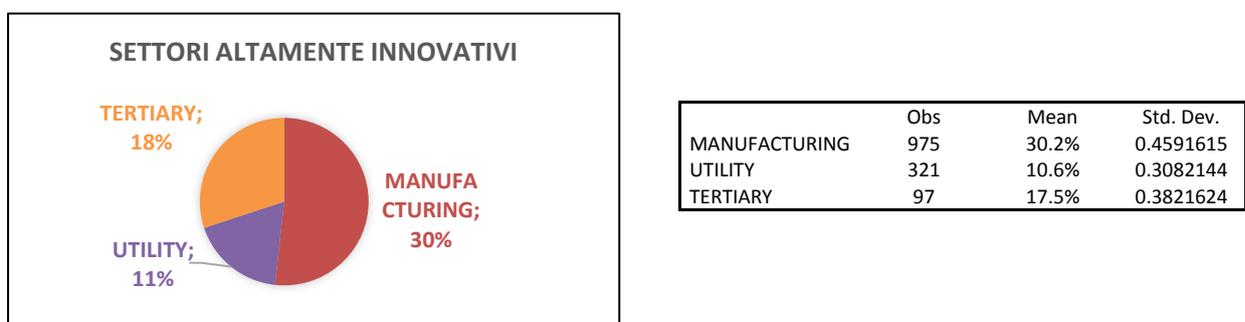


Figura 57: Percentuale di osservazione relative alle imprese altamente innovative suddivise per settore

Nella tabella 46 sottostante è presentata la composizione del *board* delle imprese manifatturiere sia nel campione completo senza alcuna restrizione sia nel campione suddiviso tra imprese manifatturiere altamente innovative e non altamente innovativo.

Tabella 47: Statistica descrittiva sulla corporate governance nelle imprese manifatturiere distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

	Variabile	MANUFACTURING	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value	
Composizione del board	Board size	Total sample	975	9.352821	2.99051	3	22			
		Innotight	0	681	8.682819	2.586586	3	21	0.0991182	
			1	294	10.90476	3.277461	5	22.00	0.1911454	
			Mean difference & p-value						0.1962702	0.0000
	% Women	Total sample	975	9.235733	9.678068	0	42.86			
		Innotight	0	681	10.00859	10.28349	0	42.86	0.3940641	
			1	294	7.445544	7.831559	0	36.36	0.4567458	
			Mean difference & p-value						0.6707057	0.0001
	Interlockers	% Interlocker	Total sample	975	62.84414	32.8121	0	100		
			Innotight	0	507	46.87513	29.6357	0	100.00	1.316168
1				251	63.34209	27.1772	0	100.00	1.71541	
Mean difference & p-value									2.22627	0.0000
% Interlocker Women		Total sample	890	3.305525	6.485467	0	33.33333			
		Innotight	0	616	2.882881	6.46389	0	33.33	0.2604375	
			1	274	4.255703	6.444813	0	27.27	0.3893454	
			Mean difference & p-value						0.4689532	0.0035
Tokenism nelle imprese	% Imprese con almeno 20% donne	Total sample	975	19.69231	39.78778	0	100			
		Innotight	0	681	24.08223	42.78969	0	100	1.6397	
			1	294	9.52381	29.4044	0	100	1.7149	
			Mean difference & p-value						2.73848	0.0000
	% Imprese con almeno 30% donne	Total sample	975	2.051282	14.18192	0	100			
		Innotight	0	681	2.64317	16.05333	0	100	0.61516	
			1	294	0.68027	8.23377	0	100	0.4802	
			Mean difference & p-value						0.98818	0.0473

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Tabella 48: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne nelle imprese manifatturiere distinguendo tra imprese altamente innovative e non altamente innovative. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

	Variabile	MANUFACTURING	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
Legami donne con la proprietà	% Women non-family TW	Total sample	551	38.76332	43.3511	0	100		
		Innotight	0	382	45.637	46.09117	0	100	2.35823
			1	169	74.60552	39.85974	0	100	3.066133
			Mean difference & p-value						4.090571
	% Women family TW	Total sample	551	45.47792	46.21364	0	100		
		Innotight	0	382	54.363	46.09117	0	100	2.35823
			1	169	25.39448	39.85974	0	100	3.066133
			Mean difference & p-value						4.090571

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Dalle seguenti tabelle 46 e 47 si evincono le stesse osservazioni emerse nell'analisi effettuata sulle imprese familiari: le imprese manifatturiere altamente innovative hanno *board* di dimensioni maggiori (11 membri contro 8,7), hanno una **percentuale di donne** inferiore (7,4% contro 10%), ma queste sono per lo più prive di **legami familiari** con l'azionista di maggioranza.

- Le imprese che al loro interno hanno una quota di **donne almeno pari al 20%** della dimensione del *board* è inferiore nelle imprese altamente innovative (9,5% contro 24,1%); la stessa considerazione vale per le imprese che hanno raggiunto la **quota del 30%** di donne (2,1% contro 0,38%). I seguenti risultati sono significativi ad un livello rispettivamente del 10% e dell'1%.
- La percentuale di *interlockers* è superiore nelle imprese manifatturiere, anche considerando solo il genere femminile.
- Inoltre anche in questo caso, come nelle imprese familiari, se si considera l'intero campione si osserva che la percentuale di donne prive di **legami familiari** con l'azionista di maggioranza è superiore rispetto a quelle invece che li possiedono (Tabella 48).

Tabella 49: Statistiche descrittive sui legami con la proprietà delle amministratrici nelle imprese manifatturiere. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board

MANUFACTURING							
Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
% women family TW	551	45.37879	46.19704	0	100	1.969848	
% women non family TW	551	54.52208	43.3511	0	100	1.968767	
Mean difference & p-value		-9.044162***				2.784257	0.0012

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Dal momento che le seguenti evidenze risultano del tutto simili a quelle ottenute nel paragrafo 6.5.2.c) in cui si sono analizzate le imprese familiari, è interessante comprendere il legame presente tra queste ultime e le imprese appartenenti al settore manifatturiero (Tabella 49). A tale scopo si è calcolata la statistica descrittiva delle imprese manifatturiere all'interno del sottocampione di imprese familiari: si osserva che l'85% delle osservazioni relative alle imprese a gestione familiare nel periodo tra il 2000 e il 2014 sono proprio quelle appartenenti al settore manifatturiero.

Per le seguenti ragioni, nelle analisi dei modelli di regressione si è deciso di focalizzare l'attenzione solamente sulle imprese familiari e non anche su quelle manifatturiere.

Tabella 50: Statistica descrittiva delle imprese manifatturiere tra le imprese familiari

FAMILY=1					
Variabile	Obs	Mean	St. dev	Min	Max
Manufacturing	934	0.8468951	0.3602815	0	1

#### e) La corporate governance nelle imprese ad alta intensità di R&S

Dopo aver analizzato l'innovazione dal punto di vista della sua produttività in termini di brevetti (output), nell'analisi che segue verrà effettuata una breve descrizione del campione considerando come proxy dell'innovazione dell'impresa una variabile di input di tipo settoriale, ossia l'intensità dell'attività di ricerca e sviluppo. Nello specifico all'interno del dataset utilizzato la variabile *typer* è una dummy che assume valore pari ad 1 se l'impresa analizzata in un dato anno di riferimento possiede un alto tasso di attività di R&S sulle vendite e zero altrimenti.

Come è stato presentato nell'analisi della letteratura nel capitolo 4, poiché la spesa in R&S rappresenta una misura dell'input all'innovazione, mentre il numero di brevetti rappresenta un fattore di output, non sono del tutto comparabili e soprattutto non si può dedurre che le imprese più innovative, che quindi possiedono un numero di brevetti superiore, siano quelle che hanno investito maggiormente in R&S. Tuttavia è presente un'ampia letteratura accademica che ha trovato evidenza del fatto che generalmente le imprese che investono maggiormente in R&S sono anche quelle che possiedono livelli innovativi superiori. Per poter dunque testare questo aspetto nel campione analizzato si è deciso di prendere in considerazione anche la variabile relativa all'intensità dell'attività di R&S e di replicare l'analisi precedentemente effettuata, cercando di comprendere se la composizione del *board* è uno di quei fattori che incidono sul successo innovativo dell'impresa.

Nella tabella che segue sono presentate le statistiche descrittive sulla *corporate governance*, distinguendo il campione tra le imprese ad alta intensità di R&S e quelle invece non ad alta intensità di R&S.

Tabella 51: Statistica descrittiva sulla *corporate governance* distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del *board*.

Variabile			Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value	
Composizione del <i>board</i>	Board size	Alta R&S	0	798	9.963659	3.245293	4	21	0.1148821	
			1	595	9.403361	2.883015	3	22	0.1181921	
			Mean difference & p-value		0.5602978***				0.1676817	0.0009
	% Women	Alta R&S	0	798	7.464687	9.452227	0	57.14	0.3346052	
			1	595	8.770454	9.717871	0	40	0.3983938	
			Mean difference & p-value		-1.305767**				0.5181694	0.0118
Interlockers	% Interlocker	Alta R&S	0	628	55.62281	29.24794	0	100	1.16712	
			1	493	52.27169	29.35622	0	100	1.322138	
			Mean difference & p-value		3.351119*				1.762795	0.0576
	% Interlocker Women	Alta R&S	0	740	2.333708	4.778175	0	28.57143	0.1756492	
			1	551	3.624217	7.288564	0	33.33333	0.3105033	
			Mean difference & p-value		-1.290509***				0.3364709	0.0001
Tokenism nelle imprese	% Imprese con 20% donne	Alta R&S	0	798	15.16291	35.88859	0	100	1.27044	
			1	595	18.82353	39.12288	0	100	1.60388	
			Mean difference & p-value		-3.66062*				2.02056	0.0703
	% Imprese con 30% donne	Alta R&S	0	798	2.00501	14.02597	0	100	0.49651	
			1	595	2.01681	14.06932	0	100	0.57679	
			Mean difference & p-value		-0.01179				0.76071	0.9876

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Un primo aspetto importante da evidenziare (Tabella 50) è che sebbene la percentuale di *interlockers* diminuisca nelle imprese che investono molto in attività di R&S, se si effettua un'analisi per genere si osserva che le donne che rivestono altri incarichi in altre società sono superiori nel sottocampione di imprese ad alta intensità di R&S.
- Proseguendo con l'analisi dalle statistiche descrittive emerge innanzitutto che la percentuale di imprese aventi nel proprio CdA una **percentuale di donne almeno pari al 20%** della dimensione del *board* è superiore nel sottocampione di imprese ad alta intensità di R&S (18,8% contro 15,2%); si

ricordi che quando è stata analizzata l'innovazione in termini di output, tale variabile era inferiore nel sottocampione di imprese altamente innovative.

- Inoltre ciò che si osserva immediatamente di diverso rispetto a quanto era emerso nell'analisi precedente che considerava il numero di brevetti come proxy dell'innovazione aziendale è che in questo caso, non solo la **dimensione del board** è inferiore (9,96 membri contro 9,4) nel sottocampione di imprese innovative (ad alta intensità di R&S) rispetto a quelle non innovative, ma anche la **percentuale di donne** è superiore (8,77% contro 4,66%). Entrambi i risultati sono statisticamente significativi.
- Un aspetto particolare che emerge (Tabella 51) è che il test sulla differenza delle percentuali di amministratrici **non-family affiliated** non è statisticamente significativo se si confrontano le imprese ad alta intensità di R&S e non. Lo stesso discorso vale per quanto riguarda la variabile che misura la percentuale di amministratrici aventi legami familiari con il gruppo di controllo della società.

Tabella 52: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

Legami donne con la proprietà	Variabile			Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
		% Women non-family TW		Alta R&S	0	387	58.22567	46.04957	0	100
1			309		59.68177	45.88965	0	100	2.610571	
Mean difference & p-value										3.507731
% Women family TW		Alta R&S	0	387	41.77433	46.04957	0	100	2.340831	
			1	309	40.31823	45.88965	0	100	2.610571	
			Mean difference & p-value							3.507731

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Analizzando però i seguenti aspetti distinguendo il campione negli anni antecedenti e successivi all'introduzione della legge sulle quote rosa (2008-2010 e 2012-2014), si osserva nella tabella sottostante (Tabella 52) che nel sottocampione di imprese ad alta intensità di R&S la percentuale di donne è superiore dopo la legge e in particolare la percentuale di donne imparentate è inferiore, mentre quella di donne **non-family affiliated** è superiore.

Tabella 53: Statistica descrittiva sulle donne relative alle imprese ad alta intensità di R&S prima e dopo la legge 120/2011. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board eccetto per le variabili relative ai legami delle donne con la proprietà che sono calcolate sul totale di donne nel board.

Variabile	Alta R&S	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
% Women	LAW	0	121	7.315702	8.980664	0	30.77	0.816424
		1	109	14.79202	11.33873	0	40	1.086053
		Mean difference & p-value						1.342488
% Women non-family TW	LAW	0	57	54.23977	47.27502	0	100	6.261729
		1	77	75.75758	39.69414	0	100	4.523567
		Mean difference & p-value						7.526275
% Women family TW	LAW	0	57	45.76023	47.27502	0	100	6.261729
		1	77	24.24242	39.69414	0	100	4.523567
		Mean difference & p-value						7.526275

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

f) *La corporate governance nelle imprese familiari ad alta intensità di R&S*

Si è deciso di concludere la seguente analisi sull'innovazione mostrando le statistiche descrittive che analizzano la composizione del *board* nelle imprese familiari e in quelle manifatturiere. Considerando infatti l'intero campione emerge che le imprese familiari e quelle operanti nel settore dell'industria manifatturiera investono maggiormente in ricerca rispetto alle imprese non familiari e alle imprese nei settori del terziario e delle utilities (Figura 57). Gli stessi risultati si ottengono se anziché considerare l'intero campione si prende come riferimento il sottocampione di imprese ad alta attività di R&S (tale risultato non è stato inserito nel presente elaborato dal momento che non fornisce alcuna informazione aggiuntiva) e si distingue per *family ownership* e settore.

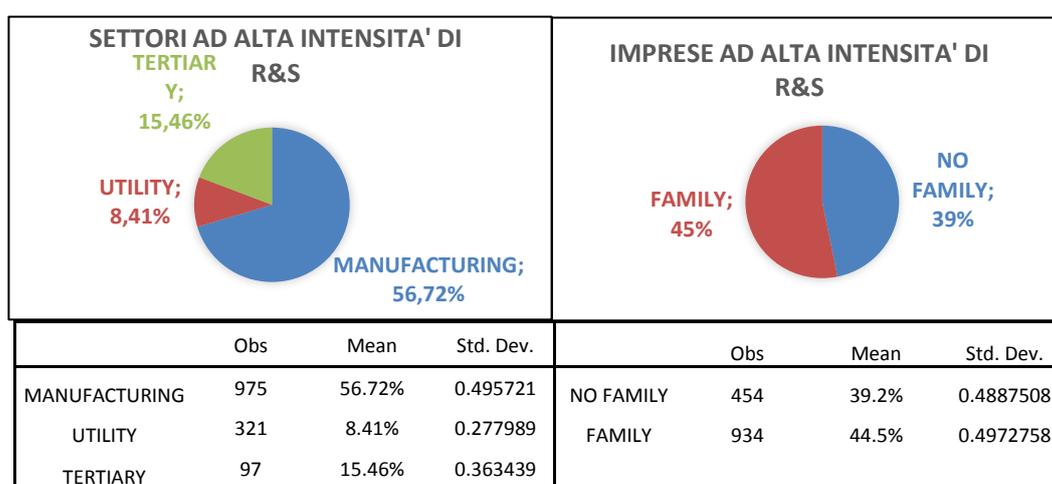


Figura 58: Percentuale di osservazione relative alle imprese ad alta intensità di R&S suddivise per settore e per struttura proprietaria

A fronte di quanto appena affermato di seguito è presentata la tabella 53 sulla *corporate governance* nelle imprese familiari distinguendo tra quelle che investono molto in R&S e quello che investono poco.

Tabella 54: Statistica descrittiva sulla *corporate governance* nelle imprese familiari distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

	Variabile	FAMILY	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
Composizione del board	Board size	Alta R&S	0	518	9.84749	3.315444	4	21	0.1456723
		Alta R&S	1	416	9.574519	3.042546	5	22	0.1491731
		Alta R&S	Mean difference & p-value		0.2729711				0.2104642
Composizione del board	% Women	Alta R&S	0	518	8.549865	9.196492	0	40	0.4040707
		Alta R&S	1	416	9.653702	9.353263	0	40	0.4585814
		Alta R&S	Mean difference & p-value		-1.103837*				0.6100754
Interlockers	% Interlocker	Alta R&S	0	408	56.29639	28.54543	0	100	1.41321
		Alta R&S	1	349	51.09846	29.03798	0	100	1.554368
		Alta R&S	Mean difference & p-value		5.197935**				2.097964
Interlockers	% Interlocker Women	Alta R&S	0	484	2.638077	4.695125	0	26.66667	0.2134148
		Alta R&S	1	375	3.900075	7.042694	0	33.33333	0.3636832
		Alta R&S	Mean difference & p-value		-1.261998***				0.4015515
Tokenism nelle imprese	% Imprese con 20% donne	Alta R&S	0	518	17.18147	37.75839	0	100	1.65901
		Alta R&S	1	416	20.43269	40.36944	0	100	1.97927
		Alta R&S	Mean difference & p-value		-3.25123				2.56382
		Alta R&S	0	518	1.5444	12.34298	0	100	0.54232

% Imprese con 30% donne	1	416	1.68269	12.87775	0	100	0.63138
		Mean difference & p-value	-0.13829				

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

- Dalla seguente statistica descrittiva si osserva come tra le imprese familiari quelle che si classificano ad alta intensità di R&S sono caratterizzate da una **percentuale di donne** superiore (9,6% e 8,5%) e ciò è statisticamente significativo al test bilaterale con un livello del 10%.
- La percentuale di **interlockers** diminuisce nelle imprese ad alta attività di ricerca e sviluppo, ma distinguendo per il genere la percentuale di amministratrici interlockers aumenta nel seguente sottocampione di imprese.
- Analizzando i **legami con la proprietà** (Tabella 54): le donne prive di legami familiari sono superiori nel sottocampione di imprese che investono molto nella ricerca (significatività 5%) e coerentemente a tale evidenza, la percentuale di donne imparentate è inferiore (livello di significatività dell'1%).

Tabella 55: Statistica descrittiva sui legami familiari delle donne nelle imprese familiari distinguendo tra imprese ad alta intensità di R&S e non. Le percentuali sono calcolate sul totale di donne nel board.

Variabile		FAMILY	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
Legami donne con la proprietà	% Women non-family TW	0	296	47.13805	45.8307	0	100	2.659367	
		1	246	59.51897	45.07496	0	100	2.873874	
		Mean difference & p-value		12.38092***				3.677548	0.0017
	% Women family TW	0	297	52.86195	45.8307	0	100	2.659367	
		1	246	40.48103	45.07496	0	100	2.873874	
		Mean difference & p-value		12.38092***				3.921662	0.0017

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Infine è importante sottolineare che le rispettive statistiche descrittive sulla R&S relative alle imprese manifatturiere hanno mostrato le stesse considerazioni emerse per le imprese familiari: per tale motivo non sono state inserite nel seguente elaborato al fine di non appesantire troppo la lettura.

### 6.5.3 Le performance economiche

#### a) Le performance economiche nelle imprese altamente innovative

Per quanto riguarda le misure di *performance*, sono state effettuate delle analisi statistiche non solo suddividendo il campione tra imprese altamente innovative e non, ma anche distinguendo tra imprese innovative e non innovativ. Di seguito vengono riportate le analisi descrittive solamente per le imprese altamente innovative e non, in quanto in generale le considerazioni emerse nelle due tipologie di suddivisione del campione sono le medesime. Infine le analisi sono state effettuate inserendo il fattore di *family ownership*: la scelta di considerare le imprese a conduzione familiare è dettata dal fatto che, in base alle statistiche descrittive precedentemente mostrate, si è osservato che queste risultano essere più innovative rispetto a quello non a gestione familiare.

Tabella 56: Statistica descrittiva sulle performance distinguendo tra imprese altamente innovative e non

Variabile		Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
r_mktcap	Total	1,294	2317920	8508862		0	1.00E+08	
	Innotight	0	961	874771.4	2381359	0	3.41E+07	76818.03
		1	333	6482683	1.56E+07	0	1.00E+08	852740.9
		Mean difference & p-value		-5607911***				518308.8
MTB	Total	1293	1.871446	2.7264	-12.33215	40.41754		
	Innotight	0	960	1.803296	3.067929	-12.33215	40.41754	0.099017
		1	333	2.067915	1.29894	0	6.751314	0.0711815
		Mean difference & p-value		-0.2646197				0.1733035
Q TOBIN	Total	1,293	1.327764	0.7878935	0.3160151	9.05698		
	Innotight	0	960	1.288584	0.8436131	0.3665423	9.05698	0.0272275
		1	333	1.440715	0.5855095	0.3160151	3.838485	0.0320857
		Mean difference & p-value		-0.1521309***				0.0499485
ROA	Total	1,293	0.0954835	0.0886244	-1.159266	0.5526965		
	Innotight	0	960	0.0856178	0.0918446	-1.159266	0.5526965	0.0029643
		1	333	0.1239252	0.0714594	-0.2308262	0.3872354	0.003916
		Mean difference & p-value		-0.0383074***				0.0055368
ROE	Total	1,293	0.5970813	2.340423	-21.90898	19.07797		
	Innotight	0	960	0.3790899	1.90813	-14.85396	18.21159	0.0615846
		1	333	1.225525	3.20E+00	-21.90898	19.07797	1.76E-01
		Mean difference & p-value		-8.46E-01***				0.1470279
r_sales	Total	1,293	3081403	1.13e7	4.89E+03	1.10E+8		
	Innotight	0	960	875477.4	2699776	4886.339	5.57E+07	87134.9
		1	333	9440830	2.04E+07	50078.85	1.10E+08	1.12E+06
		Mean difference & p-value		-8565352***				675369.1
r_totasset	Total	1,293	5073511	1.70E+7	1.50E+04	1.51E+8		
	Innotight	0	960	1847920	5572894	15007.23	9.99E+07	179864.4
		1	333	1.44E+07	3.04E+07	73205.53	1.51E+08	1.66E+06
		Mean difference & p-value		-1.25E+07***				1026099

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

La seguente tabella 55 mostra le statistiche descrittive relative alle variabili di *performance* delle imprese nell'intero periodo di osservazione, sia nel campione totale sia nei due sottogruppi in cui si distinguono le imprese "altamente innovative" da quelle "non altamente innovative". Si può osservare come il valore della capitalizzazione di mercato, la Q di Tobin, il ROA (Return on Asset) il ROE (Return on Equity), il valore totale degli *asset* (*r\_tot\_asset*) e quello del fatturato (*r\_sales*) delle imprese altamente innovative siano superiori a quelli delle imprese "non altamente innovative" e che queste evidenze siano statisticamente significative secondo un livello di significatività dell'1%.

Per quanto riguarda le variabili di *performance* di mercato, si osserva inoltre che la **Q di tobin** presenta una deviazione standard inferiore rispetto alla variabile tradizionale *market-to-book*, risulta quindi essere più stabile. In secondo luogo il fatto che nelle imprese altamente innovative la Q di tobin risulta più elevata (significatività 1%) è coerente con il fatto che il mercato incorpora positivamente nel prezzo azionario il fattore innovativo, interpretandolo come un segnale di crescita futura dei profitti dell'impresa.

Dai risultati in tabella 55 si possono fare due ulteriori osservazioni importanti:

- Il fatto che le misure di **performance contabili di medio-lungo termine** per le imprese altamente innovative risultino superiori a quelle delle imprese "non altamente innovative" e la differenza

significativa è coerente con l'ipotesi secondo cui tali società si trovano in una posizione di vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza in quanto l'innovazione rappresenta il motore per poter reagire e guidare il cambiamento nel mercato esterno. In questi termini quindi le imprese altamente innovative riescono a sfruttare tale vantaggio incrementando la propria dimensione e le proprie *performance* economiche, non solo finanziarie.



- Tuttavia occorre sottolineare che l'incremento delle **vendite** (utilizzata come *proxy* della dimensione dell'impresa) nelle imprese innovative, può essere dovuto anche al fatto che nelle imprese di dimensioni maggiori generalmente vi è una propensione all'innovazione superiore grazie alla maggior disponibilità di risorse per finanziare progetti di R&S. I benefici diretti (sviluppo di tecnologie e prodotti innovativi) e indiretti (aumento della capacità assorbitiva dell'impresa) derivanti da tali investimenti quindi hanno maggior probabilità di determinare il vantaggio competitivo dell'impresa e la sua crescita economica.



Si individua dunque una relazione di **causalità inversa** tra dimensione dell'impresa e propensione all'innovazione da parte dell'impresa.

Infine è necessario fare un'ulteriore considerazione: la maggior dimensione dell'impresa non porta necessariamente a migliori *performance* economiche, così come elevati investimenti in R&S non si traducono a priori in *performance* superiori. In questi termini si possono distinguere due filoni di pensiero:

- Il **punto di vista moderno** considera l'impresa come un'intelligenza organizzativa (dotata di uno specifico livello di *intelligence quotient*, IQ) che in base alla propria capacità assorbitiva (*absorptive capacity*) è in grado di trasformare le conoscenze acquisite attraverso la ricerca e sviluppo in opportunità e fonte di vantaggio competitivo di cui appropriarsene, incrementando quindi le proprie *performance*. Tale abilità di trasformare le conoscenze esterne, spesso di tipo tacito, in un uso pratico ed effettivo, secondo la **Knowledge-based view** dipende in parte dallo *stock* di conoscenze possedute dall'impresa e dalle risorse interne ad essa (**Resource-Based View**).
- Secondo invece un **punto di vista "cinico"**, a fronte di continui investimenti in R&S, prima o poi anche le imprese più rigide e inflessibili riusciranno a sviluppare qualcosa di innovativo.

Nell'analisi di questo elaborato si abbraccia il primo filone e, a tal proposito, si cercherà nei paragrafi successivi, di comprendere il ruolo della composizione del CdA, e nello specifico della presenza di amministratori di sesso femminile, nella propensione all'innovazione da parte dell'impresa. Anche in questo caso è possibile individuare una relazione inversa tra amministratrici e innovazione.

### b) Performance economiche nelle imprese familiari

Di seguito vengono presentate le statistiche descrittive sulle *performance*, distinguendo il campione tra le osservazioni relative alle imprese familiari e quelle non familiari. Lo scopo di tale analisi è quello di osservare se è presente una differenza in termini di *performance* nelle imprese il cui gruppo di controllo è rappresentato dai membri della famiglia di maggioranza.

Tabella 57: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese familiari e non familiari

Variabile			Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
r_mktcap	FAMILY	0	416	4843605	1.38e+07	0	1.00E+08	674906.3	
		1	876	1123752	3555826	0	4.67E+07	120140.2	
		Mean difference & p-value		3719853***				496518.6	0.0000
MTB	FAMILY	0	415	1.630845	1.413481	-12.33215	6.709146	0.0693851	
		1	876	1.98403	3.16019	-4.602269	40.41754	0.1067729	
		Mean difference & p-value		-0.3531843**				0.1623366	0.0298
Q TOBIN	FAMILY	0	415	1.301415	0.7085083	0.5138786	8.713131	0.0347793	
		1	876	1.340893	0.8236657	0.3160151	9.05698	0.0278291	
		Mean difference & p-value		-0.0394779				0.0469891	0.401
ROA	FAMILY	0	415	0.0936536	0.0924351	-0.4718193	0.5526965	0.0045375	
		1	876	0.0967637	0.0864608	1.159266	0.4246781	0.0029212	
		Mean difference & p-value		-0.0031101				0.0052693	0.5551
ROE	FAMILY	0	415	0.6691338	2.044004	-3.806232	17.64804	0.1003362	
		1	876	0.5676127	2.469421	21.90898	19.07797	0.083434	
		Mean difference & p-value		0.101521				0.1395181	0.467
r_sales	FAMILY	0	415	5903079	1.66E+07	4886.339	1.10E+08	813855.3	
		1	876	1751365	7175792	7110.687	7.41E+07	242447.5	
		Mean difference & p-value		4151714***				661548.8	0.0000
r_totasset	FAMILY	0	415	9905930	2.52E+07	18103.22	1.51E+08	1239249	
		1	876	2795210	1.05E+07	15007.23	1.09E+08	355200.5	
		Mean difference & p-value		7110720***				996668.5	0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Dalle evidenze sopra mostrare (Tabella 56) si osserva che le imprese familiari risultano di dimensioni minori (r\_sales e r\_totasset) e presentano una capitalizzazione di mercato inferiore. Tuttavia si può osservare come il valore del *market to book* sia superiore e la differenza delle medie significativa al 5%. È interessante osservare come le altre variabili di mercato e tutte quelle contabili siano statisticamente non differenti.

c) *Performance economiche nelle imprese altamente innovative a controllo familiare*

Al fine di effettuare un'analisi più approfondita su questi aspetti e osservare se effettivamente le imprese familiari risultano essere maggiormente innovative rispetto a quelle *non-family*, nella tabella 57 sottostante vengono effettuate delle statistiche descrittive volte ad osservare se tali imprese innovative, nel sottocampione di imprese familiari presentano delle *performance* economiche superiori rispetto al sottocampione di imprese non familiari. Nel compiere la seguente analisi si è consapevoli del fatto che si tratta di un'interpretazione molto approssimativa, in quanto ci sono molti altri fattori che incidono sulla positività delle *performance* dell'impresa. Tuttavia considerando il fatto che nell'analisi statistica effettuata precedentemente nel paragrafo 7.5.2 b) è emerso che nel sottocampione di imprese "altamente innovative" gli indici contabili di medio e lungo termine e il valore totale degli asset e quello del fatturato erano superiori, si è ritenuto opportuno poter effettuare questa ulteriore analisi nelle imprese familiari.

Tabella 58: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese familiari e non familiari, nel sottocampione di imprese altamente innovative

Variabile	INNOTIGHT=1	Obs	Mean	St. dev	Min	Max	Std. Err.	p-value
r_mktcap	0	74	2.08E+07	2.66E+07	203413.4	1.00E+08	3092204	0.0000
	1	259	2379486	5944719	0	4.67E+07	369386.9	
	Mean difference & p-value		1.85E+07****				1786024	
MTB	0	74	1.98282	1.069728	0.3825659	5.502411	0.1243534	0.5236
	1	259	2.09E+00	1.36E+00	0	6.751314	0.0843951	
	Mean difference & p-value		-0.109408				0.1713694	
Q TOBIN	0	74	1.36E+00	3.89E-01	0.830028	2.844038	0.045275	0.178
	1	259	1.463835	0.6291392	0.3160151	3.838485	0.0390928	
	Mean difference & p-value		-0.1040392				0.0770821	
ROA	0	74	1.29E-01	8.93E-02	-0.0335371	0.3872354	0.0103863	0.476
	1	259	0.1224305	0.0655919	0.2308262	0.3424199	0.0040757	
	Mean difference & p-value		0.0067261				0.0094262	
ROE	0	74	0.6452538	0.7842891	0.9217767	2.499625	0.0911718	0.0773
	1	259	1.391317	3.593316	-21.90898	19.07797	0.2232778	
	Mean difference & p-value		-0.7460629*				0.4209739	
r_sales	0	74	2.61E+07	3.11E+07	50078.85	1.10E+08	3620510	0.0000
	1	259	4680840	1.27E+07	66419.2	7.41E+07	786936.8	
	Mean difference & p-value		2.14E+07****				2426727	
r_totasset	0	74	4.12E+07	4.57E+07	214606.8	1.51E+08	5308910	0.0000
	1	259	6710920	1.82E+07	73205.53	1.09E+08	1131902	
	Mean difference & p-value		3.45E+07***				3533523	

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

Osservando i risultati nella tabella 57, emerge un valore delle vendite e del totale degli asset superiori; inoltre anche il valore di capitalizzazione di mercato e il ROE sono statisticamente superiori, suggerendo che l'impresa *family* grazie alla sua attività innovativa incrementa il suo valore di mercato ed è maggiormente in grado di autofinanziarsi.

a) *Performance economiche nelle imprese con almeno un'amministratrice*

A seguito delle varie considerazioni sulle *performance* economiche a questo punto dell'analisi è opportuno comprendere se la composizione del *board* possa essere un fattore influente nel determinare i risultati emersi. Più nello specifico la statistica descrittiva presentata nella Tabella 58 è volta ad analizzare le *performance* economiche nelle imprese aventi almeno una donna all'interno del consiglio di amministrazione e quelle prive di figure femminili al loro interno.

Dai risultati si può osservare come dal punto di vista statistico le imprese aventi almeno un'amministratrice nel *board* presentano una capitalizzazione di mercato inferiore e dimensioni inferiori, sia in termini di vendite sia di *asset*. Una possibile motivazione alle seguenti evidenze potrebbe essere legata al fatto che, come osservato nelle analisi precedenti, le amministratrici sono presenti in misura maggiore nelle imprese familiari, le quali sono infatti di dimensioni minori e aventi una capitalizzazione di mercato inferiore. Le seguenti evidenze sono coerenti con la letteratura accademica italiana (M. Bianco et al., 2015), ma non con quella statunitense in cui le imprese di dimensioni maggiori sono quelle che all'interno dei propri *board* possiedono una percentuale di donne superiore (si veda ad esempio Jie Chen et al., 2015; Adams e Ferreira, 2009; Carter et al., 2003) e sono di dimensioni maggiori. Occorre però sottolineare ancora una volta che la realtà aziendale statunitense è completamente differente da quella italiana, in primo luogo per il tipo di ordinamento giuridico (Paragrafo 1.2.3 b) che secondo gli studi di La Porta et al.

Tabella 59: Statistiche descrittive sulle performance nelle imprese aventi almeno una figura femminile

Variabili	Statistiche	Women_dummy		Mean difference	p-value
		0	1		
r_mktcap	Obs	658	636		
	Mean	3674057	914873.2	2759183***	
	St. dev	1.16e+07	2103144		
	Min	0	0		
	max	1.00e+08	1.59E+07		
	St. err	452054.8	83395.07	467065.2	
	p-value				0.0000
MTB	Obs	658	635		
	Mean	1.856822	1.8866	-0.0297781	
	St. dev	2.198004	3.184486		
	Min	-12.33215	-1.482903		
	max	40.41754	39.27277		
	St. err	0.0856871	0.1263725	0.1517227	
	p-value				0.8444
Q TOBIN	Obs	658	635		
	Mean	1.357868	1.29657	0.0612974	
	St. dev	0.7624051	0.8128889		
	Min	0.4109535	0.3160151		
	max	8.713131	9.05698		
	St. err	0.0297216	0.0322585	0.0438133	
	p-value				0.162
ROA	Obs	658	635		
	Mean	0.0983176	0.0925468	0.0057708	
	St. dev	0.1061036	0.0657459		
	Min	-1.159266	-0.2308262		
	max	0.5526965	0.4140525		
	St. err	0.0041363	0.002609	0.0049294	
	p-value				0.2419
ROE	Obs	658	635		
	Mean	0.5224459	0.6744201	-0.1519743	
	St. dev	0.3659565	0.470913		
	Min	-14.85396	21.90898		
	max	18.21159	19.07797		
	St. err	0.0796959	0.1036338	0.1301765	
	p-value				0.2432
r_sales	Obs	658	635		
	Mean	4786276	1314779	3471497***	
	St. dev	1.49e+07	4702389		
	Min	4886.339	5042.205		
	max	1.10e+08	7.41e+07		
	St. err	580767.9	186608.6	618968.8	
	p-value				0.0000
r_totasset	Obs	658	635		
	Mean	7805552	2242516	5563036***	
	St. dev	2.26e+07	6893346	935172.1	
	Min	18103.22	15007.23		
	max	1.51e+08	7.45e+07		
	St. err	879924.2	273554.1	935172.1	
	p-value				0.0000

\*, \*\*, \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, 5%, 1%

(1998,1999,2000) offre una maggior tutela degli investitori e in quanto tale, conducono ad una struttura proprietaria più diffusa (*widely-holding company*) e ad imprese di dimensioni maggiori.

## 6.6 L'analisi dei modelli di regressione

Come si è potuto constatare nel paragrafo 6.2 relativo alla costruzione del dataset, i dati utilizzati nella seguente sezione empirica sono dati panel in cui ogni entità (*firm-year*) è osservata per due o più periodi temporali. Inoltre il dataset ottenuto è definito *non bilanciato*, dal momento che non tutte le unità oggetto di osservazione (o entità) possiedono lo stesso numero di osservazioni nel periodo in esame (2000-2014), in altri termini le variabili analizzate non sono osservate per ciascun periodo temporale.

Ricorrendo a dati panel e quindi analizzando le variazioni della variabile dipendente nel tempo, è possibile controllare l'effetto derivante da quelle variabili omesse che essendo inosservate non sono incluse nella regressione multipla e potrebbero dare origine al c.d. problema di "distorsione da variabili omesse".

Più nello specifico con dati panel si distingue la regressione con effetti fissi e quella con effetti temporali. La prima controlla per quelle variabili che sono specifiche per ogni impresa analizzata, ma che rimangono costanti nel tempo, mentre la seconda controlla per quei fattori che cambiano nel tempo, ma accomunano tutte le entità osservate (ad esempio l'introduzione di normative a favore delle quote rosa nei *board*).

In termini analitici il modello di regressione a **effetti fissi** con regressori multipli è definito nel seguente modo (si ricorre alla notazione Stock e Watson, 2009):

$$Y_{it} = \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + u_{it} \quad \text{con } i=1, \dots, n \text{ e } t=1, \dots, T$$

Dove:

$Y_{it}$  : è la variabile dipendente

$X_{1,it} \dots X_{k,it}$ , sono le variabili indipendenti (o regressori)

$\beta_1 \dots \beta_k$ , sono i coefficienti ignoti dei regressori

$\alpha_i$  con  $i=1, \dots, n$ , sono le intercette per ogni entità e rappresentano gli effetti fissi dell'impresa

$u_{it}$ : è il termine di errore (o residuo) delle regressioni

Il modello di regressione con regressori multipli che prende in considerazione **anche gli effetti temporali** è simile al precedente, ma introduce al suo interno delle variabili binarie di tipo temporale. Di seguito la sua definizione analitica (si utilizza la notazione Stock e Watson, 2009):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + (\delta_2 B2_t + \dots + \delta_T B T_t) + (\gamma_2 D2_i + \dots + \gamma_n Dn_i) + u_{it}$$

Dove:  $\delta_2 \dots \delta_T$ : coefficienti ignoti che esprimono gli effetti fissi-entità

$\gamma_2 \dots \gamma_n$ : coefficienti ignoti che esprimono gli effetti temporali (ossia l'effetto su Y del periodo t)

$D2_i \dots Dn_i$ : sono n-1 indicatori binari che rappresentano le entità

$B2_t \dots B T_t$ : sono T-1 indicatori binari del tempo

I coefficienti ignoti nelle analisi presentate nel seguente capitolo sono stati stimati utilizzando il metodo dei minimi quadrati (OLS) e gli errori standard sono stati clusterizzati per impresa al fine di renderli validi

in presenza di eteroschedasticità. Questa specificazione deve essere utilizzata quando l'errore  $u_{it}$  è "correlato nel tempo per una data entità" e gestisce gli errori correlati all'interno di un raggruppamento (autocorrelazione) e assume che non siano correlati con gli errori di altri raggruppamenti.

I modelli econometrici implementati nella seguente sezione hanno lo scopo di evidenziare e testare due aspetti importanti delle analisi mostrate precedentemente:

1. La relazione esistente tra l'innovazione e la presenza di amministratori di sesso femminile all'interno del *board*, utilizzando come fattori di controllo le caratteristiche della *governance* e alcune variabili economiche. Dal punto di vista matematico la relazione è definita nel seguente modo:

$$\begin{aligned} \text{misure di innovazione} &= f(\text{amministratrici nel board}, Z, \varepsilon) \\ &\text{con } Z \text{ variabili di controllo e } \varepsilon \text{ residuo} \end{aligned}$$

2. La relazione che intercorre tra le misure di *performance* e la presenza di amministratrici, utilizzando come variabili di controllo una misura di innovazione e le caratteristiche della *governance* che includono anche le figure femminili:

$$\begin{aligned} \text{misure di performance} &= f(\text{amministratrici nel board}, Z, \varepsilon) \\ &\text{con } Z \text{ variabili di controllo e } \varepsilon \text{ residuo} \end{aligned}$$

### 6.6.1 Innovazione e board gender diversity

Nel seguente paragrafo viene analizzata l'influenza della *gender diversity* sull'innovazione dell'impresa. Tale relazione è stata stimata all'interno del campione completo delle imprese quotate italiane nel periodo che intercorre tra il 2000 e il 2014.

Nel testare il seguente legame sono stati implementati due approcci differenti che hanno richiesto l'impiego di due modelli di regressione diversi: il primo si basa sul concetto degli effetti fissi ed effetti temporali introdotto nel paragrafo precedente, il secondo invece interpreta la "funzione di regressione come una probabilità predetta" (Stock e Watson, 2009).

Quest'ultimo modello si è reso necessario nel momento in cui si è deciso di introdurre una variabile dipendente di tipo binario (quindi non continua), in quanto in tal caso non sono più sufficienti i modelli di regressione tradizionali. Nel caso specifico in questione è stato utilizzato un modello di regressione non lineare con una funzione di ripartizione logistica standard i cui coefficienti sono stimati usando il metodo della massima verosimiglianza (e non il metodo OLS). Tale modello determina la probabilità che la variabile dipendente assumi valore pari a 1.

Infine occorre sottolineare che anche in questo caso nei modelli di regressione gli errori sono stati clusterizzati a livello di impresa in modo da renderli robusti all'eteroschedasticità e sono stati considerati gli effetti temporali nell'analisi per controllare per quei fattori inosservabili che sono comuni alle imprese ma variano nel tempo.

Il modello *logit* così definito è formalizzato in termini analitici nel seguente modo:

$$\begin{aligned}\Pr(Y = 1|X_1, X_2, \dots, X_k) &= \Phi(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \lambda_t + u_{it}) \\ &= \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \lambda_t + u_{it})}}\end{aligned}$$

Dove: Y: è la variabile binaria

$\beta$ : è il coefficiente di regressione che rappresenta la variazione della probabilità che Y sia pari a 1 a seguito di una variazione unitaria di un regressore  $X_i$ , lasciando costanti gli altri regressori

$\Phi$ : è la funzione di ripartizione logistica standard

$\lambda_t$ : include gli effetti temporali dell'impresa

$u_{it}$ : è il termine di errore (o residuo) delle regressioni

Per quanto riguarda le misure di innovazione impiegate nel testare la prima considerazione econometrica si è ricorso ad una variabile relativa ai brevetti: nel modello logit è la variabile binaria che assume valore pari ad 1 se il numero di *brevetti* per cui l'impresa ha effettuato *application* nell'anno di riferimento è almeno pari a quattro (*innotight*); nel modello ad effetti fissi è la variabile che conteggia il numero di brevetti dell'impresa nell'anno di riferimento. Non sono state quindi utilizzate le altre misure *output-oriented* impiegate in letteratura per esprimere la produttività degli investimenti in R&S (come ad esempio le *citazioni*) né la variabile *input-oriented* utilizzata nell'analisi descrittiva del campione per distinguere tra imprese ad alta intensità di R&S e quelle a bassa intensità. La motivazione per cui è stata esclusa la prima variabile appena citata è legata al fatto che i risultati individuati non mostravano alcuna significatività statistica probabilmente per la tipologia di modelli impiegati. In riferimento invece ai dati di input per l'innovazione la scelta è stata dettata dal fatto che la variabile a disposizione utilizzata nell'analisi descrittiva si riferisce ad una misura relativa al settore e non di tipo *firm-specific* (requisito necessario per l'implementazione dei modelli di regressione sull'impresa).

#### 6.6.1.1 Modello a effetti fissi e temporali: i brevetti come proxy dell'innovazione

##### ➤ Le variabili impiegate nel modello

Il primo modello econometrico presentato è di tipo logaritmo-logaritmo e stima la relazione tra la diversità di genere e il grado di innovazione dell'impresa (**variabile dipendente**) espressa in termini di output mediante il logaritmo naturale del numero di brevetti (o meglio di una famiglia di brevetti) che l'impresa ha depositato:  $\ln(1+patent\_count)$ .

La **variabile di interesse** utilizzata nei modelli dall'(1) al (6) è la percentuale di donne presente nel *board*, mentre nei modelli dal (7) al (12) si ricorre alla percentuale di donne *non-family affiliated*. La scelta di adottare questa seconda variabile di interesse è legata alle evidenze emerse nell'analisi descrittiva circa la maggior presenza di amministratrici *non-family affiliated* nelle imprese altamente innovative. Al fine di poter catturare meglio l'influenza del genere femminile sul grado di innovazione aziendale si è ritenuto

quindi opportuno focalizzarsi sulle amministratrici professioniste per cui si ha una ragionevole certezza di essere selezionate secondo principi meritocratici fondati sulla loro competenze ed esperienza.

Occorre infine sottolineare che dalla statistica descrittiva emerge che nel campione totale le imprese che hanno raggiunto una percentuale di amministratrici superiore al 30% della dimensione del *board* è molto limitata (inoltre in generale non si osserva una differenza statisticamente significativa tra le percentuali nelle imprese altamente innovative rispetto al sottocampione di imprese non altamente innovative). Conseguentemente è quasi inevitabile incorrere nel problema del *tokenism* e di interpretazione errata di un'eventuale relazione negativa imputandola alla presenza di figure femminili nel *board*, anziché al fatto che tali figure rappresentano una minoranza all'interno del consiglio di amministrazione. Secondo la teoria del *tokenism* infatti quando un gruppo di minoranza non raggiunge la soglia di massa critica non solo esso stesso perde di efficienza ma può addirittura compromettere le *performance* dell'intero gruppo; si rimanda al paragrafo 3.4 del capitolo 3 per un'analisi più approfondita sul tema. A fronte di quanto appena affermato i risultati ottenuti dai modelli di regressione verranno interpretati alla luce di queste considerazioni sul problema del *tokenism* che permane in tutta l'analisi.

Le **variabili di controllo** inserite si distinguono in variabili di *corporate governance*, incentrate sulla composizione del *board*, e variabili relative all'impresa.

Tra le prime si individuano la percentuale di amministratori indipendenti, la percentuale di *busy directors*, la variabile *ceoduality* (dummy pari a 1 se il CEO dell'impresa ricopre anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione, zero in caso contrario) e la dimensione del *board* (espressa come numero complessivo di consiglieri presenti nel *board*). Sono state inoltre inserite due variabili relative all'*education* dell'amministratore delegato della società, in quanto secondo un'ampia letteratura accademica, il ruolo del *management*, e nello specifico del CEO, nella crescita aziendale e nelle decisioni di investimento in attività innovative e quindi sull'ottenimento di un certo numero di brevetti, è di fondamentale importanza. Risulta quindi interessante poter indagare sulla relazione esistente tra il numero di brevetti depositati e l'istruzione del CEO utilizzata come proxy del suo talento manageriale: nei modelli econometrici implementati le variabili relative all'*education* sono *ceo\_laurea* e *ceo\_ingegnere*. Si tratta di due variabili binarie che, come presentato precedentemente nel paragrafo relativo alla definizione delle variabili, indicano rispettivamente se il CEO è laureato e se è laureato in ingegneria. Come si può intuire dalla seguente definizione la variabile *ceo\_ingegnere* rappresenta una specificazione della variabile *ceo\_laurea* e un sottoinsieme delle sue osservazioni. Inserendo la variabile *ceo\_ingegnere* nella regressione si è inclusa anche la variabile *board\_attend* in modo da comprendere se la partecipazione alle riunioni tenute dal consiglio di amministrazione potesse influire sul livello innovativo dell'impresa.

Tra le variabili di controllo relative all'impresa si distinguono innanzitutto la variabile *family* che permette di tenere in considerazione il contributo apportato dalla struttura proprietaria delle imprese italiane che sono nella maggior parte dei casi a controllo familiare (67% delle osservazioni nel campione). Tra le

variabili di tipo economiche invece si distinguono il  $lg(r\_sales)$ , ossia il logaritmo della variabile *sales* espressa in termini reali secondo il valore dell'Euro nel 2005 ed è utilizzata come proxy della dimensione dell'impresa. Tale variabile risulta di fondamentale importanza nel definire il grado di innovazione raggiunto (Cohen, 1995), in quanto generalmente le imprese di dimensioni superiori hanno maggiori risorse da poter investire in R&S e quindi presentano un più alto livello innovativo (Morbey, 1988; Mairesse e Mohnen, 2005): quindi per evitare la c.d. distorsione da variabili omesse è necessario controllare per tale variabile. Come ulteriore variabile di controllo si distingue il *leverage* dato dal rapporto tra i debiti finanziari e il totale dell'attivo ed esprime la capacità dell'impresa di acquisire ulteriori risorse finanziarie dall'esterno. Infine è stato utilizzato il ROA come misura di *performance* dell'impresa.

### ➤ I risultati

Entrando nel merito dei risultati, dalla tabella di seguito riportata (Tabella 59) che ricorre alla regressione ad effetti fissi e temporali si può osservare come la relazione tra il numero di brevetti e la **percentuale di amministratrici** presenti nel *board* risulti positiva ma non statisticamente significativa in tutti i modelli presentati; la non significatività emerge anche quando si utilizza la percentuale di **donne non-family affiliated**. Tuttavia poiché i coefficienti delle variabili non sono mai statisticamente significativi, il loro valore deve essere considerato nullo: in altri termini la presenza di figure femminili all'interno del consiglio di amministrazione sembra non influire sul livello innovativo dell'impresa. Tale evidenza è in contrasto con le aspettative e con i risultati ottenuti nello studio di Jie Chen et al. (2015), i quali avevano individuato una relazione positiva e significativa. Una possibile spiegazione è da ricercarsi nel modello impiegato che probabilmente non è in grado di cogliere adeguatamente l'eterogeneità all'interno del *board*.

Proseguendo l'analisi si possono osservare i risultati relativi alle altre variabili di *corporate governance* (*ind\_perc*, *busydir\_perc*) i cui coefficienti sono sempre non statisticamente significativi, eccetto per la variabile **ceo\_duality**. In tal caso la relazione è positiva e significativa al 10% o al più molto prossima a tale significatività (modelli (5), (8), (9)). Da queste evidenze emerge come in un contesto di innovazione risultino dominanti i benefici derivanti dalla dualità dei poteri in mano ad un'unica persona. Secondo infatti la prospettiva della teoria della dipendenza dalle risorse, la *CEO duality* permette di creare un'unità di comando solida che facilita i meccanismi decisionali garantendo maggior efficienza e rapidità e riducendo i conflitti interni: tutti fattori importanti per l'innovazione. Questa teoria è completamente opposta a quella d'agenzia in cui invece si ritiene che la concentrazione dei poteri in capo alla medesima figura possa compromettere il ruolo di monitoraggio del CEO, il quale potrebbe trarre vantaggio dalla propria posizione perseguendo interessi personali a scapito di quelli degli azionisti della società.

A tal proposito un aspetto interessante che emerge dall'analisi è che la variabile **family** non è mai statisticamente significativa, facendo sottintendere che non vi sia alcuna differenza tra le imprese a

controllo familiare e non nel livello innovativo. Per poter però escludere ogni dubbio, l'analisi presentata nella tabella 59 è stata replicata focalizzandosi solamente nel sottocampione di imprese familiari: le evidenze ottenute hanno mostrato gli stessi risultati in termini di segno e di ordine di grandezza del valore dei coefficienti di regressione (per tale motivo si è deciso di non includere nel seguente elaborato tali risultati relativi al sottocampione di imprese familiari). Si può quindi affermare che l'effetto positivo derivante dalla dualità dei poteri incentrati sulla stessa persona è il fattore che incide sul grado di innovazione dell'impresa, e non la struttura proprietaria della società.

Un'ulteriore evidenza interessante emersa nella seguente analisi è relativa alla variabile **ceo\_laurea** il cui coefficiente non assume mai valore statisticamente significativo. Tale risultato sembra suggerire che la presenza di CEO in possesso di una laurea, non costituisce né un fattore positivo né negativo per l'impresa al fine di generare maggior innovazione e quindi ottenere un maggior numero di brevetti.

Per quanto riguarda le variabili di controllo *firm-specific*, come ci si aspettava la **dimensione dell'impresa** è correlata con la proxy dell'innovazione in maniera positiva e statisticamente significativa; allo stesso modo anche la **dimensione del board** presenta un coefficiente positivo e significativo. Quest'ultima evidenza induce ad affermare che nelle imprese in cui la dimensione del *board* è superiore, il livello innovativo raggiunto dall'impresa è più elevato. Sembrano quindi predominare i benefici derivanti dall'eterogeneità che conducono ad un maggior scambio di idee e prospettive di analisi differenti che permettono di generare maggior creatività e originalità; questi a loro volta rappresentano dei fattori determinanti per sviluppare nuove invenzioni e ottenere di conseguenza un maggior numero di brevetti.

Nella tabella 59 che segue sono presentate le analisi econometriche relative ai risultati sopra analizzati.

Tabella 60: Analisi econometrica sul grado di innovazione – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)	ln(1+patent_c ount)
	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]	[Total Sample]
wom_perc	0.00363 (0.00327)	0.00376 (0.00326)	0.00383 (0.00328)	0.00367 (0.00361)	0.00365 (0.00362)	0.00363 (0.00350)						
wom_nonfam_perc TB							0.00162 (0.00431)	0.000530 (0.000591)	0.000557 (0.000590)	0.00372 (0.00503)	0.00360 (0.00506)	0.00325 (0.00525)
family			0.122 (0.106)	0.0566 (0.0965)	0.0578 (0.0986)	0.122 (0.110)			0.131 (0.108)	0.0628 (0.0981)	0.0633 (0.0998)	0.0675 (0.101)
ind_perc		9.05e-05 (0.00126)	8.70e-05 (0.00127)	-0.000130 (0.00138)	-7.29e-05 (0.00139)	0.000257 (0.00128)		-0.000159 (0.00124)	-0.000169 (0.00124)	-0.000137 (0.00140)	-9.22e-05 (0.00140)	0.000142 (0.00140)
busydir_perc		-0.000205 (0.000562)	-0.000185 (0.000558)	-0.0002134 (0.0006297)	-0.0002402 (0.000625)	-0.0002546 (0.000605)		-0.000178 (0.000576)	-0.000159 (0.000571)	-0.00018 (0.000633)	-0.0002024 (0.000629)	-0.0002101 (0.000683)
ceoduality		0.0835* (0.0483)	0.0831* (0.0484)	0.0953* (0.0572)	0.0943 (0.0571)	0.0847* (0.0443)		0.0772 (0.0509)	0.0771 (0.0510)	0.109* (0.0623)	0.108* (0.0623)	0.105* (0.0589)
ceo_laurea						0.0531 (0.0679)						0.0317 (0.0677)
lg(r_sales)	0.0862** (0.0389)	0.0914** (0.0425)	0.0890** (0.0430)	0.0738 (0.0522)	0.0771 (0.0488)	0.0909** (0.0445)	0.0885** (0.0380)	0.0928** (0.0408)	0.0902** (0.0413)	0.0804 (0.0502)	0.0825* (0.0466)	0.0837* (0.0480)
r_growth_sale				0.0285 (0.0576)						0.0220 (0.0580)		
r_growth_asset					0.0371 (0.0265)	0.0398 (0.0277)					0.0337 (0.0263)	0.0371 (0.0279)
roa		0.00612 (0.207)	0.000731 (0.208)	-0.110 (0.288)	-0.0975 (0.280)	0.0423 (0.230)		0.00593 (0.208)	0.000130 (0.209)	-0.0952 (0.291)	-0.0868 (0.283)	-0.0591 (0.309)
leverage		-0.111 (0.242)	-0.115 (0.248)	-0.0851 (0.257)	-0.0844 (0.256)	-0.105 (0.251)		-0.139 (0.252)	-0.145 (0.258)	-0.128 (0.269)	-0.127 (0.268)	-0.120 (0.272)
board_size	0.0276*** (0.00978)	0.0290*** (0.0103)	0.0290*** (0.0107)	0.0244* (0.0127)	0.0242* (0.0127)	0.0287** (0.0112)	0.0285*** (0.0100)	0.0280** (0.0109)	0.0278** (0.0113)	0.0245* (0.0131)	0.0244* (0.0131)	0.0237* (0.0136)
Constant	-0.634 (0.492)	-0.673 (0.573)	-0.728 (0.559)	-0.413 (0.695)	-0.458 (0.658)	-0.802 (0.607)	-0.630 (0.488)	-0.639 (0.562)	-0.696 (0.548)	-0.489 (0.682)	-0.519 (0.642)	-0.544 (0.684)
Observations	1,293	1,265	1,263	1,147	1,147	1,223	1,255	1,245	1,243	1,122	1,122	1,089
R-squared	0.030	0.032	0.033	0.028	0.028	0.034	0.027	0.030	0.032	0.027	0.027	0.027
Number of nfirm	122	119	119	117	117	119	119	117	117	114	114	114
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nella tabella 60 sono riportate le regressioni che includono altre variabili di *corporate governance* che erano state tralasciate nell'analisi precedente (*board\_attend* e *ceo\_ingegnere*), ma che sarebbe interessante poterne analizzare l'effetto sull'innovazione. La scelta di non includerle precedentemente è legata al fatto che tali variabili non sono popolate per tutte le imprese nel periodo di osservazione (la loro introduzione avrebbe quindi comportato una riduzione significativa del campione limitando di conseguenza la variabilità interna). La motivazione è riconducibile alla fase di ricerca dei dati: le varie relazioni sulla *corporate governance* raccolte a mano dalla rete, come è stato già messo in evidenza nel paragrafo 6.2, non forniscono le medesime informazioni in tutti gli anni di osservazione e inoltre non sono disponibili per le imprese che ad oggi non sono più quotate nel mercato italiano.

Come si può osservare dalla tabella 60 a lato le variabili *board\_attend* e *ceo\_ingegnere* non sono mai statisticamente significative. Tuttavia un aspetto interessante che nell'analisi della tabella 59 non era emersa è che introducendo la variabile relativa al titolo di studio del CEO (*ceo\_ingegnere*) che riduce ulteriormente la dimensione del campione, acquisisce significatività la variabile *family*. Tale considerazione quindi sembra offrire un'evidenza del fatto che in Italia la struttura proprietaria concentrata nelle mani della famiglia di maggioranza incide positivamente sul contributo innovativo. La seguente evidenza inoltre conferma quanto emerso nell'analisi descrittiva del campione in cui si osserva che le imprese altamente innovative sono proprio quelle a controllo familiare (Tabella 43).

Tabella 61: Analisi econometrica sul grado di innovazione con ulteriori variabili di controllo – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	ln(1+patent_c ount) [Total Sample]	ln(1+patent _count) [Total Sample]	ln(1+patent_c ount) [Total Sample]	ln(1+patent_c ount) [Total Sample]
wom_perc	0.00311 (0.00373)	0.00402 (0.00418)		
wom_nonfam_perc TB			0.000749 (0.000728)	0.00101 (0.000936)
family	0.0867 (0.0732)	0.136* (0.0729)	0.106 (0.0772)	0.161** (0.0773)
ind_perc	-0.000868 (0.00139)	-0.00157 (0.00161)	-0.000923 (0.00141)	-0.00155 (0.00162)
busydir_perc	-0.000411 (0.000770)	-0.000924 (0.00117)	-0.000454 (0.000761)	-0.000976 (0.00116)
board_attend	0.00156 (0.00237)	-0.00221 (0.00266)	0.00180 (0.00233)	-0.00178 (0.00262)
ceoduality	0.141*** (0.0465)	0.167** (0.0686)	0.143*** (0.0471)	0.169** (0.0712)
ceo_ingegnere		0.0294 (0.0571)		0.0395 (0.0594)
lg(r_sales)	0.0920* (0.0496)	0.0639 (0.0449)	0.0928* (0.0479)	0.0658 (0.0430)
roa	-0.0647 (0.278)	-0.124 (0.333)	-0.0750 (0.285)	-0.130 (0.339)
leverage	-0.386* (0.216)	-0.561** (0.233)	-0.416* (0.216)	-0.598** (0.232)
board_size	0.0204 (0.0141)	0.0138 (0.0160)	0.0191 (0.0154)	0.0121 (0.0179)
Constant	-0.587 (0.721)	0.191 (0.649)	-0.597 (0.715)	0.160 (0.643)
Observations	941	925	929	913
R-squared	0.046	0.046	0.047	0.047
Number of nfirm	115	114	113	112
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Time Effects	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nello studio che segue si utilizza la seconda tipologia di modello econometrico precedentemente introdotta (*logit model*). La necessità di presentare la seguente analisi è dovuta prevalentemente al fatto che con il modello a effetti fissi non si è riusciti a catturare adeguatamente l'influenza esercitata dalla presenza di membri nel CdA di sesso femminile sul livello di innovazione dell'impresa.

### 6.6.1.2 Modello logit con effetti temporali: imprese altamente innovative

#### ➤ Le variabili impiegate nel modello

Il secondo modello econometrico introdotto è definito in maniera differente a quello precedente. Innanzitutto la **variabile dipendente** non è più il logaritmo del numero di famiglie di brevetti per cui l'impresa ha fatto *application*, ma è la variabile *innotight* che come è stata definita nel database rappresenta le imprese altamente innovative le quali hanno un numero di brevetti depositato almeno pari a quattro nell'anno di riferimento. Introducendo la seguente variabile nel modello di regressione *logit* si cerca di stimare la variazione nella probabilità che il numero di brevetti posseduto dall'impresa sia maggiore o uguale a quattro, in altri termini che l'impresa sia definita "altamente innovativa", a seguito di una variazione unitaria nella **variabile di interesse** espressa come percentuale di donne nel consiglio di amministrazione (modelli dall'(1) al (5)) oppure come percentuale di amministratrici non imparentate con il gruppo di controllo dell'impresa (modelli dal (6) all'(10)). Anche nelle regressioni presentate nel seguente paragrafo si è deciso quindi di utilizzare due variabili di interesse (in momenti differenti) in modo da poter cogliere adeguatamente gli effetti derivanti dalla diversità di genere sull'innovazione. Come affermato precedentemente infatti selezionando le amministratrici *non-family affiliated* i risultati ottenuti possono offrire una visione più chiara sui benefici derivanti dall'introduzione di figure femminili nel *board*, senza eventuali distorsioni derivanti dalla presenza di figure che potrebbero essere selezionate in base ai legami familiari e non alla loro qualità come amministratrici.

In riferimento alle **variabili di controllo**, oltre a quelle introdotte nel modello a effetti fissi, si controlla la regressione per altre determinanti come il ROA che esprime una misura della capacità dell'impresa di generare profittabilità a partire dagli asset posseduti.

#### ➤ I risultati

Analizzando i risultati dei modelli di regressione di tipo *logit* si può osservare nella Tabella 61 come, diversamente dai modelli a effetti fissi, la variabile di interesse relativa alla percentuale di **donne non-family affiliated** è correlata positivamente e in maniera statisticamente significativa con la variabile dipendente in tutti i modelli presentati (-(6)-(10)-). Si può interpretare tale risultato affermando che la presenza di donne non imparentate nel *board* aumenta la probabilità che una data impresa venga definita altamente innovativa. Questa evidenza è coerente con i risultati ottenuti da vari studiosi nella letteratura i quali individuano il valore aggiunto dalla diversità di genere in termini di maggior eterogeneità nel *board*. La figura femminile infatti generalmente presenta una differente capacità di analisi e di *decision-making* rispetto alla controparte maschile; questi aspetti di diversità a loro volta danno stimolo ad un maggior dibattito nelle riunioni del CdA e "l'adozione di decisioni ponderate" (Confindustria) basate sull'analisi di differenti alternative (Anderson et al., 2011; Ferreira, 2010; Pfeffer e Salancik, 1978; Terjesen, Sealy, e Singh, 2009). Avere un bacino di esperienza più ampio da cui attingere nella selezione dei membri del

*board* rappresenta infatti una fonte importante per avere un processo di *brainstorming* il più completo possibile e generare idee nuove e originali che costituiscono la base per ottenere un maggior numero di brevetti e un livello innovativo superiore.

Tuttavia i vantaggi derivanti da un maggior numero di donne nel *board* non sono riconducibili solamente all'aspetto dell'eterogeneità (Jie Chen et al., 2015): si può osservare l'importanza del contributo apportato dalle amministratrici anche nel loro ruolo di *monitoring* dell'attività del *management*. Secondo vari studiosi infatti in un contesto di *corporate governance* (si veda ad esempio Adams e Ferreira, 2009, nel contesto statunitense) le donne presentano un ruolo molto simile a quello degli amministratori indipendenti, se non addirittura più intenso e robusto, riducendo l'asimmetria informativa aziendale e stimolando una maggior diligenza del *management*. Calando queste affermazioni nel contesto sull'innovazione, l'attività di monitoraggio delle amministratrici può giocare un ruolo fondamentale nell'influenzare le decisioni del *management* di investire in attività innovative che risultano maggiormente rischiose. La letteratura evidenzia però sia aspetti positivi sia negativi derivanti dal contributo che la figura femminile può apportare in questi termini e tra quelli negativi si osserva in primis la sua maggior avversione al rischio. Da quanto emerso nel seguente elaborato tuttavia sembra prevalere il filone che abbraccia la visione positiva: il *monitoring* delle donne può portare a distinguere tra le cause di fallimento dell'attività di innovazione legate a fattori esterni casuali o alla mancanza di abilità del *manager* (Aghion, Van Reensen e Zingales, 2013). In quest'ottica quindi l'innovazione può tradursi in un'occasione per il *manager* di mostrare le sue abilità e capacità, incrementando la propria reputazione e il suo prestigio.

Il fatto che la positività e significatività della variabile di interesse si ottenga nel caso in cui vengano considerate le donne non imparentate è un'ulteriore conferma dell'efficienza del *monitoring* derivante da figure femminili professioniste esperte ed esterne dall'azienda. La motivazione invece per cui l'altra variabile di interesse (**wom\_perc**) non è statisticamente significativa può essere riconducibile al fatto che tale variabile include al suo interno anche la proporzione di donne *family-affiliated*. Più nello specifico, sebbene non si possa affermare con certezza che tali figure siano state selezionate a far parte del consiglio di amministrazione solamente sulla base del legame familiare con la proprietà e non secondo principi meritocratici, l'evidenza sembra non confutare tale possibile ipotesi.

Proseguendo con l'analisi delle variabili di controllo si osserva come la **ceo\_duality**, coerentemente con i risultati emersi nei modelli a effetti fissi, è correlata positivamente con la variabile dipendente. Questo risultato è consistente con la visione abbracciata della *resource dependence theory* la quale afferma che la dualità dei poteri CEO/Chairman conduce a processi di *decision-making* più rapidi evitando l'ambiguità e la confusione della *leadership*.

Si può quindi evincere che nel contesto innovativo italiano, caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata prevalga la visione positiva della dualità dei poteri in mano ad un'unica persona. Come

conferma di queste considerazioni sulla *CEO duality* si può osservare il coefficiente relativo alla variabile **family** sempre positivo e statisticamente rilevante in tutti i modelli. Inoltre il fatto che inserendo tale variabile, la *CEO duality* non perde mai di significatività e si mantiene positiva e statisticamente significativa, sembra suggerire che non solo la dualità dei poteri è un fattore determinante per incrementare la probabilità dell'impresa di essere altamente innovativa, ma anche l'assetto proprietario interno incide positivamente con un livello di significatività almeno pari al 10%. Queste evidenze possono essere interpretate alla luce del fatto che nelle imprese familiari, secondo alcuni studiosi (Rubino et al., 2016; Arregle et al, 2007; Miller et al., 2008; Ward, 2004), i membri della famiglia non hanno l'incentivo a trarre vantaggio dalla propria posizione dominante per estrarre benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza, ma cercano di sfruttare le risorse interne per incrementare l'innovazione e quindi i profitti dell'impresa grazie alla loro partecipazione al rischio azionario. Infine il fatto che i coefficienti della variabile *ceoduality* diminuiscono di valore (pur rimanendo positivi e rilevanti) con l'introduzione della variabile *family*, sembrano suggerire che i vantaggi derivanti dalla *CEO duality* sono meno accentuati in un contesto di imprese a controllo familiare in cui il *management* è costituito dalla famiglia di comando, in quanto in tale circostanza la partecipazione al rischio azionario da parte della famiglia è un fattore che di per sé stimola un comportamento attivo volto ad incrementare il valore dell'impresa e a ridurre il problema del *free-riding*.

Analizzando le altre variabili relative all'impresa con cui si controlla il modello, si può osservare come i risultati confermano quanto emerso nella letteratura: innanzitutto coerentemente con la *carrer hypothesis* (Holmstrom, 1982) e la *quiet life hypothesis* (Holmstrom, 1989; Aghion e Tirole, 1994) secondo cui l'innovazione rappresenta un processo incerto legato a fattori imprevedibili e di lungo periodo, che richiede un notevole sforzo e impiego di risorse, e quindi ad alto rischio di fallimento, la variabile **leverage** è negativa e statisticamente significativa. Inoltre in accordo con gli studi della letteratura risulta che le **imprese di dimensioni** maggiori presentano un orientamento alla crescita e alla ricerca superiore che a loro volta conducono ad una maggior probabilità di ottenere un numero di brevetti almeno pari a quattro. In questi termini risulta importante la capacità dell'impresa di generare profitto a partire dalle risorse e dagli asset posseduti: si osserva infatti un coefficiente positivo e statisticamente significativo per la variabile **ROA**.

Osservando infine la variabile **board\_size** emerge che al crescere della dimensione del consiglio di amministrazione la probabilità che un'impresa venga definita altamente innovativa cresce. In generale la dimensione del *board* costituisce un aspetto importante nella *corporate governance* in quanto incide sulla capacità di monitorare adeguatamente l'operato del *management*, riducendo i problemi d'agenzia. Tuttavia se si adotta l'ottica della *resource dependence theory* nella letteratura si osservano risultati molto contrastanti tra di loro: come presentano nel paragrafo 2.4.1 d) del Capitolo 2, un *board* di dimensioni

elevate potrebbe tradursi anche in una maggior difficoltà di comunicazione e coordinamento causando una maggior inefficienza, allo stesso tempo però potrebbe rappresentare una fonte di scambio di idee e conoscenze che costituiscono dei fattori cruciali per l'innovazione. Nel seguente elaborato i risultati ottenuti si mostrano a favore di quest'ultimo filone.

Le varie considerazioni fin qui riportate emergono pure nel campione ristretto delle imprese familiari. Si è ritenuto superfluo mostrare le tabelle riguardanti le relative regressioni dal momento che non aggiungono nessun'ulteriore informazione.

Nella tabella 61 che segue invece sono presentate le analisi econometriche relative ai risultati sopra analizzati utilizzando il modello *logit* nel campione complessivo.

Tabella 62: Analisi econometrica sul grado di innovazione – Modello logit con effetti temporali

VARIABLES	(1) Innotight [Total Sample]	(2) Innotight [Total Sample]	(3) Innotight [Total Sample]	(4) Innotight [Total Sample]	(5) Innotight [Total Sample]	(6) Innotight [Total Sample]	(7) Innotight [Total Sample]	(8) Innotight [Total Sample]	(9) Innotight [Total Sample]	(10) Innotight [Total Sample]
wom_perc	0.0147 (0.0191)	0.0137 (0.0192)	0.0137 (0.0192)	0.00239 (0.0181)	0.00183 (0.0187)					
wom_nonfam _perc TB						0.00816** (0.00407)	0.00722* (0.00379)	0.00724* (0.00386)	0.00684* (0.00388)	0.00697* (0.00382)
family				1.311** (0.646)	1.183* (0.639)				1.295* (0.675)	1.157* (0.668)
ind_perc		-0.00410 (0.00969)	-0.00410 (0.00970)	0.00269 (0.0101)	0.00110 (0.0102)		-0.00495 (0.00947)	-0.00501 (0.00952)	0.00213 (0.01000)	0.000611 (0.0101)
busydir_perc			4.93e-05 (0.00565)	-0.00126 (0.00586)	-0.00108 (0.006083)			-0.000374 (0.00605)	-0.00167 (0.00619)	-0.0017 (0.00641)
ceoduality		1.080*** (0.407)	1.080*** (0.408)	0.932** (0.399)	0.948** (0.399)		1.000** (0.402)	1.001** (0.405)	0.863** (0.395)	0.872** (0.395)
ceo_laurea					-0.321 (0.444)					-0.331 (0.430)
lg(r_sales)	0.547*** (0.127)	0.618*** (0.147)	0.618*** (0.150)	0.721*** (0.187)	0.718*** (0.183)	0.557*** (0.121)	0.617*** (0.142)	0.618*** (0.145)	0.738*** (0.188)	0.735*** (0.184)
roa		6.382** (2.518)	6.383** (2.561)	5.389** (2.574)	5.573** (2.618)		6.223** (2.455)	6.217** (2.486)	5.305** (2.513)	5.467** (2.558)
leverage		-2.136** (1.085)	-2.136** (1.085)	-2.236** (1.126)	-2.206* (1.132)		-2.152** (1.063)	-2.153** (1.063)	-2.201** (1.112)	-2.145* (1.119)
board_size	0.0585 (0.0511)	0.0960* (0.0539)	0.0959* (0.0534)	0.0700 (0.0572)	0.0722 (0.0568)	0.0367 (0.0566)	0.0698 (0.0601)	0.0703 (0.0596)	0.0434 (0.0641)	0.0446 (0.0631)
Constant	-8.577*** (1.705)	-10.41*** (1.939)	-10.41*** (1.948)	-12.46*** (2.630)	-12.07*** (2.660)	-8.625*** (1.555)	-10.16*** (1.763)	-10.15*** (1.778)	-12.50*** (2.582)	-12.14*** (2.613)
Observations	1,292	1,264	1,264	1,262	1,222	1,270	1,244	1,244	1,242	1,202
Chi-quadro	42.92	52.95	53.64	58.26	68.32	52.09	70.16	70.61	72.05	77.24
Time Effects	Yes									

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

In conclusione nel contesto italiano i risultati ottenuti sembrano mostrare che la variabile relativa alla percentuale di donne non imparentate con gli azionisti che detengono il pacchetto di maggioranza della società espliciti meglio la relazione positiva con l'innovazione aziendale. Nella maggior parte dei casi infatti tali figure femminili nel *board* sono delle consulenti esperte del settore che offrono quindi un contributo positivo per l'impresa. I benefici sono riconducibili sia all'introduzione di un maggior fattore di

eterogeneità sia alla loro efficacia nell'attività di *monitoring* del *management*. I seguenti aspetti si traducono in una crescita aziendale superiore e in un maggior livello di innovazione dell'impresa.

Tra gli altri fattori che incidono positivamente sulla probabilità delle imprese di essere altamente innovative vi è la dualità dei poteri CEO/Chairman e la struttura di tipo familiare.

Proseguendo con l'analisi della relazione che intercorre tra la percentuale di donne nel CdA e la probabilità di depositare un numero di brevetti almeno pari a quattro, anche in questi caso si è deciso di riportare separatamente le regressioni che includono le variabili di *corporate governance* (*board\_attend* e *ceo\_ingegnere*) che determinano un'elevata riduzione delle osservazioni nel campione (Tabella 62).

Tabella 63: Analisi econometrica sul grado di innovazione con ulteriori variabili di controllo – Modello logit con effetti temporali

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Innotight [Total Sample]	Innotight [Total Sample]	Innotight [Total Sample]	Innotight [Total Sample]
wom_perc	0.00549 (0.0224)	0.00290 (0.0257)		
wom_nonfam_perc TB			0.00469 (0.00418)	0.00625 (0.00406)
family	1.543** (0.748)	1.634** (0.783)	1.565** (0.774)	1.635** (0.807)
ind_perc	0.00533 (0.0109)	0.00266 (0.0110)	0.00510 (0.0107)	0.000781 (0.0109)
busydir_perc	-0.00236 (0.00830)	-0.00184 (0.0107)	-0.00227 (0.00854)	0.000342 (0.00822)
board_attend	0.00443 (0.0194)	0.0152 (0.0226)	0.00489 (0.0195)	-0.01504 (0.02273)
ceoduality	1.158*** (0.446)	1.433*** (0.431)	1.114** (0.456)	1.114** (0.445)
ceo_ingegnere		0.642 (0.458)		0.478 (0.396)
lg(r_sales)	0.769*** (0.231)	0.788*** (0.243)	0.776*** (0.229)	0.798*** (0.244)
roa	5.899** (2.839)	5.519** (2.927)	5.851** (2.856)	5.567** (2.956)
leverage	-2.561** (1.233)	-2.533** (1.279)	-2.519** (1.239)	-2.520** (1.287)
board_size	0.0616 (0.0573)	0.0494 (0.0561)	0.0426 (0.0659)	0.0377 (0.0612)
Constant	-13.52*** (3.545)	-14.04*** (3.991)	-13.48*** (3.294)	-14.07*** (3.466)
Observations	936	921	924	909
Chi-quadro	48.36	49.29	54.40	54.91
Time Effects	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Coerentemente con i risultati ottenuti nelle regressioni che utilizzano il modello a effetti fissi, le variabili *ceo\_duality* e *family* continuano ad essere positive e statisticamente significative; mentre le nuove variabili introdotte *board\_attend* e *ceo\_ingegnere* non presentano dei coefficienti significativi; infine le altre variabili di *corporate governance* che non sono mai state rilevanti continuano a non esserlo.

Un aspetto particolare che emerge è che si viene a perdere la significatività dei coefficienti delle amministratrici non imparentate, seppur sia prossima ad un livello del 10% (modello (4)).

Prima di procedere con l'analisi successiva sulle *performance* è bene sottolineare come le variabili relative alla percentuale di amministratori **indipendenti** e di **busydirector** non sono mai statisticamente rilevanti al fine di incrementare la probabilità di avere un'impresa altamente innovativa (cioè di fare *application* per almeno quattro brevetti), e non lo sono nemmeno nei modelli a effetti fissi discussi nel paragrafo precedente. Analizzando la letteratura sulla *corporate governance* gli studiosi mostrano per entrambe le variabili dei risultati molto differenti in base al contesto di analisi. La visione tradizionale sulla *corporate*

*governance* vede gli amministratori indipendenti come un fattore che offre un contributo positivo nell'attività di *monitoring* del *management* (Fama e Jensen, 1983; Hoskisson *et al.*, 2002) e una maggior pressione al *turnover* dei CEO quando si verificano bassi livelli di *performance* (Weisbach, 1988); i *busy director* invece sono considerati come un fattore di inefficienza nel *board* in quanto si trovano in una situazione di eccessivo carico di lavoro da non riuscire ad amministrare in maniera proficua (Tenuta e Cambrea, 2016; Core *et al.*, 1999; Jiraporn *et al.*, 2009a; Shivdasani e Yermach, 1999). In un'ottica incentrata sull'innovazione al contrario gli amministratori indipendenti possono mostrare delle maggiori difficoltà a comprendere la realtà interna dell'azienda e a implementare strategie innovative per la crescita e lo sviluppo di nuovi prodotti: i tempi e i costi richiesti essendo superiori per gli amministratori esterni determinano nella maggior parte degli studi una relazione negativa e significativa con il livello di innovazione dell'impresa (nello studio condotto Jie Chen *et al.* (2015) emerge tuttavia una correlazione positiva e statisticamente significativa). I *busy director* invece, in un contesto di innovazione, proprio per il fatto di sedere in più consigli di amministrazione potrebbero offrire un contributo rilevante in termini di conoscenze, esperienze e rete di contatti con l'esterno (Fama e Jensen, 1983; Carpentier e Westphal, 2001) facendo emergere maggiormente i benefici derivanti dall'effetto reputazionale, incidendo positivamente sul grado d'innovazione aziendale.

Il fatto che i risultati ottenuti per tali variabili nel seguente elaborato non siano statisticamente significativi quindi potrebbe essere ricondotto al modello adottato che potrebbe essere affinato ulteriormente. Un altro aspetto interessante che potrebbe giustificare tale mancanza di significatività è relativo alle misure di innovazione adottate: nella seguente sezione empirica si è utilizzato come proxy dell'innovazione una misura di output (numero di brevetti). Tuttavia come messo in evidenza nell'analisi della letteratura del Capitolo 4, l'innovazione aziendale esprime la produttività (brevetti e citazioni) degli investimenti (R&S) effettuati per raggiungere quel determinato livello innovativo. In altri termini le misure di input determinano quanto l'impresa è orientata alla crescita tramite l'innovazione; mentre le misure di output esprimono la qualità dell'innovazione. Sarebbe stato dunque interessante poter testare l'efficacia del ruolo delle amministratrici nello stimolare gli investimenti in R&S. Tale analisi non è stata possibile effettuarla dal momento che i dati a disposizione relativi all'innovazione non includono le informazioni relative alla spesa in R&S delle imprese.

Un discorso simile può essere affrontato per le variabili relative all'*education* del CEO: anche nel modello *logit* è possibile riscontrare una non significatività dei coefficienti sia per la variabile ***ceo\_laurea*** sia per ***ceo\_ingegnere*** nella probabilità che l'impresa venga definita altamente innovativa. Tali evidenze suggeriscono che quando il CEO di una società possiede una laurea o più precisamente un titolo di studi in discipline tecniche non offre un contributo significativo in termini di numero di brevetti depositato dalla società: il suo *background* formativo e la prospettiva di analisi e capacità di sfruttare le informazioni a

disposizione provenienti dall'interno della realtà aziendale e dall'esterno non sembrano essere dei fattori significativi (si veda ad esempio G. Antonelli et al., 2013). Ancora una volta una possibile spiegazione è riconducibile al modello e alla misura di innovazione adottata.

### 6.6.2 Performance aziendale, innovazione e board gender diversity

Le analisi fin qui presentate hanno mostrato che i *board* caratterizzati da una maggior percentuale di donne non imparentate ottengono un maggior successo innovativo in termini di brevetti. Tuttavia un aspetto altrettanto importante su cui è opportuno investigare è se questo risultato è così rilevante da incidere sulle *performance* dell'impresa o meno.

I modelli di regressione adottati in questo paragrafo controllano sia per gli effetti fissi che gli effetti temporali e ricorrono a funzioni di tipo lineare-logaritmo. L'arco temporale di riferimento anche in questo caso ricopre il periodo che intercorre tra 2000 e il 2014.

#### ➤ Le variabili dipendenti impiegate nel modello

Le misure di *performance* impiegate come variabili dipendenti sono il ROA e la Q di Tobin. Si è deciso di ricorrere ad una misura contabile ed una di mercato in modo da poter catturare adeguatamente l'effetto della variabile di interesse sulle variabili dipendenti selezionate.

Come accennato precedentemente le variabili di mercato, secondo Hall et al. (2005), catturano il valore positivo derivante dall'innovazione nel breve periodo: poiché le spese in R&S permettono alle imprese più di successo di assorbire le conoscenze dall'esterno per acquisire un vantaggio competitivo, sono considerate dagli investitori un precursore del successo innovativo in quanto il prezzo delle azioni subisce un incremento incorporando il valore dei profitti futuri dell'impresa. A tal proposito si è ritenuto opportuno prendere in considerazione la Q di Tobin che secondo un'ampia letteratura rappresenta la misura che meglio esprime le aspettative sulle *performance* future dell'impresa e quindi è una proxy del suo vantaggio competitivo e dell'opportunità di crescita.

Per quanto riguarda invece le variabili di bilancio gli effetti positivi derivanti dall'innovazione vengono catturati nel lungo periodo: generalmente infatti l'attività di R&S non ha un ritorno immediato, ma i benefici da essa derivanti si osservano solamente nel lungo termine. Un altro aspetto che caratterizza le misure contabili, diversamente da quelle di mercato, è che offrono una visione delle *performance* passate e possono subire delle distorsioni dovute alle politiche di tassazione e alle convenzioni contabili. Per le seguenti ragioni si è resa necessaria l'introduzione di entrambe le misure di *performance*. La variabile contabile impiegata nelle analisi di regressione è il ROA, che come indicatore di profittabilità esprime la capacità delle imprese di generare del reddito a partire dai propri asset.

### ➤ La variabile di interesse

Nella seguente analisi la principale variabile di interesse analizzata è relativa alla percentuale di donne presenti nel CdA: si è deciso di non utilizzare la percentuale di donne non imparentate al fine di essere il più generici possibili e poter confrontare i risultati con gli studi presenti in letteratura.

#### 6.6.2.1 L'influenza sul ROA

### ➤ Le variabili di controllo

Come variabili di controllo si distinguono: una misura sull'innovazione (*patent\_count*), delle variabili di *corporate governance* e altre di tipo *firm-specific*. Le variabili che sono già state utilizzate nei modelli precedenti sull'innovazione riguardano la percentuale di amministratori indipendenti (*ind\_perc*), di *busy director* (*busydir\_perc*), la *ceoduality*, le variabili relative all'*education* del CEO (*ceo\_laurea* e *ceo\_ingegnere*), la *family ownership* (*family*) la dimensione dell'impresa pari al logaritmo del valore delle vendite espresso in termini reali (*lg(r\_sales)*), il *leverage* e la dimensione del *board* (*board\_size*). Oltre a queste si è ritenuto necessario introdurre altre variabili di controllo che potessero spiegare meglio l'effetto sulle *performance* aziendali. Tra queste si individuano la *board\_attend* che esprime la partecipazione alle riunioni tenute dal consiglio di amministrazione, la *tenure* del CEO e il tasso di crescita delle vendite espresso in termini reali (*r\_growth\_sales*). Come nell'analisi precedente si sono distinti i modelli che escludono le variabili che riducono in maniera consistente il numero di osservazioni nel campione (a causa della mancanza dell'informazione relativa) da quelli che invece li includono.

### ➤ I risultati

Tabella 64: Analisi econometriche sulle performance (ROA) – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1) ROA [Total sample]	(2) ROA [Total sample]	(3) ROA [Total sample]	(4) ROA [Patent- intensive]	(5) ROA [Patent- intensive]	(6) ROA [Patent- intensive]	(7) ROA [Non- Patent- intensive]	(8) ROA [Non-Patent- intensive]	(9) ROA [Non-Patent- intensive]
patent_count	0.000120 (0.000234)	5.49e-05 (0.000201)	4.70e-05 (0.000210)						
wom_perc	-0.000168 (0.000674)	-0.000271 (0.000594)	-0.000114 (0.000588)	0.000345 (0.000858)	0.000844 (0.000813)	0.000852 (0.000806)	-0.000251 (0.000754)	-0.000456 (0.000657)	-0.000275 (0.000653)
family	0.004422 (0.028105)	-0.001705 (0.003343)	-0.002266 (0.030523)	0.662606*** (0.015533)	0.071687*** (0.016254)	0.054072*** (0.017474)	-0.009205 (0.029030)	-0.021933 (0.031573)	-0.026135 (0.024353)
ind_perc	0.000115 (0.000225)	8.03e-05 (0.000236)	8.23e-06 (0.000239)	0.000356 (0.000365)	0.000439 (0.000351)	0.000395 (0.000374)	7.88e-05 (0.000296)	3.03e-05 (0.000301)	-4.10e-05 (0.000302)
busydir_perc	-0.000224** (0.000117)	-0.000186* (0.000111)	-0.000210* (0.000108)	-0.000151 (0.000217)	-4.02e-05 (0.000210)	-1.58e-05 (0.000208)	-0.000267* (0.000135)	-0.000220* (0.000121)	-0.000244** (0.000121)
ceoduality	-0.0103 (0.0158)	-0.00426 (0.0131)	-0.0118 (0.0128)	0.0149 (0.0150)	0.000262 (0.0216)	-0.00303 (0.0208)	-0.0128 (0.0182)	-0.00488 (0.0140)	-0.0127 (0.0133)
ceo_laurea			0.0206* (0.0122)			0.0134 (0.0154)			0.0229 (0.0155)
ceo_tenure			-0.000083 (0.000751)			0.002682*** (0.000891)			-0.0008675 (0.0009026)
lg(r_sales)	0.0158* (0.00953)	0.00682 (0.0108)	0.00387 (0.0103)	0.0407** (0.0151)	0.0321** (0.0179)	0.0358** (0.0181)	0.0136 (0.00918)	0.00351 (0.0107)	-5.46e-05 (0.0100)
r_growth_sale		0.0474*** (0.0127)	0.0421*** (0.0128)		0.0442* (0.0223)	0.0431* (0.0233)		0.0479*** (0.0139)	0.0423*** (0.0148)
leverage	-0.119**	-0.153***	-0.148***	-0.224***	-0.2269***	-0.216***	-0.104	-0.142***	-0.143***

	(0.0558)	(0.0354)	(0.0368)	(0.0523)	(0.0530)	(0.0520)	(0.0663)	(0.0413)	(0.0411)
board_size	-0.00131	-0.000443	-0.000660	-0.00225	-0.00169	-0.00170	-0.000554	0.000658	0.000717
	(0.00170)	(0.00129)	(0.00131)	(0.00186)	(0.00193)	(0.00192)	(0.00270)	(0.00195)	(0.00209)
Constant	-0.0153	0.0969	0.153	-0.344	-0.323	-0.315	0.00780	0.130	0.194
	(0.124)	(0.141)	(0.136)	(0.217)	(0.257)	(0.260)	(0.115)	(0.131)	(0.124)
Observations	1,263	1,147	1,112	332	308	307	931	839	805
R-squared	0.090	0.172	0.163	0.315	0.333	0.345	0.075	0.163	0.156
N. of nfirm	119	117	117	42	42	42	111	109	109
Fixed effects	Yes								
Time effects	Yes								

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Entrando nel merito delle evidenze empiriche ottenute (Tabella 63) i modelli dall'(1) al (3) mostrano che in media la **diversità di genere** nel CdA non migliora le *performance* aziendali espresse in termini di ROA, in quanto i coefficienti che stimano la percentuale di amministratrici non sono significativi. Questa evidenza non è sorprendente visti i risultati di un'ampia letteratura accademica che ha analizzato il tema della diversità di genere nei *board*. La maggior parte dei risultati empirici degli studiosi infatti mostrano una non significatività della relazione e la motivazione è da ricercarsi prevalentemente nel fatto che tale correlazione dipende da molti fattori (Business Opportunities for Leadership Diversity – BOLD) a causa dei quali gli effetti *diretti* sono molto limitati. Per tale ragione negli ultimi anni ha iniziato a diffondersi maggiormente la necessità di introdurre una variabile di mediazione che espliciti come e sotto quali condizioni la diversità di genere influisce sul *board* e quindi sulle *performance* dell'impresa. A tal proposito per investigare in maniera più approfondita sul tema, si è cercato di comprendere se il valore derivante dalla presenza di figure femminili nel CdA dipenda dall'importanza delle attività innovative nella strategia aziendale. Sulla falsariga di quanto effettuato nello studio di Jie Chen et al. (2015), si è deciso quindi di suddividere il campione in "imprese altamente innovative" (modelli dal (4) all'(6) e "imprese non altamente innovative" (modelli dal (7) al (9)) sulla base della variabile *innotight* che conta le osservazioni relative alle imprese che possiedono un numero di brevetti depositati nell'anno di riferimento maggiore o uguale a quattro.

Nonostante le seguenti considerazioni la variabile di interesse (*wom\_perc*) continua a non essere significativa in nessun modello di regressione implementato suggerendo che la percentuale di donne nel CdA non influisce sul valore del ROA dell'impresa.

Proseguendo con l'analisi delle altre variabili inserite nei modelli di regressione della tabella si osserva un effetto medio negativo derivante dagli amministratori **busy director** nei modelli dall'(1) al (3) che considera il campione totale: il risultato quindi è consistente con la teoria d'agenzia secondo cui gli amministratori che ricoprono incarichi in più società si trovano ad essere eccessivamente *busy* a tal punto da compromettere l'attività di *monitoring* del *management* (Tenuta e Cambrea, 2016; Core et al., 1999; Jiraporn et al., 2009a; Shivdasani e Yermach, 1999). Tale risultato si osserva anche nel sottocampione di imprese non altamente innovative. Un aspetto interessante però è che tale variabile non risulta

statisticamente significativa per le imprese ad alta intensità di brevetti, mentre in questo sottocampione diventa rilevante e positiva la variabile **family**. Tale risultato è coerente con quanto emerso nelle regressioni sull'innovazione che utilizzavano il modello *logit*, si può dunque affermare che nelle imprese altamente innovative la *family ownership* incide positivamente sul risultato del ROA.

Analizzando le variabili riguardanti il CEO si può osservare come la **ceoduality** non assume mai un coefficiente significativo nel campione totale e nei due sottocampioni di imprese altamente innovative e non. Questa evidenza è in parte inattesa, visti i risultati emersi nell'analisi precedente sull'innovazione, ma sottointendono che la dualità dei poteri in mano ad un'unica persona incidono sul grado innovativo dell'impresa, ma non direttamente sulle *performance* aziendali.

Per quanto riguarda invece l'*education* del CEO, si osserva come la variabile **ceo\_laurea** presenta in media una relazione positiva e significativa con le *performance* dell'impresa nel campione totale (nel sottocampione di imprese non altamente innovative la relazione seppur non sia significativa è prossima ad un livello di significatività del 10%): maggiore è il livello di istruzione del CEO maggiore è il ROA.

Infine se si analizza la **ceo\_tenure** si può osservare come nelle imprese altamente innovative emerga l'interpretazione positiva dell'aumento della *tenure* che secondo la letteratura è sempre stata una misura che esprime l'eventuale presenza di problemi d'agenzia: se il CEO rimane in carica per molto tempo, significa presumibilmente che le *performance* da lui generate sono positive e soddisfacenti e i problemi d'agenzia non sono molto sentiti perché altrimenti sarebbe stato sostituito da un'altra figura (ad esempio con scalate ostili). Inoltre grazie a una *tenure* superiore, il *manager* sviluppa negli anni un *commitment* maggiore con l'impresa e una maggior comprensione della cultura aziendale che lo inducono ad essere più propenso a innovare, ad offrire il proprio contributo in termini di conoscenza ed esperienza e a incrementare la propria reputazione senza indulgere in benefici privati derivanti dal controllo<sup>207</sup>. Tutto questo si traduce, nei modelli qui presentati, in *performance* economiche superiori.

Osservando infine le variabili riguardanti la società, coerentemente con la letteratura emerge che la **dimensione dell'impresa** è un fattore importante che incide sulle *performance* economiche dell'impresa in maniera positiva, quindi imprese di dimensioni maggiori avranno un ROA più elevato. Tuttavia nei modelli dal (2) al (3) e quelli dall'(8) al (9) inserendo la variabile **r\_growth\_sale** si osserva come in realtà ciò che influisce maggiormente sulla profittabilità dell'impresa non è tanto la sua dimensione quanto piuttosto il suo tasso di crescita delle vendite. Nelle imprese altamente innovative invece sembra che il tasso di crescita delle imprese e la loro attuale dimensione siano dei fattori determinanti per ottenere un valore di ROA superiore. Questo è coerente con il fatto che per poter innovare e quindi avere delle *performance* elevate è importante che l'impresa possieda le risorse

---

<sup>207</sup> Vancil (1985) trova evidenza del fatto che il tempo ideale di durata della carica del CEO è di 10 anni, oltre ai quali l'AD perde la sua flessibilità e vi è il rischio che aumenti la propensione al predominio.

necessarie: secondo la letteratura è più probabile che tali risorse siano maggiormente a disposizione nelle imprese di dimensioni maggiori. Allo stesso tempo è anche vero che le imprese che presentano un tasso di crescita superiore sono quelle che innovano maggiormente e in quanto tale presentano delle *performance* economiche più elevate. Infine in tutti i modelli si osserva un coefficiente negativo e statisticamente significativo della variabile **leverage**, in quanto un maggior livello di indebitamento incide negativamente sulla profittabilità dell'impresa.

L'analisi che segue (Tabella 64) include nei modelli di regressione le variabili che erano state tralasciate precedentemente in quanto essendo disponibili per un numero di osservazioni inferiori, il loro contributo determina una riduzione del campione di riferimento (*board\_attend* e in un secondo momento *ceo\_ingegnere*). Nonostante questo aspetto, si possono effettuare comunque delle considerazioni interessanti che risultano pur sempre valide in quanto le osservazioni rimangono in numero consistente.

Tabella 65: Analisi econometriche sulle performance (ROA) con ulteriori variabili di controllo – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1) ROA [Total sample]	(2) ROA [Total sample]	(3) ROA [Total sample]	(4) ROA [Patent- intensive]	(5) ROA [Patent- intensive]	(6) ROA [Patent- intensive]	(7) ROA [Non-Patent- intensive]	(8) ROA [Non-Patent- intensive]	(9) ROA [Non-Patent- intensive]
patent_count	9.04e-06 (0.000190)	7.87e-06 (0.000186)	2.48e-06 (0.000168)						
wom_perc	7.37e-05 (0.000591)	2.15e-05 (0.000600)	-3.56e-05 (0.000646)	0.00203** (0.000964)	0.00224** (0.000957)	0.00215** (0.00095)	-0.000255 (0.000682)	-0.000266 (0.000680)	-0.000330 (0.000722)
family	0.00359 (0.030911)	0.000805 (0.030689)	0.003263 (0.030618)	0.06513*** (0.01483)	0.04536*** (0.01723)	0.051767*** (0.016247)	-0.036990* (0.02161)	-0.03400 (0.0216)	0.029617 (0.024657)
ind_perc	0.000115 (0.000242)	8.89e-05 (0.000245)	7.99e-05 (0.000263)	0.000550 (0.000414)	0.000645 (0.000430)	0.000529 (0.000563)	2.41e-05 (0.000304)	2.78e-05 (0.000307)	5.76e-05 (0.000320)
busudir_perc	-1.98e-06 (0.000137)	-1.97e-05 (0.000142)	9.06e-05 (0.000173)	0.000176 (0.000268)	2.79e-05 (0.000274)	8.77e-05 (0.000306)	-6.21e-05 (0.000144)	-9.50e-05 (0.000143)	4.34e-06 (0.000194)
board_attend	0.000747** (0.000300)	0.000797** (0.000303)	0.000801*** (0.000299)	-0.000305 (0.000775)	-0.000315 (0.000765)	-0.000680 (0.000830)	0.000831** (0.000332)	0.000915*** (0.000338)	0.00115*** (0.000414)
ceoduality	-0.0251 (0.0187)	-0.0284 (0.0185)	-0.0234 (0.0171)	-0.0185 (0.0218)	-0.0200 (0.0204)	-0.0436 (0.0310)	-0.0283 (0.0192)	-0.0273 (0.0182)	-0.0356 (0.0218)
ceo_laurea		0.009269 (0.011715)			0.0316* (0.0187)			0.0135 (0.0145)	
ceo_ingegnere			-0.0267*** (0.00837)			-0.0192 (0.0197)			-0.02925*** (0.00896)
ceo_tenure		0.000220 (0.000890)	0.00115 (0.000891)		0.00262** (0.00113)	0.00171 (0.00114)		-0.000295 (0.00102)	0.000706 (0.00103)
lg(r_sales)	-0.000640 (0.0115)	-0.000876 (0.0117)	-0.000886 (0.0108)	0.0337** (0.0169)	0.0384** (0.0173)	0.0359* (0.0185)	-0.00501 (0.0108)	-0.00524 (0.0103)	-0.00295 (0.0102)
r_growth_sale	0.0585*** (0.0184)	0.0563*** (0.0180)	0.0563*** (0.0180)	0.0272 (0.0240)	0.0180 (0.0238)	0.0198 (0.0256)	0.0647*** (0.0220)	0.0612*** (0.0219)	0.0602*** (0.0218)
leverage	-0.141*** (0.0428)	-0.137*** (0.0427)	-0.139*** (0.0426)	-0.265*** (0.0519)	-0.256*** (0.0494)	-0.2499*** (0.0511)	-0.123** (0.0524)	-0.118** (0.0521)	-0.1206** (0.0521)
board_size	-0.000126 (0.000142)	-0.000395 (0.000140)	0.000329 (0.000141)	-0.000109 (0.00235)	-0.000130 (0.00218)	1.59e-05 (0.00243)	-0.000216 (0.00206)	-3.21e-05 (0.00215)	0.00117 (0.00225)
Constant	0.124 (0.152)	0.129 (0.154)	0.101 (0.139)	-0.353 (0.270)	-0.416 (0.259)	-0.209 (0.283)	0.170 (0.134)	0.156 (0.133)	0.0624 (0.124)
Observations	903	887	887	257	256	256	646	631	631
R-squared	0.200	0.194	0.206	0.426	0.439	0.442	0.186	0.184	0.196
Number of nfirm	114	113	113	38	38	38	104	102	102
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Innanzitutto diversamente da quanto era emerso precedentemente la variabile di interesse relativa alla **percentuale di donne** nel *board* assume nel sottocampione di imprese altamente innovative coefficiente positivo e statisticamente significativo con la misura di *performance* contabile selezionata (ROA), suggerendo che il ruolo della figura femminile nel CdA emerge in quelle imprese in cui l'innovazione è un fattore determinante per la crescita dell'impresa. In altri termini nelle imprese ad alta brevettabilità (secondo la definizione fornita) in cui la creatività e la comprensione del mercato esterno giocano un ruolo centrale, la presenza delle donne è determinante per fare in modo che il successo innovativo si traduca in *performance* economiche superiori. Coerentemente con questo risultato i coefficienti della variabile *wom\_perc* nei modelli relativi al sottocampione di imprese non altamente innovative sono negativi e non statisticamente significativi.

Un aspetto importante che tuttavia occorre evidenziare e che è stato sollevato ma non affrontato nell'analisi descrittiva presentata precedentemente è relativo al problema della **causalità inversa**. In altri termini è importante comprendere se sono le imprese maggiormente innovative ad essere più attente alle richieste del mercato selezionando all'interno dei propri *board* un maggior numero di figure femminili o se sono le amministratrici a determinare un maggior successo innovativo che si traduce in *performance* economiche superiori. A tal proposito Adams e Ferreira (2009) enfatizzano la necessità di trattare il tema dell'endogeneità negli studi che analizzano l'effetto della diversità di genere sulle *performance* aziendali. Nonostante però l'importanza di questo tema, nelle analisi effettuate nel presente lavoro di tesi non è stato affrontato con modelli econometrici specifici questo aspetto: tale scelta è comunque coerente con l'ampia letteratura accademica che ha trattato il tema della diversità di genere. In generale inoltre si ipotizza che tale decisione non comprometta in maniera significativa la bontà dei risultati in quanto dai modelli presentati nel paragrafo precedente sull'innovazione emerge il contributo positivo apportato dalle donne sul livello di innovazione, anzi tale aspetto si manifesta proprio con le amministratrici non imparentate che come già ampiamente discusso nei paragrafi precedenti presumibilmente offrono una garanzia superiore in termini di competenze e quindi di valore generato per l'impresa. Quindi sebbene non si sia impiegato un modello specifico che tratta dell'endogeneità delle variabili, l'influenza positiva delle donne non imparentate sull'innovazione può rappresentare, coerentemente con la letteratura, un precursore del valore generato per l'impresa in termini di *performance*. Occorre tuttavia sottolineare che questa interpretazione dovrebbe essere comunque testata in modo da poter affermare o confutare con certezza tale ragionevole ipotesi.

Un'altra caratteristica che non era emersa nell'analisi precedente è relativa alla variabile **family**: nelle imprese altamente innovative (modelli dal (4) al (6)) assume segno positivo e statisticamente significativo, confermando quanto era emerso nell'analisi sull'innovazione in cui la presenza della famiglia come gruppo di controllo incide positivamente sulla probabilità di possedere almeno quattro brevetti, in

quanto partecipando al rischio azionario la famiglia risulta incentivata a comportarsi correttamente al fine di massimizzare il valore dell'impresa e avere un ritorno sull'investimento azionario. Quanto appena affermato però è valido solamente in un contesto innovativo: nel modello (7) infatti la relazione diventa negativa suggerendo che in tal caso emergano gli aspetti negativi derivanti dalla presenza della famiglia come azionisti di maggioranza: si tratta di un maggior conflitto di interessi tra proprietà e *management* e inefficacia dell'attività di *monitoring* che si traducono in *performance* economiche (ROA) inferiori.

Proseguendo con l'analisi della Tabella 64 si può osservare come anche per la variabile *busydir\_perc* emerge un comportamento interessante rispetto all'analisi precedente (Tabella 63): quando viene inserita la variabile *board\_attend* il coefficiente della variabile *busy director* perde di significatività ed allo stesso tempo nel campione complessivo e in quello riguardante le imprese non altamente innovative emerge una relazione positiva e statisticamente significativa tra le *performance* aziendali espresse in termini di ROA e la percentuale di partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione. In altri termini le seguenti evidenze sembrano suggerire che una maggior partecipazione ai *meeting* del *board* controbilanci l'influenza negativa derivante dagli amministratori *busy*, generando conseguentemente un effetto positivo sulle *performance* aziendali. Tale considerazione trova giustificazione nel fatto che le riunioni del consiglio di amministrazione rappresentano il principale strumento a disposizione dei consiglieri per ottenere le informazioni necessarie a svolgere nel migliore dei modi le proprie attività da amministratori e quindi aumentare la profittabilità dell'impresa. Rimane comunque curioso il fatto che la relazione che intercorre tra la variabile *board\_attend* e la misura di *performance* contabile non sia statisticamente significativa nel sottocampione di imprese altamente innovative. Una possibile spiegazione potrebbe essere legata al fatto che in tali imprese le figure femminili sono correlate positivamente con il ROA e hanno un'influenza significativa. Più precisamente si può ritenere che il loro contributo positivo si manifesta sia in una maggior efficienza nell'attività di monitoraggio e controllo del *management* per cui la presenza di *busy director* nel CdA non è più rilevante, sia in una maggior circolazione delle informazioni che rendono le azioni del *manager* più trasparenti e quindi la partecipazione alle riunioni del *board* non rappresenta più l'unico strumento di coinvolgimento e acquisizione delle informazioni (Gul et al., 2011).

In sintesi una maggior rappresentanza femminile nel *board* diminuisce i costi d'agenzia, suggerendo il fatto che le donne sono delle buone sostitute ai meccanismi di *corporate governance*.

Analizzando le variabili riguardanti il CEO si può osservare come la *ceoduality*, come nell'analisi della tabella 63, assume coefficiente negativo e una significatività molto prossima al 10% nel campione totale (modello (2) e (3)) e nel sottocampione di imprese non innovative (modello (8)), coerentemente con la teoria d'agenzia secondo cui la presenza di dualità dei poteri in capo al CEO determina un effetto negativo sulle *performance* dell'impresa, compromettendo l'attività di controllo e monitoraggio del CEO.

Questo risultato è inatteso viste le evidenze positive emerse nei modelli sull'innovazione, ma in generale mostrano come in termini di *performance* prevalgano gli aspetti negativi derivanti dalla dualità della carica in mano a un'unica persona. Replicando l'analisi considerando solamente le imprese familiari i risultati sono i medesimi, per cui si è deciso di non mostrare l'output delle regressioni nel seguente elaborato.

Per quanto riguarda il titolo di istruzione, si osserva come la variabile ***ceo\_laurea*** incida positivamente e in maniera rilevante sul valore del ROA solamente nel sottocampione delle imprese altamente innovative (modello (5)). La variabile ***ceo\_ingegnere*** invece mostra una correlazione con le *performance* dell'impresa negativa e significativa nei modelli (3) e (9).

Infine se si considera l'effetto della ***ceo\_tenure*** sulle *performance* dell'impresa, emerge una relazione positiva e significativa solamente nel modello (5). Da quest'ultimo risultato si può osservare come nelle imprese altamente innovative emerga l'interpretazione positiva dell'aumento della *tenure*. La giustificazione è la stessa di quella presentata precedentemente sulla Tabella 63, ma a questa si aggiunge il fatto che la presenza di figure femminili nel CdA presenta una correlazione positiva con il ROA: grazie ad un'attività di *monitoring* più intensa le donne riescono ad allineare gli interessi del *manager* con quella degli azionisti della società, incrementando conseguentemente le *performance* dell'impresa.

Analizzando infine le variabili riguardanti la società, si osserva che in media ciò che influisce maggiormente sulla profittabilità dell'impresa è il tasso di crescita delle vendite (***r\_growth\_sale***). Tuttavia nei modelli dal (4) al (6) relativi alle imprese altamente innovative, la **dimensione dell'impresa** è il fattore che incide sulle *performance* economiche dell'impresa in maniera positiva (quindi imprese di dimensioni maggiori avranno un ROA più elevato). In tutti i modelli si osserva un coefficiente negativo e significativo della variabile **leverage**: la motivazione è la medesima delle analisi precedenti.

In conclusione emerge che il contributo positivo delle donne si osserva solamente nelle imprese altamente innovative nel caso in cui è inserita la percentuale di partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione (variabile ***board\_attend***) come ulteriore variabile di controllo. In tale circostanza quindi la maggior eterogeneità nel *board* permette uno scambio di idee e un processo di *brainstorming* più efficace che conducono non solo a un livello innovativo superiore ma anche a *performance* economiche (ROA) migliori. La motivazione però ancora una volta non è riconducibile solamente ad un discorso di eterogeneità, ma anche ad un'attività di *monitoring* del *management* e di circolazione delle informazioni superiori che si traducono in un valore di ROA più elevato.

Prima di procedere con l'analisi della seconda misura di *performance* considerata, è necessaria un'ultima considerazione: dai risultati fin qui mostrati si può osservare come le evidenze emerse sul campione totale di imprese sono pressoché simili a quelle presentate nel sottocampione di imprese non altamente innovative. Diversi invece sono i risultati per le imprese che registrano un numero di brevetti all'anno

almeno pari a quattro. Tali evidenze probabilmente sono legate al fatto che le imprese e le osservazioni appartenenti a quest'ultima categoria sono decisamente inferiori per cui il campione totale risulta guidato prevalentemente dai risultati delle imprese non altamente innovative.

### 6.6.2.2 L'influenza sulla Q di Tobin

#### ➤ Le variabili di controllo

Nell'analisi delle *performance* dell'impresa espresse mediante la Q di Tobin le variabili di controllo impiegate sono le medesime inserite nei modelli con il ROA (si rimanda ai paragrafi precedenti per la loro definizione). In aggiunta viene inserita la variabile *divid\_sales* che esprime l'ammontare di dividendi a disposizione degli azionisti scalato per la dimensione delle vendite espresse secondo il valore reale dell'Euro nel 2005. È stata inoltre implementata, coerentemente con quanto fatto precedentemente, un'analisi distinta per quelle variabili che portano alla riduzione del campione, ma che si ritiene possano essere rilevanti ai fini dell'interpretazione dei risultati (*board\_attend* e *ceo\_ingegnere*).

#### ➤ I risultati

Le motivazioni per cui è stato suddiviso il campione tra "imprese altamente innovative" (modelli (1) - (4)) e "imprese non altamente innovative" (modelli (9) - (12)) è la stessa di quella precedentemente presentata nel paragrafo 6.6.2.1.

Tabella 66: Analisi econometrica sulle performance (Q di Tobin) – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1) Q_TOBIN [Total sample]	(2) Q_TOBIN [Total sample]	(3) Q_TOBIN [Total sample]	(5) Q_TOBIN [Patent- intensive]	(6) Q_TOBIN [Patent- intensive]	(7) Q_TOBIN [Patent- intensive]	(9) Q_TOBIN [Non-Patent- intensive]	(10) Q_TOBIN [Non-Patent- intensive]	(11) Q_TOBIN [Non-Patent- intensive]
patent_count	0.000531 (0.000960)	0.0002709 (0.000900)	0.000319 (0.000902)						
wom_perc	-0.001233 (0.002679)	-0.000872 (0.00259)	-0.000931 (0.00265)	0.0133** (0.00595)	0.0126* (0.00662)	0.0136* (0.00677)	-0.00483 (0.00299)	-0.00441 (0.00308)	-0.00447 (0.00319)
family	0.08133 (0.07448)	0.10125 (0.89036)	0.07526 (0.07525)	0.01597 (0.1499)	-0.13512 (0.15913)	-0.16986 (0.1555)	0.09214 (0.0854)	0.11687 (0.09979)	0.09017 (0.0797)
ind_perc	0.000688 (0.00203)	0.000343 (0.00211)	0.000665 (0.00218)	0.00133 (0.00222)	0.00120 (0.00214)	0.00110 (0.00224)	0.00131 (0.00292)	0.00111 (0.00305)	0.00163 (0.00324)
busydir_perc	-0.000628 (0.000683)	-0.001048 (0.000675)	-0.00103 (0.000712)	0.00178 (0.00133)	0.00152 (0.00169)	0.00146 (0.00175)	-0.00143** (0.000700)	-0.00188*** (0.000637)	-0.00197*** (0.000678)
ceoduality	0.0173 (0.0458)	0.0376 (0.0417)	0.0389 (0.0459)	0.0250 (0.104)	0.112 (0.132)	0.0951 (0.134)	0.00777 (0.0530)	0.02066 (0.0506)	0.0282 (0.0539)
ceo_tenure			-0.00132 (0.00492)			0.00428 (0.00779)			-0.00503 (0.00542)
ceo_laurea			0.0498 (0.0514)			-0.0276 (0.108)			0.0372 (0.0570)
lgr_sales	0.0875* (0.0456)	0.110** (0.0543)	0.109** (0.0548)	0.197* (0.1015)	0.218* (0.122)	0.224* (0.125)	0.136** (0.0518)	0.158** (0.0628)	0.155** (0.0633)
r_growth_sale		0.138 (0.0867)	0.166* (0.0949)		0.1980** (0.1002)	0.190* (0.1006)		0.1346 (0.1000)	0.162 (0.112)
leverage	0.00774 (0.142)	-0.0434 (0.144)	-0.0216 (0.133)	-0.118 (0.295)	-0.358 (0.249)	-0.327 (0.257)	0.0818 (0.163)	0.0819 (0.1626)	0.115 (0.146)
divid_sales	0.00763* (0.00439)	0.00730 (0.00445)	0.00716 (0.00453)	0.0284** (0.0121)	0.0248* (0.0135)	0.0243* (0.0135)	0.00629 (0.00404)	0.00622 (0.00423)	0.00601 (0.00431)
board_size	0.0133 (0.00972)	0.0130 (0.0110)	0.0116 (0.0110)	0.00623 (0.0122)	0.01038 (0.0141)	0.00889 (0.0123)	0.0280* (0.0163)	0.0291 (0.0184)	0.0277 (0.0196)

Constant	2.577*** (0.545)	2.652*** (0.657)	2.660*** (0.648)	-1.200 (1.401)	-1.649 (1.691)	-1.641 (1.660)	3.033*** (0.527)	3.0068*** (0.655)	3.023*** (0.649)
Observations	1,263	1,147	1,112	332	308	307	931	839	805
R-squared	0.223	0.220	0.227	0.446	0.468	0.469	0.227	0.224	0.235
Number of nfirm	119	117	117	42	42	42	111	109	109
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Entrando più nel dettaglio dei risultati:

- La **percentuale di donne** nel *board* è positiva e statisticamente significativa nel sottocampione di imprese altamente innovative. Ciò che emerge di particolarmente interessante è che nei modelli dal (7) al (9) relativi alle imprese non altamente innovative tale variabili assume coefficienti negativi e una significatività molto prossima al 10%. Tale evidenza è giustificabile dal fatto che questa tipologia di società comprende tutte le imprese pesanti, protette e poco innovative, in cui la presenza delle donne non è un fattore importante per l'impresa.
- La variabile *busydir\_perc* ha coefficiente negativo solamente nelle imprese non altamente innovative, ma in media non incide sul campione complessivo.
- Maggiore è la **dimensione dell'impresa** superiore risultano essere l'orientamento alla crescita e i ritorni ottenuti. Inoltre nel sottocampione di imprese altamente innovative risulta essere importante anche il **tasso di crescita delle vendite** dell'impresa al fine di ottenere *performance* più elevate. Tale evidenza è coerente con il fatto che la valutazione di mercato è positiva quando il mercato è in crescita.
- La variabile *board\_size* in media non è significativa, ma assume coefficiente positivo e rilevante nel modello (9) relativo alle imprese non altamente innovative suggerendo che in *board* di dimensioni maggiori si riesca a dar luogo a uno scambio di idee adeguato che conduce a decisioni migliori: sembra quindi che gli aspetti riguardanti le difficoltà di comunicazione e di raggiungimento di decisioni in maniera rapida siano poco rilevanti rispetto alla maggior efficienza che si sviluppa.
- Infine analizzando la nuova variabile introdotta che esprime la percentuale di utile che l'impresa restituisce agli azionisti della società (*divid\_sales*), si osserva come in media è correlata positivamente con le *performance* dell'impresa. Questo risultato è coerente con quanto emerge dalla letteratura: maggiore è l'ammontare di dividendi distribuiti agli azionisti, maggiore risulterà la loro soddisfazione per l'investimento effettuato nella società e maggiore sarà l'incentivo a investire nuovamente facendo crescere i risultati aziendali e quindi la misura di *performance* di mercato adottata. Inoltre secondo La Porta et al. (2000) la distribuzione dei dividendi può rappresentare uno strumento indicativo del grado di protezione degli investitori in quanto più l'impresa paga i dividendi più viene percepita dall'esterno come maggiormente attenta agli interessi degli *insiders* e meno propensa all'espropriazione del valore generato dall'attività d'impresa. Per tale ragione secondo

alcuni studiosi le imprese caratterizzate da una *corporate governance* migliore e quindi da risultati aziendali superiori sono proprio quelle che distribuiscono dividendi.

Se si effettua un'analisi ristretta alle sole osservazioni relative alle imprese familiari nel campione (Tabella 66), si possono osservare dei risultati pressochè simili a quelli appena evidenziati; tuttavia alcune variabili di controllo che nell'analisi precedente non erano significative, ora lo diventano.

Più precisamente nel modello (8) delle imprese altamente innovative la variabile *busydir\_perc* assume coefficiente positivo e significativo. La motivazione è riconducibile alla teoria della dipendenza dalle risorse (Pfeffer e Salancik, 1978), secondo cui proprio per il fatto di occupare più posti in CdA differenti, gli amministratori acquisiscono un set di informazioni, esperienze, conoscenze del mercato e contatti tra imprese che permettono di creare innovazione e valore per la società. L'evidenza ottenuta è coerente con lo studio condotto da Rubino et al. (2016) nelle imprese a controllo familiare del mercato italiano.

Un'altra variabile che assume significato è la *ceo\_tenure* nelle imprese altamente innovative (modello (7)). La motivazione è la stessa di quella che è stata presentata nell'analisi del ROA.

Infine si osserva una relazione negativa e significativa tra il titolo di studio ingegneristico del CEO (*ceo\_ingegnere*) e la Q di Tobin.

In conclusione in questo secondo paragrafo relativo all'influenza sulle *performance* aziendali da parte delle **donne nel board** si osserva come queste giocano un ruolo significativo e positivo solamente per quelle imprese in cui l'innovazione è un fattore determinante per la crescita aziendale a tal punto che il numero di brevetti depositati è elevato (secondo la definizione fornita). Se si analizza invece l'intero campione in tutti i modelli implementati sulle *performance* non si osserva mai alcuna significatività statistica nella relazione con la percentuale di donne.

Le possibili motivazioni sono molteplici, ma tra queste si distinguono:

- secondo un'ampia letteratura accademica gli effetti *diretti* osservabili tra le due variabili sono molto limitati, in quanto in generale la relazione è influenzata da molti "fattori di contorno". A conferma di ciò si può osservare come introducendo il tema dell'innovazione si osserva una relazione positiva e significativa.
- il numero limitato di anni a disposizione dopo l'introduzione della legge 120/2011. Il campione analizzato infatti presenta un arco temporale che si conclude nel 2014, che rappresenta due anni dopo l'entrata in vigore della legge sulle quote rosa ma anche un anno prima del termine richiesto entro cui le imprese devono raggiungere la percentuale di amministratrici pari al 20% della dimensione del *board*, onde incorrere in una situazione di inadempimento della legge. Quindi poiché in Italia solo di recente sono state avviate politiche attive a favore delle quote rosa nei CdA, l'attuale presenza di donne è ancora limitata.

I risultati sono dunque coerenti con la teoria della massa critica secondo cui affinché il contributo nel caso specifico delle donne sia effettivamente visibile e possa incidere sul CdA, rendendole fautrici di reali innovazioni nelle imprese, il loro numero deve essere almeno pari al 30% della dimensione del *board*. Un'altra conseguenza derivante dal fatto che il periodo di tempo post riforma copre solamente due anni è che mediante i modelli adottati non è possibile cogliere gli effetti di lungo periodo della legge a favore delle quote rosa e quindi fare delle conclusioni di tipo generale. A tal proposito sarebbe interessante comprendere se questo nuovo processo di selezione basato sulla meritocrazia a seguito della riforma sulle quote rosa, verrà mantenuto anche allo scadere dei tre mandati o meno (Profeta et al., 2016).

Se si osserva invece la variabile **ind\_perc**, questa non assume mai rilevanza in nessun modello implementato, né sull'innovazione né sulle *performance*.

In termini di *performance* nella letteratura gli studiosi non giungono a risultati univoci: alcuni individuano una relazione positiva, altri negativa (si rimanda al paragrafo 2.4.1.b per il dettaglio). Inoltre è presente anche un filone di pensiero, seppur in termini meno diffusi, secondo cui la relazione tra l'indipendenza degli amministratori e le *performance* economiche dell'impresa sono statisticamente non significative in quanto poiché generalmente il CEO della società è colui che possiede l'ultima parola in merito alla selezione degli amministratori nel *board*, gli amministratori eletti come "segno di riconoscimento per essere stati nominati" non avranno l'incentivo ad effettuare un'attività di *monitoring* efficace nei confronti del *management* (Tenuta, Cambrea, 2016).

Nel seguente elaborato dunque i risultati ottenuti sono consistenti con questo filone di pensiero.

Tabella 67: Analisi econometrica sulle performance (Q di Tobin) nelle imprese familiari – Regressione a effetti fissi e temporali

VARIABLES	(1) Q_TOBIN [Total sample]	(2) Q_TOBIN [Total sample]	(3) Q_TOBIN [Total sample]	(3) Q_TOBIN [Total sample]	(5) Q_TOBIN [Family firms Patent- intensive]	(5) Q_TOBIN [Family firms Patent- intensive]	(6) Q_TOBIN [Family firms Patent- intensive]	(7) Q_TOBIN [Family firms Patent- intensive]	(9) Q_TOBIN [Family firms Non-Patent- intensive]	(10) Q_TOBIN [Family firms Non-Patent- intensive]	(11) Q_TOBIN [Family firms Non-Patent- intensive]	(11) Q_TOBIN [Family firms Non-Patent- intensive]
patent_count	0.000448 (0.00116)	8.65e-05 (0.00105)	0.000182 (0.00106)	3.38e-05 (0.00114)								
wom_perc	-0.00295 (0.00342)	-0.00228 (0.00343)	-0.00252 (0.00355)	-0.000990 (0.00362)	0.0129* (0.00665)	0.0117 (0.00741)	0.0134* (0.00779)	0.0132 (0.00973)	-0.00734* (0.00379)	-0.00653 (0.00431)	-0.00627 (0.00444)	-0.00456 (0.00562)
ind_perc	0.00321 (0.00340)	0.00290 (0.00351)	0.00326 (0.00368)	0.00365 (0.00505)	0.00150 (0.00277)	0.000656 (0.00272)	0.00110 (0.00276)	-0.00261 (0.00345)	0.00529 (0.00575)	0.00516 (0.00604)	0.00538 (0.00635)	0.00638 (0.00900)
busydir_perc	-0.000338 (0.000863)	-0.000577 (0.000844)	-0.000466 (0.000945)	-0.00101 (0.00120)	0.00260 (0.00162)	0.00257 (0.00187)	0.00248 (0.00191)	0.00440* (0.00231)	-0.00141 (0.000900)	-0.00172** (0.000793)	-0.00180** (0.000896)	-0.00342*** (0.000989)
ceoduality	-0.0425 (0.0552)	-0.0252 (0.0490)	-0.0114 (0.0557)	-0.0193 (0.0804)	-0.0564 (0.0895)	0.00659 (0.112)	-0.00922 (0.115)	0.205 (0.307)	-0.0559 (0.0721)	-0.0492 (0.0667)	-0.0277 (0.0700)	-0.0301 (0.0947)
ceo_tenure			0.000197 (0.00559)	0.00528 (0.00668)			0.0131** (0.00604)	0.0117 (0.00728)			-0.00666 (0.00598)	0.00439 (0.00686)
ceo_laurea			0.0977 (0.0795)				0.114 (0.0920)				0.0533 (0.0876)	
ceo_ingegnere				-0.132*** (0.0398)				-0.292*** (0.0717)				-0.198*** (0.0644)
lgr_sales	-0.0390 (0.0614)	-0.0647 (0.0793)	-0.0606 (0.0795)	-0.105 (0.0966)	0.222* (0.129)	0.226 (0.148)	0.242 (0.152)	0.130 (0.177)	-0.107 (0.0742)	-0.132 (0.105)	-0.122 (0.101)	-0.187 (0.139)
r_growth_sale		0.179 (0.150)	0.178 (0.151)	0.228 (0.199)		0.272** (0.123)	0.250* (0.124)	0.160 (0.141)		0.179 (0.191)	0.173 (0.191)	0.255 (0.246)
leverage	0.0405 (0.175)	-0.0492 (0.171)	-0.0401 (0.158)	-0.130 (0.201)	0.0851 (0.357)	-0.199 (0.288)	-0.180 (0.299)	-0.691 (0.422)	0.0739 (0.188)	0.0217 (0.185)	0.0580 (0.165)	-0.0635 (0.191)
divid_sales	0.0141** (0.00593)	0.0137** (0.00583)	0.0135** (0.00579)	0.0121** (0.00546)	0.0386** (0.0178)	0.0329 (0.0207)	0.0317 (0.0209)	0.0285 (0.0191)	0.0126*** (0.00473)	0.0131*** (0.00468)	0.0127*** (0.00464)	0.0116*** (0.00417)
board_size	0.00476 (0.0103)	0.000429 (0.0105)	-0.00315 (0.0101)	-0.00722 (0.0109)	0.0106 (0.0148)	0.0150 (0.0167)	0.0167 (0.0153)	0.0275 (0.0192)	0.0238 (0.0166)	0.0172 (0.0194)	0.0118 (0.0194)	0.0125 (0.0305)
Constant	1.970*** (0.715)	2.154** (0.932)	2.041** (0.922)	2.844** (1.163)	-1.747 (1.813)	-1.835 (2.014)	-2.247 (2.062)	-0.536 (2.546)	2.617*** (0.722)	2.759** (1.066)	2.668** (1.030)	3.635** (1.391)
Observations	871	792	771	771	258	239	238	238	613	553	533	533
R-squared	0.229	0.223	0.230	0.229	0.449	0.472	0.478	0.476	0.235	0.226	0.236	0.236
Number of nfirm	81	79	79	79	35	35	35	35	75	73	73	73
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## CONCLUSIONE

Il seguente lavoro di tesi può essere suddiviso in tre sezioni.

- Nella prima sezione si è cercato di fornire un quadro generale più completo possibile sul tema della **corporate governance** in cui si inserisce il ruolo del Consiglio di Amministrazione. L'analisi presentata ha mostrato come la struttura proprietaria (concentrata o diffusa), il grado di coinvolgimento dei membri familiari nell'organizzazione aziendale (impresa familiare o meno), il modello di governo adottato (monistico, dualistico, tradizionale), il contesto istituzionale e giuridico di un determinato Paese (*civil law* o *common law*), le caratteristiche normative e il grado di applicazione delle leggi (*enforcement*) sono strettamente connessi e influiscono sulla creazione di un buon sistema di governo delle imprese che massimizzi l'efficienza e generi un ambiente decisionale appropriato per determinare strategie e politiche aziendali di qualità e garantire *performance* aziendali migliori (Stiles e Taylor, 2001; Zattoni, 2006).

Mediante questa interessante panoramica di contesto si è dimostrato come gli obiettivi aziendali non possono prescindere dal connubio tra differenti meccanismi di *governance*, **interni ed esterni**, e come ciascuno di essi non è sufficiente da solo ad allineare gli interessi tra i vari attori coinvolti nel rapporto d'agenzia (principale e agente). Tra i meccanismi interni esistenti l'attenzione viene focalizzata sul ruolo cruciale del **Consiglio di Amministrazione** il quale rappresenta uno strumento fondamentale non solo per monitorare l'eventuale comportamento opportunistico dei *manager* a scapito degli azionisti e il rispetto delle leggi e delle normative, ma anche per garantire la diffusione delle informazioni all'interno della realtà aziendale, supportare le decisioni strategiche del *management* e gestire le relazioni tra la società e l'ambiente esterno.

In questi termini secondo un'ampia letteratura accademica la dimensione e **composizione** del Consiglio di Amministrazione potrebbe giocare un ruolo chiave nel fornire un vantaggio strategico importante rispetto alla concorrenza, influenzando conseguentemente il valore dell'impresa.

- Introducendo il seguente aspetto sulle caratteristiche dei membri del CdA è stato possibile concentrarsi sul tema centrale del seguente lavoro di tesi, ossia il valore derivante dall'eterogeneità all'interno del *board* e come questo si manifesta in un maggior livello innovativo e in *performance* economiche superiori.

Per poter analizzare gli effetti della **diversità** nella composizione del consiglio di amministrazione è stata effettuata in primis un'analisi sulle dimensioni tradizionali di diversità del CdA (CEO *duality*, percentuale di amministratori indipendenti e di *busy directors* e dimensione del *board*), successivamente è stata presentata un'analisi dettagliata sul genere in quanto rappresenta la principale forma di diversità

esistente nel *board* aziendale e la principale forma di disparità di condizioni economiche e sociali nel mondo del lavoro: è probabilmente per tale motivo che le politiche attive che hanno mostrato una maggior attenzione circa la tutela delle minoranze nei vari Paesi, si riferiscono prevalentemente alla diversità di genere. Tuttavia nell'analisi è stata anche inclusa una breve panoramica sulla diversità in termini di razza/nazionalità di provenienza, età e istruzione. Occorre infatti evidenziare che vari studiosi hanno notato che differenti tipologie di diversità generano diversi effetti sull'impresa: una singola dimensione non può essere generalizzata né può offrire un'interpretazione esaustiva dell'impatto della diversità sul valore aziendale (Hillman et al., 2002).

Analizzando il contenuto empirico esistente in **letteratura** a livello mondiale sul tema dell'eterogeneità nella composizione del CdA si è mostrata l'importanza di tale tema, evidenziando i principali argomenti a favore e a sfavore.

In generale nel corso degli anni la diversità all'interno del consiglio di amministrazione è stata percepita come un costo associato alle risorse umane da dover gestire, anziché un *asset* da promuovere. In particolare la diversità di genere e quella culturale non erano mai state considerate come dei fattori che potessero influire sulle *performance* aziendali (Robinson e Dechant, 1997). Oggi, invece si possono individuare varie evidenze che hanno mostrato come tali forme di diversità aggiungono valore all'impresa e contribuiscono a generare un vantaggio competitivo, permettendo di introdurre un cambiamento strategico ove necessario e la giusta flessibilità organizzativa, grazie ad un maggior coordinamento, interazione e comunicazione tra il gruppo di maggioranza e quelli di minoranza presenti nel CdA. Nonostante queste evidenze, tuttavia gli autori individuano risultati molto contrastanti tra di loro: alcuni studiosi hanno trovato una relazione negativa con le misure di *governance* e/o di *performance* aziendali; altri hanno messo in evidenza una relazione positiva; altri ancora non hanno trovato alcuna relazione statisticamente significativa. Dal punto di vista teorico i vari studi analizzati hanno fatto ricorso a differenti teorie economiche, sociali e psicologiche, sia ad un livello micro che macro<sup>208</sup>, mettendo in evidenza in primo luogo il fatto che nessuna delle teorie adottate è in grado di predire da sola la natura della relazione esistente tra la diversità del *board* e le *performance* aziendali (Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2010), ma è necessario un set di teorie multidisciplinari per avere indicazioni sulla complessa relazione tra la diversità del *board* e le *performance* aziendali. In secondo luogo pone l'accento sull'attenzione crescente che sta avendo il tema della diversità nel CdA con indagini in diverse direzioni.

---

<sup>208</sup> Ad esempio: Human Capital Theory, Resource Based-Viewn (livello individuale dei singoli membri); Social Identity Theory, Teoria del Tokenism (livello di CdA); Resource Dependency, Agency Theory (livello di impresa); Institutional Structures, Private vs Public initiatives (livello di settore e ambientale livello di settore e ambientale).

Al fine di poter comprendere le ragioni delle evidenze apparentemente contraddittorie e del motivo per cui nonostante i molteplici vantaggi evidenziati dalla diversità, la rappresentanza dei gruppi di minoranza all'interno dei CdA rimane molto scarsa e si osservano dei divari ancora significativi a svantaggio della figura femminile, è stata effettuata innanzitutto un'analisi del quadro storico, sociale e culturale del **mercato del lavoro** odierno, in secondo luogo sono state analizzate le caratteristiche del mercato italiano e più brevemente di quello europeo e statunitense. A tal proposito si è mostrata l'evoluzione nel tempo dei tassi di occupazione delle donne nel mercato del lavoro, la loro rappresentanza nei *board* aziendali e le varie iniziative e gli interventi legislativi da parte dei Governi volti a ridurre il *gender gap* esistente nel CdA delle imprese.

In conclusione le evidenze emerse nel seguente elaborato hanno mostrato che i risultati della letteratura che inizialmente sembravano essere **contrastanti** in quanto non giungono a risultati univoci, in realtà sottintendono vari aspetti interessanti che sono stati ricondotti ai punti di seguito presentati:

- **Metodologia di studio.** Innanzitutto occorre sottolineare che molti autori nei propri studi non affrontano mediante specifici modelli econometrici il problema dell'endogeneità (Hermalin e Weisbach, 1991 e 2000; Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2010) che emerge a causa di fattori non osservati e che possono influenzare l'analisi distorcendo i risultati (Baysinger e Butler, 1985; MacAvoy et al., 1983). Si tratta di un tema estremamente importante in quanto ad esempio se le evidenze empiriche mostrano una correlazione positiva tra la diversità nel CdA e le *performance* economiche dell'impresa, questo risultato potrebbe essere legato ai vantaggi individuati legati all'eterogeneità del *board* ma anche al semplice fatto che l'impresa è economicamente solida e di successo, da potersi dotare di risorse umane (e non) adeguate per incrementare ulteriormente le proprie *performance* aziendali. In altri termini i soddisfacenti risultati economici potrebbero permettere all'impresa di maturare una maggior sensibilità al concetto di diversità nel CdA, mostrandosi più aperta a soddisfare le richieste esterne di maggior eterogeneità nel *board*. D'altro canto le amministratrici (o una minoranza) potrebbero decidere di entrare a far parte del *board* di un'impresa proprio per le *performance* superiori già possedute (Farrell e Hersch, 2005) e per questa maggior attenzione ai temi della diversità. Quindi non è solo l'eterogeneità del CdA a influire sul valore dell'impresa, ma può anche essere vero il viceversa.

- **Equilibrio interno.** Oltre al discorso metodologico impiegato in letteratura, un altro aspetto importante su cui occorre focalizzare l'attenzione è che i risultati apparentemente contrastanti sono in realtà coerenti con l'idea che all'interno dell'impresa, la *corporate governance* rispecchia un **equilibrio** tra l'esigenza di innovazione, di *problem-solving* e la necessità di coerenza organizzativa (Adams et al., 2008). In altri termini introdurre nel CdA molteplici fattori di diversità induce ad avere differenti prospettive di analisi che non necessariamente si traducono a priori in una maggior efficienza, in quanto la diversità tra membri del *board* potrebbe essere marginale o portare anche a numerosi conflitti interni

che ostacolano e rallentano il raggiungimento degli obiettivi. Quindi sicuramente è desiderabile una giusta dose di varietà in modo da animare, stimolare il gruppo, far emergere spunti di discussione ed evitare il rischio di avere una prospettiva miope; allo stesso tempo è necessaria una base di similarità all'interno del CdA per promuovere la coerenza delle azioni in base agli obiettivi organizzativi da conseguire, ridurre i fattori di incertezza, favorire la coesione tra i membri e il raggiungimento di decisioni in maniera rapida ed efficiente: a tal proposito tutti i membri devono condividere dei valori comuni e delle regole aziendali specifiche.

Le seguenti considerazioni suggeriscono che non è la diversità in sé a generare beneficio per le imprese, ma è la capacità di **gestirla** adeguatamente e renderla un *asset* importante per le aziende e una strategia di *business* aziendale per ottenere un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.

In generale si può affermare che non esiste un unico modo di gestire la diversità all'interno del consiglio di amministrazione che sia corretta ed efficace per tutte le circostanze: la "formula" di impresa perfetta non esiste, in quanto ci sono molti fattori, interni ed esterni ad essa, che possono incidere sull'efficacia della *governance* aziendale e quindi sulle *performance* dell'impresa. Per contrastare questi fattori di incertezza la scelta della composizione dei membri del CdA rappresenta un aspetto strategico da valutare adeguatamente, in particolar modo nei settori contraddistinti da un carattere maggiormente innovativo e tecnologico.

- **Contingency theory.** Introducendo il tema della gestione della diversità e dell'importanza dei fattori esterni all'impresa, è opportuno evidenziare che ciascuno studio presente in letteratura deve essere inquadrato in un contesto regolamentare, macroeconomico e normativo differente<sup>209</sup>. Nell'analisi effettuata nel seguente elaborato si osserva che l'effetto dell'eterogeneità all'interno del CdA può dipendere da: il tipo di ambiente esterno (stabile o turbolento), il contesto legislativo del Paese (*common law* o *civil law*), la struttura proprietaria dell'impresa (concentrata o frammentata o a controllo familiare), la cultura aziendale (individualistica o collettivistica), ma anche il *background* storico, la geografia, il contesto istituzionale e tecnologico in cui l'impresa opera.

A tal proposito è importante che le imprese siano in grado di comprendere gli effetti derivanti dell'ambiente esterno<sup>210</sup> e cogliere le opportunità da essa derivanti. In termini generici si parla di *Contingency Theory* (Fiedler, 1967; Lawrence e Lorsch, 1967) secondo cui non solo i fattori temporali possono incidere sull'esito delle *performance*, ma anche il capitale umano: una data tipologia di *diversity* potrebbe essere importante per l'impresa in un determinato **contesto**, ma non esserlo più sotto altre

---

<sup>209</sup> Ad esempio la valutazione del ruolo e dell'impatto delle amministratrici nel CdA nel caso italiano deve essere inserita in un contesto di assetto proprietario diverso da quello anglosassone e statunitense, caratterizzati in prevalenza da società ad azionariato diffuso, senza un socio di maggioranza o un gruppo di controllo.

<sup>210</sup> Bourgeois (1980) distingue l'ambiente esterno in termini di:

- Oggetti: si riferisce ad entità come i consumatori, i fornitori, i concorrenti e i gruppi di regolatori del mercato. Porter (1980) definisce questi oggetti come forze competitive.
- Attributi: si riferiscono alla "natura o alle caratteristiche dell'ambiente esterno, come ad esempio: incertezza, instabilità, turbolenza, volatilità, complessità, insufficienza relativa delle risorse e ostilità" (Aldrich, 1979; Bourgeois, 1980; Dess and Beard, 1984; Duncan, 1972).

condizioni interne ed esterne (Carter, D'Souza, Simkins, Simpson, 2010). Ad esempio se si prende in considerazione la diversità culturale, essa è un'importante dimensione di diversità negli Stati Uniti, dove l'eterogeneità etnica sta subendo una forte crescita; il tema della diversità di genere invece è molto sentito in alcuni Paesi europei maggiormente attivi sui temi delle quote rose. Altre tipologie di diversità demografiche come la religione, l'età, la lingua parlata, l'istruzione potrebbero essere importanti in differenti contesti nazionali e culturali.

Ad oggi non si osservano ancora degli studi sistematici che abbiano analizzato il ruolo dell'ambiente esterno e gli aspetti contestuali in cui ciascuna dimensione di diversità può meglio influenzare le *performance* aziendali. In generale quindi sono limitati gli studi nella letteratura che nell'affrontare tale relazione, consapevoli del fatto che gli effetti *diretti* riscontrabili sono molto limitati (Miller e Triana, 2009), hanno fatto ricorso a "variabili di mediazione" che esplicano *come* e *quando* la diversità nel CdA, e più nello specifico quella di genere, impatta sulle *performance*.

Nel seguente elaborato si è deciso di affrontare questo aspetto relativo alla *contingency theory*, calando il tema dell'eterogeneità del consiglio di amministrazione all'interno del **contesto innovativo** aziendale: in altri termini si è cercato di comprendere se l'eterogeneità incide sul grado di innovazione dell'impresa e se si traduce in un maggior valore per gli azionisti e in *performance* economiche superiori. L'innovazione dell'impresa diventa quindi un fattore contingente chiave che influisce sulla relazione tra la diversità nel CdA e le *performance* aziendali. Nell'analisi della letteratura viene fornita una breve panoramica sulle diverse tipologie di innovazioni esistenti all'interno della realtà aziendale, ma il focus principale è sull'innovazione di prodotto e il contributo offerto dalla diversità di genere (con un accenno molto breve sulla diversità razziale). Per quanto riguarda invece lo studio empirico di questo tema verrà effettuata una sintesi nel punto successivo.

- La terza e ultima sezione dell'elaborato presenta il lavoro empirico oggetto della tesi effettuato su un campione di 122 imprese italiane quotate alla Borsa di Milano dal 2000 al 2014. È in questa ultima parte di analisi che si manifesta il contenuto più originale della tesi che si esplica nel tentativo di analizzare nel contesto italiano prevalentemente a gestione familiare il contributo offerto dalle amministratrici sul livello innovativo dell'impresa e sul valore economico che ne deriva.

L'analisi descrittiva del campione è volta in primis a indagare sulla composizione del consiglio di amministrazione e sulla rappresentanza delle donne nel CdA, sia effettuando un confronto pre e post riforma sulle quote rosa (legge "Golfo-Mosca", 120/2011) sia introducendo il fattore fondamentale della *family ownership*. In secondo luogo nella seguente analisi viene analizzato il tema dell'innovazione prima attraverso uno sguardo generale, in seguito mediante uno studio più approfondito che include la *corporate governance*, la diversità di genere e l'assetto proprietario di tipo familiare. Infine si conclude

questo primo studio del campione mediante l'analisi delle *performance* economiche: sono presentati i risultati nell'ambito dell'innovazione, della *corporate governance* e del contesto familiare.

Di seguito sono riassunti i risultati più interessanti emersi dall'analisi descrittiva.

- **Amministratrici nel CdA.** In media sull'intero campione la percentuale di donne subisce un incremento significativo a seguito della riforma sulle quote rosa (legge 120/2011). La stessa percentuale è superiore anche nelle imprese familiari se vengono confrontate con quelle non familiari.

Se si effettua un'analisi più approfondita sulle donne nel CdA<sup>211</sup> emerge che le amministratrici *non-family affiliated* nel board sono in percentuale superiore rispetto a quelle *family-affiliated* sia nelle imprese familiari che in quelle non familiari. Tuttavia come è ragionevole pensare, la percentuale di donne *family affiliated* è superiore nelle imprese familiari rispetto alla relativa percentuale nelle imprese non familiari e coerentemente a tale affermazione la percentuale di amministratrici prive di legami con l'azionista di maggioranza è inferiore nelle imprese familiari rispetto alla relativa percentuale nelle imprese non familiari<sup>212</sup>.

- **Innovazione.** Nelle imprese altamente innovative (cioè che effettuano domanda di deposito per almeno 4 brevetti all'anno), sebbene la percentuale di donne sia inferiore rispetto alle imprese non altamente innovative<sup>213</sup>, le amministratrici presenti sono nella maggior parte dei casi donne professioniste prive di legami familiari con la proprietà. Tali considerazioni si mantengono valide se si classificano le imprese familiari (e quelle manifatturiere) in imprese altamente innovative e non.
- **Performance.** Il valore della capitalizzazione di mercato, la Q di Tobin, il ROA (*Return on Asset*) il ROE (*Return on Equity*), il valore totale degli *asset* (*r\_tot\_asset*) e quello del fatturato (*r\_sales*) delle imprese altamente innovative sono superiori a quelli delle imprese "non altamente innovative".

Grazie a questa prima analisi del campione è stato possibile implementare i modelli econometrici che testano il tema centrale della tesi. Occorre infatti ricordare quanto detto precedentemente circa la scarsità di studi che hanno analizzato la relazione esistente tra la presenza di figure femminili nel CdA, l'innovazione e le *performance* economiche. Per tale ragione l'analisi descrittiva è stata fondamentale per impostare il lavoro successivo sui modelli di regressione. A tal proposito si è deciso nei vari modelli di includere *simultaneamente* alcune variabili di *governance* che secondo un'ampia letteratura sono

---

<sup>211</sup> Percentuali calcolate sul totale delle donne nel CdA (e non sulla dimensione del board) e solo nel caso in cui ci sia almeno una donna nel board.

<sup>212</sup> Se si effettua un'analisi pre riforma (anni 2008-2010 nel campione) e post riforma (anni 2012-2014) si osserva che a seguito dell'introduzione della legge la percentuale di donne *family-affiliated* è diminuita e che la percentuale di quelle non imparentate è aumentata (se si analizza anche l'assetto proprietario questa affermazione è valida solo tra le imprese familiari (nelle imprese non familiari non emerge una differenza statisticamente significativa prima e dopo la legge). Inoltre il fatto che la percentuale di amministratrici *non-family-affiliated* sia superiore rispetto a quella di donne *family-affiliated*, a prescindere dalla *family ownership* non è valido se si considerano le imprese familiari pre riforma in quanto non è significativo.

<sup>213</sup> Se si effettua un confronto pre e post riforma in quest'ultimo caso risulta che la percentuale di donne è superiore nelle imprese altamente innovative.

considerate più rilevanti. Inoltre si è ritenuto opportuno testare non solo il ruolo delle donne nel CdA ma anche quello delle donne non imparentate con la famiglia di controllo.

Nell'esaminare l'esistenza e l'entità della correlazione tra la percentuale di donne all'interno del consiglio di amministrazione e l'innovazione si sono impiegati due modelli differenti. Il primo esprime l'innovazione in termini di ammontare di brevetti <sup>214</sup>; il secondo in termini di probabilità binaria che il numero di brevetti depositati dall'impresa sia almeno pari a quattro, in altri termini che l'impresa sia definita "altamente innovativa. Per quanto riguarda l'impatto delle amministratrici sulle *performance* sono stati presi in considerazione una misura contabile e una di mercato.

Complessivamente i risultati più significativi ottenuti sono riportati di seguito.

- **Innovazione.** Se si analizza il modello che conteggia il numero di brevetti emerge che né la percentuale di donne né quella di donne *non-family affiliated* è correlata in maniera significativa con l'innovazione. Mentre se si esprime l'innovazione in termini di probabilità si osserva che le donne *non-family affiliated* incidono positivamente sull'innovazione.

In generale un ulteriore aspetto interessante che si osserva è che la CEO *duality* e la dimensione del *board* (quest'ultimo è significativo solo se l'innovazione è espressa come ammontare di brevetti) sono correlate in maniera positiva e significativa con il numero di brevetti dell'impresa.

Infine emerge che la *family ownership* incide positivamente e in maniera significativa sull'innovazione solamente nel modello probabilistico.

- **Performance.** Tutti i modelli che analizzano le *performance* mostrano che in media la percentuale di donne nel *board* non influisce sulle *performance* dell'impresa (ROA e Q di Tobin). Tale risultato non è sorprendente viste le evidenze di un'ampia letteratura accademica che tratta il tema della *gender diversity* nel CdA. Per tale motivo al fine di investigare in maniera più approfondita sul tema, si è cercato di comprendere se il ruolo delle donne fosse rilevante in specifiche condizioni. Più precisamente si è suddiviso il campione in "imprese altamente innovative" e "imprese non altamente innovative". I risultati hanno mostrato che il valore derivante dalla presenza di figure femminili nel CdA dipende dall'importanza delle attività innovative nella strategia aziendale: nelle imprese in cui l'innovazione è un fattore determinante per la crescita dell'impresa i consiglieri di sesso femminile offrono un contributo positivo incrementando le *performance* economiche dell'impresa.

In conclusione occorre sottolineare che nonostante l'analisi empirica condotta nel seguente lavoro di tesi abbia trattato il tema della *gender diversity* con un certo grado di dettaglio, sicuramente non è esaustiva e necessita di ulteriori **sviluppi futuri**. Innanzitutto sebbene l'Italia offra un contesto appropriato per l'analisi, non è garantito il raggiungimento degli stessi risultati in un altro Paese, specialmente in quelli di

---

<sup>214</sup> Si intende il numero di brevetti per cui l'impresa ha effettuato domanda di deposito in un dato anno di riferimento.

un sistema legale differente dal *civil law* o caratterizzati da una struttura proprietaria di tipo non familiare. Sarebbe dunque opportuno poter effettuare un confronto tra campioni di nazioni differenti.

Per quanto riguarda la *corporate governance* sarebbe interessante analizzare le altre dimensioni demografiche che sono state trascurate (in particolar modo quella relativa all'etnia e la nazionalità di provenienza) e quelle legate ad aspetti meno visibili della diversità (religione, istruzione...) in modo da comprendere le differenze e quale genera un impatto maggiore sulle *performance* aziendali e sul grado di innovazione dell'impresa.

In riferimento all'innovazione si potrebbe estendere la raccolta dati alle informazioni sulla spesa in R&S delle imprese in modo da poter analizzare e confrontare le misure di output e quelli di input, sia a livello di impresa che di settore industriale. A tal proposito il settore è un aspetto importante da tenere in considerazione in quanto secondo la letteratura alcuni settori sono più tecnologici di altri e quindi la propensione a innovare è superiore.

Un'ulteriore analisi sicuramente interessante potrebbe essere quella di estendere il perimetro del database inserendo anche imprese di recente costituzione, come ad esempio start-up, che indubbiamente presentano caratteristiche completamente differenti dalle imprese quotate, ma il loro contributo in termini di eterogeneità sarebbe significativo.

Infine dal punto di vista metodologico un aspetto importante da considerare è relativo al problema dell'endogeneità, ossia dei fattori omessi relativi alle caratteristiche inosservabili dell'impresa e che possono influenzare la nomina delle amministratrici e in generale dare origine a risultati non robusti (Tenuta e Cambrea, 2016). Coerentemente con l'ampia letteratura non è stato implementato un modello specifico che trattasse di questo aspetto, ma in generale questi fattori sono stati inglobati negli effetti fissi dei modelli *panel*. Tuttavia sarebbe interessante poter analizzare l'effetto di alcune di queste determinanti come ad esempio la cultura aziendale che risulta fondamentale (Adamas e Ferreira et al., 200; Magda Bianco et al., 2015): sicuramente imprese più progressiste avranno una miglior *governance* che conduce ad una maggior attenzione ai temi di *Corporate Social Responsibility* (CSR) e alla diversità interna.

## ALLEGATI

Allegato 1: Caratteristiche del board dal 2000 al 2014

Variabile	Statistica	CARATTERISTICHE DEL BOARD															
		Totale	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Board size</b>	Obs	1393	63	74	85	96	100	102	109	107	105	99	97	92	90	89	85
	Mean	9.724336	8.492063	8.608108	8.694118	9.09375	9.54	9.901961	10.10092	10.06542	10.07619	10.12121	10.16495	10.1413	10.1	10.02247	9.882353
	St. dev	3.107063	2.734918	2.827543	2.721272	3.09185	3.003096	3.097459	3.225893	3.201624	3.152213	3.366318	3.194006	3.178159	3.105088	3.096837	2.687767
	Min	3	5	5	4	5	5	5	5	5	5	4	4	3	4	3	5
	Max	22	16	17	17	22	20	20	21	21	20	20	21	20	20	20	20
<b>% Women</b>	Obs	1393	63	74	85	96	100	102	109	107	105	99	97	92	90	89	85
	Mean	8.022426	7.565238	7.076216	6.669176	5.792812	5.7245	6.17049	6.169816	6.113458	6.139809	6.137071	6.722371	7.214674	9.837667	14.60573	20.82518
	St. dev	9.584934	9.875153	9.42669	9.237851	8.513608	7.650357	8.418679	7.906017	7.948679	7.809926	7.760602	8.081961	8.579528	8.654065	11.23037	11.19611
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	57.14	40	40	40	33.33	28.57	28.57	28.57	28.57	30.77	28.57	28.57	33.33	28.57	44.44	57.14
<b>% Men</b>	Obs	1393	63	74	85	96	100	102	109	107	105	99	97	92	90	89	85
	Mean	91.97757	92.43476	92.92378	93.33082	94.20719	94.2755	93.82951	93.83018	93.88654	93.86019	93.86293	93.27763	92.78533	90.16233	85.39427	79.17482
	St. dev	9.584935	9.875154	9.42669	9.237851	8.513608	7.650357	8.418679	7.906017	7.94868	7.809926	7.760602	8.081961	8.579528	8.654065	11.23037	11.19611
	Min	42.86	60	60	60	66.67	71.43	71.43	71.43	71.43	69.23	71.43	71.43	66.67	71.43	55.56	42.86
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>% Imprese con almeno 20% donne</b>	Obs	1393	63	74	85	96	100	102	109	107	105	99	97	92	90	89	85
	Mean	16.72649	15.87302	14.86486	12.94118	11.45833	7	11.76471	9.174312	10.28037	9.52381	10.10101	10.30928	10.86957	18.88889	39.32584	68.23529
	St. dev	37.33462	36.83594	35.81701	33.76472	32.01905	25.64324	32.37808	28.99963	30.51316	29.49514	30.28757	30.56597	31.29625	39.36132	49.1241	46.83244
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>% Imprese con almeno 30% donne</b>	Obs	1393	63	74	85	96	100	102	109	107	105	99	97	92	90	89	85
	Mean	2.01005	3.174603	1.351351	1.176471	1.041667	0	0	0	0	0.952381	0	0	1.086957	0	5.617978	18.82353
	St. dev	14.03945	17.67314	11.62476	10.84652	10.20621	0	0	0	0	9.759001	0	0	10.42572	0	23.15732	39.32198
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	0	0	0	0	100	0	0	100	0	100	100

Allegato 2: Composizione del board dal 2003 al 2014

		CARATTERISTICHE DEL BOARD															
		2003			2004			2005			2006			2007			
Variabile	Statistica	Total sample	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men
% Non executive	Obs	1167	95	96	95	99	100	99	101	102	101	108	109	108	107	107	107
	Mean	68.29042	66.5744	3.833191	62.80612	67.48639	3.776148	63.87412	67.87148	4.233151	63.79443	66.33857	4.090303	62.39558	66.91858	3.990865	62.92771
	St. dev	16.79942	18.05418	7.240387	19.05899	18.0673	7.10284	19.1355	17.66189	7.574378	19.1776	17.44533	6.868311	18.00851	18.16733	6.671146	18.16492
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	94.12	93.75	28.57	93.75	94.12	28.57	93.33	94.12	28.57	93.33	94.12	28.57	93.33	94.12	28.57	93.33
% Executive	Obs	1167	95	95	95	99	99	99	101	101	101	108	108	108	107	107	107
	Mean	31.70958	33.4256	1.980444	31.44516	32.51361	1.96813	30.54548	32.12852	1.956731	30.17179	33.66143	2.099087	31.56235	33.08142	2.122818	30.9586
	St. dev	16.79942	18.05418	4.760137	16.46493	18.0673	4.631461	16.26368	17.66189	4.680137	16.2597	17.44533	4.687072	15.93693	18.16733	4.748922	16.25823
	Min	5.88	6.25	0	0	5.88	0	0	5.88	0	0	5.88	0	0	5.88	0	0
	Max	100	100	20	85.71	100	16.67	85.71	100	20	85.71	100	16.67	83.33	100	20	80
% Independent	Obs	1159	94	95	94	98	98	97	100	100	99	107	108	107	105	106	105
	Mean	41.62174	37.06671	0.4040404	36.65837	40.05565	0.4895898	39.73139	40.46394	0.479798	40.15035	39.10924	0.7496259	38.3526	39.53024	0.8069892	38.71557
	St. dev	17.93514	18.76616	2.35465	18.4993	19.31642	2.453371	18.97755	18.82057	2.429439	18.45064	19.18212	2.784469	18.57695	17.27208	2.821044	16.49633
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	93.33	92.31	18.18	92.31	92.31	16.67	92.31	92.31	16.67	92.31	93.33	16.67	93.33	88.89	15.38	83.33
% Busy directors	Obs	1026	69	86	69	75	91	75	81	94	81	90	102	90	93	102	93
	Mean	54.6766	54.85443	1.316521	53.46516	54.27558	1.528719	52.5874	55.03683	1.374775	53.59574	57.59014	1.991087	55.33357	55.15754	2.30125	52.63358
	St. dev	28.93626	29.56195	4.095128	29.30827	29.46589	4.566702	28.77581	29.2435	3.703106	28.29818	29.69127	4.416539	28.07344	29.10994	4.796327	27.34889
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	28.57	100	100	28.57	100	100	18.18	100	100	20	100	100	23.08	100

		COMPOSIZIONE DEL BOARD														
		2008			2009			2010			2011			2012		
Variabile	Statistica	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men	Totale	Women	Men
% Non executive	Obs	105	105	105	99	99	99	97	97	97	92	92	92	90	90	90
	Mean	67.79117	3.79272	63.99845	68.45636	3.829504	64.62685	69.53833	4.377393	65.16093	69.35192	4.724376	64.62754	69.67819	7.134054	62.54414
	St. dev	17.52748	6.460589	17.64286	15.65584	6.366402	16.11787	15.60797	6.540645	15.37743	16.08655	6.881929	15.64194	15.54504	8.041313	14.52631
	Min	0	0	0	27.27	0	25	27.27	0	27.27	20	0	20	20	0	20
	Max	94.12	30.77	93.33	93.33	8.57	93.33	93.33	28.57	93.33	93.33	28.57	93.33	93.33	28.57	92.31
% Executive	Obs	105	105	105	99	99	99	97	97	97	92	92	92	90	90	90
	Mean	32.20883	2.347304	29.86153	31.54364	2.307549	29.23609	30.46167	2.345384	28.11629	30.64808	2.490668	28.15741	30.32181	2.704129	27.61768
	St. dev	17.52748	5.111004	15.45742	15.65584	5.087418	14.02314	15.60797	5.123807	13.63169	16.08655	5.440019	13.33158	15.54504	5.50924	13.05564
	Min	5.88	0	0	6.67	0	6.67	6.67	0	6.67	6.67	0	6.67	6.67	0	6.67
	Max	100	22.22	80	72.72	22.22	63.64	72.73	22.22	63.64	80	22.22	63.64	80	22.22	63.64
% Independent	Obs	103	104	103	99	99	99	97	97	97	92	92	92	90	89	89
	Mean	40.54736	0.811625	39.72785	42.51481	1.283112	41.2317	42.23847	1.786764	40.45171	43.84149	2.344196	41.4973	44.21743	4.428886	39.78599
	St. dev	17.149	2.829652	16.25736	17.48138	3.512823	16.45587	16.04478	4.322171	15.23127	16.95316	5.135437	16.49371	17.03934	6.995788	16.74455
	Min	0	0	0	14.29	0	14.29	14.29	0	14.29	14.29	0	0	14.29	0	11.11
	Max	88.89	15.38	83.33	90	15.38	83.33	90	22.22	83.33	90	28.58	83.33	90	28.58	79.99
% Busy directors	Obs	95	101	95	93	98	93	90	96	90	87	91	87	86	88	86
	Mean	55.98541	2.385459	53.44929	56.18181	2.567243	53.47654	54.72756	2.585245	51.96997	52.84517	3.116194	49.5857	53.81869	4.592551	49.11934
	St. dev	28.73405	5.082097	26.96294	27.72337	5.666487	26.06811	27.39856	5.353302	26.07778	28.34496	6.35435	26.51081	29.30841	7.216645	26.49338
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	28.57	100	100	28.57	100	100	28.57	100	100	33.33	100	100	28.57	100

Allegato 2: Composizione del board dal 2003 al 2014

		COMPOSIZIONE DEL BOARD					
		2013			2014		
		Totale	Women	Men	Totale	Women	Men
<b>% Non executive</b>	Obs	89	89	89	85	85	85
	Mean	69.49421	11.66038	57.83383	70.97011	17.51284	53.45726
	St. dev	15.68682	11.49468	16.10398	15.21973	12.21215	14.63733
	Min	20	0	20	20	0	20
	Max	93.33	44.44	90.91	92.86	44.44	91.91
<b>% Executive</b>	Obs	89	89	89	85	85	85
	Mean	30.50579	2.945924	27.55987	29.02989	3.3132	25.71669
	St. dev	15.68682	5.997561	12.91799	15.21973	6.134082	12.46571
	Min	6.67	0	6.67	7.14	0	7.14
	Max	80	22.22	63.64	80	22.22	60
<b>% Indipendent</b>	Obs	89	88	88	85	85	85
	Mean	44.5293	7.35965	37.04435	46.93589	12.85516	34.08072
	St. dev	17.10459	9.613845	17.21837	18.3048	11.75963	15.45425
	Min	18.18	0	0	16.67	0	0
	Max	90	40	79.99	90	44.44	79.99
<b>% Busy directors</b>	Obs	85	86	85	82	84	82
	Mean	52.90024	6.026396	46.80295	52.19951	8.864855	43.11844
	St. dev	30.71559	8.311989	26.72305	29.59185	9.121503	26.23098
	Min	0	0	0	0	0	0
	Max	100	33.33	100	100	33.33	100

Allegato 3: Cariche al vertice dell'impresa dal 2000 al 2014

		CARICHE AL VERTICE DELL'IMPRESA															
Variabile	Statistica	Totale	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
% Ceo women	Obs	1388	63	74	85	96	99	101	109	107	105	99	97	91	89	88	85
	Mean	4.610951	6.349206	8.108108	8.235294	6.25	5.050505	3.960396	3.669725	3.738318	3.809524	4.040404	3.092784	3.296703	3.370787	3.409091	4.705882
	St. dev	20.97978	24.58045	27.48228	27.65332	24.33321	22.00991	19.59996	18.88859	19.05916	19.23443	19.7907	17.40216	17.95395	18.14987	18.25026	21.30215
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
% Presidente women	Obs	1388	63	74	85	96	99	101	109	107	105	99	97	91	89	88	85
	Mean	3.746398	4.761905	5.405405	3.529412	3.125	3.030303	2.970297	2.752294	2.803738	2.857143	3.030303	4.123711	4.395604	3.370787	3.409091	8.235294
	St. dev	18.99643	21.46694	22.76679	18.56173	17.4906	17.22922	17.06133	16.43571	16.58565	16.73977	17.22922	19.98711	20.61331	18.14987	18.25026	27.65332
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
% Ceo duality	Obs	1378	62	72	82	94	98	100	108	106	105	99	96	92	90	89	85
	Mean	33.09144	43.54839	43.05556	41.46341	39.3617	30.61224	29	29.62963	30.18868	29.52381	30.30303	29.16667	31.52174	31.11111	34.83146	31.76471
	St. dev	47.07131	49.98678	49.86288	49.56906	49.11712	46.32508	45.6048	45.87521	46.12573	45.83375	46.1907	45.69157	46.71482	46.55417	47.91357	46.83244
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
% Ceo duality women	Obs	1389	63	74	85	96	99	101	109	107	105	99	97	91	90	88	85
	Mean	0.7199424	1.587302	1.351351	1.176471	1.041667	1.010101	0.990099	0.9174312	0.9345794	0.952381	1.010101	0	0	0	0	0
	St. dev	8.457388	12.59882	11.62476	10.84652	10.20621	10.05038	9.950372	9.578263	9.667365	9.759001	10.05038	0	0	0	0	0
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	0	0	0	0	0
% Vice Presidente	Obs	1376	62	73	83	94	98	100	108	106	104	99	96	91	89	88	85
	Mean	55.81395	54.83871	53.42466	54.21687	56.38298	57.14286	55	53.7037	53.77358	56.73077	56.56566	58.33333	58.24176	53.93258	55.68182	58.82353
	St. dev	49.67888	50.17157	50.22779	50.12473	49.85681	49.7416	50	50.0951	50.09425	49.78482	49.8193	49.55946	49.58928	50.12752	49.9608	49.50738
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
% Vice Presidente women	Obs	1382	63	74	84	95	98	100	108	106	105	99	97	91	89	88	85
	Mean	8.755427	6.349206	8.108108	7.142857	7.368421	7.142857	7	7.407407	7.54717	8.571429	8.080808	9.278351	9.89011	11.23596	12.5	14.11765
	St. dev	28.27479	24.58045	27.48228	25.90862	26.26423	25.88635	25.64324	26.31123	26.54058	28.12843	27.39271	29.1636	30.01831	31.75976	33.26142	35.027
	Min	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Max	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

### FONTI BIBLIOGRAFICHE

- Adams Renée B., Daniel Ferreira, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, Journal of Financial Economics 94 (2009) 291–309.
- Aghion P., Van Reenen, J., Zingales, L., 2013. *Innovation and institutional ownership*. Am. Econ. Rev. 103, 277-304.
- Antonelli G., Riviaccio G., Moschera L., *Caratteristiche dei consigli di amministrazione e performance delle società quotate in borsa: un'analisi per cluster*, 2013.
- Antonio Gambaro, Rodolfo Sacco, Trattato di Diritto Comparato diretto da Rodolfo sacco, Sistemi Giuridici Comparati, Terza Edizione, UTET Giuridica.
- Baysinger B. D., Kosnik R. D. and Turk T. A. (1991). *Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy*. Academy of Management Journal, 34, 205–14.
- Berle A. A., Means G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers.
- Campbell K., Minguez-Vera A., *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance*, Journal of Business Ethics (2008) 83:435-451.
- Carter David A., Frank D'Souza, Simkins Betty J., Simpson W. G., *The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial performance*, Corporate governance: An International Review, 2010, 18 (5): 396-414.
- Carter David A., Simkins Betty J., Simpson W. G., *Corporate governance, Board Diversity, and Firm value*, The Financial Review 38 (2003) 33—53.
- Celia Huber and Sara O'Rourke, *How to accelerate gender diversity on boards*, Mckinsey&Company, gennaio 2017.
- Chatman J. A., Polzer J. T., Barsade S. G., Neale M. A., *Being Different Yet Feeling Similar: The Influence of Demographic Composition and Organizational Culture on Work Processes and Outcomes*, 1988.
- Custódio C., Ferreira A., Matos P., *Do Managerial Skills Spur Innovation?*, Management Science (2017).
- Cox T.H., S. Blake, 1991. *Managing cultural diversity: Implications for organizational competitiveness*, Academy of Management Executive 5, 45–56.
- Codice di Autodisciplina Edizione 2011, art. 1, principio 1.P.2.
- Commissione Europea, "Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del consiglio riguardante il miglioramenyo dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in Borsa e relative misure", Bruxelles, 2012.

- Confindustria, “Risposta alla Consultazione della Commissione Europea sull’equilibrio di genere nei consigli di amministrazione dell’Unione”, 28 maggio 2012.
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2012.*  
<http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2012.pdf/07e4c00b-5000-4952-94d6-6c0bfbd411ef>
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2013.*  
<http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2013.pdf/bfc94b6b-c44e-4468-95ec-fa18ee26cae1>
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2014.*  
<http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2014.pdf/6e0800af-dd08-4bcc-8728-170bb9a314ff>
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2015.*  
<http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2015.pdf/5617379f-d020-4c56a75a-d75faf5cfb9b>
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2016.*  
<http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2016.pdf/760818e1-cfe5-4006-8c0d-599c2952e4f0>
- Consob, *Rapporto sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2017.*  
<http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2017.pdf/7846a42b-1688-4f45-8437-40aceaa2b0e3>
- Consorzio interuniversitario AlmaLaurea, “Rapporto 2016, XVIII Indagine condizione occupazionale dei Laureati”.  
[http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/report\\_xviii\\_rapporto\\_condizioneoccupazionale\\_definitivo.pdf](http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/report_xviii_rapporto_condizioneoccupazionale_definitivo.pdf)  
[http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/almalaurea\\_condizione\\_occupazionale\\_indagine\\_2015.pdf](http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione14/almalaurea_condizione_occupazionale_indagine_2015.pdf)
- Consorzio interuniversitario AlmaLaurea, “Rapporto 2017, XIX Indagine condizione occupazionale dei Laureati”.  
[http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione15/sintesi\\_occupazione\\_laureati2017\\_def.pdf](http://www.almalaurea.it/sites/almalaurea.it/files/docs/universita/occupazione/occupazione15/sintesi_occupazione_laureati2017_def.pdf)
- Credit Suisse Reserch Institute, *The CS Gender 3000: The Reward for Change*, September 2016  
<https://glg.it/assets/docs/csri-gender-3000.pdf>
- Daniela Del Boca e Paola Profeta, *Donne e lavoro: le quote di genere due anni dopo*, Il Fatto Quotidiano, 26 novembre 2013.
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico della Finanza, Art. 147
- Cláudia Custódio, Miguel A. Ferreira, Pedro Matosc, *Do General Managerial Skills Spur Innovation?*, 2017.
- *Enrico Franceschini, Quote rose al top in Norvegia, il Giappone è maglia nera, La Repubblica (13 gennaio 2015).*

[http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote\\_rosa\\_classifica-104864138/](http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote_rosa_classifica-104864138/)

- European commission (2012), *Women in Economic Decision-Making in the EU: Progress Report*, 2020.
- European commission (2017), *Report on equality between women and men in the EU*.
- Fabrizio Rossi, Richard J Cebula, James R Barth, *Female Representation in the Boardroom and Firm Debt: Empirical Evidence from Italy*.
- Fabrice Galia e Emmanuel Zenou, *Does board diversity influence innovation? The impact of gender and age diversity on innovation types*, 2013.
- Frijns Bart, Olga Dodd, Helena Cimerova, *The Impact of Cultural Diversity In Corporate Boards on Firm Performance*, 2016.
- G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta, C. Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, Dondena Working Papers No. 92, 2016.
- Gastone Cottino, *Lineamenti di diritto commerciale*, Zanichelli Editore.
- Hall, B., Jaffe, A., Trajtenberg, M., 2005. *Market value and patent citations*. RAND J. Econ. 36, 16-38.
- Helena Lopes, *Agency Theory and Social Interactions at Work*, Review of Social Economy, 2016, VOL. 74, NO. 4, 349–36.
- Hermalin, Weisbach, *The Efforts of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, 1991.
- Hillman A. J., Cannella Jr. A. A., Harris I. C., *Women and Racial Minorities in The Boardroom: How Do Directors Differ?*, Journal of Management 2002, 28 (6), 747-763.
- Istituto culturale di ricerca (centro documentazione donna Modena), *Le donne nel mercato del lavoro oggi. Dal soffitto di cristallo alle sabbie mobili*.
- Jie Chen, Woon Sau Leung, Kevin P. Evans, *Boad Gender Diversity, Innovation and Firm Performannc*, 2015.
- Jie Chen, Woon Sau Leung, Wei Song, Marc Goergen, *Why Board Gender Diversity Matters: The Role of Female Directors in Reining in Male CEO Overconfidence*, (2016).
- “La Legge 120/2011 Golfo-Mosca sulle “quote rosa”: effetti e conseguenze”, di Romina Guglielmetti, Partner di Santa Maria, Studio Legale Associato, Membro dell’Advisory Board di PWA Ready for the Board Women (7 marzo 2012).  
<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatoImpresa/2012/03/la-legge-1202011-golfo-mosca-sulle-quote-rosa-effetti-e-conseguenze.php>
- Linda Laura Sabbadin, “La crisi allarga il divario tra donne del Nord e del Sud. Nel Mezzogiorno le lavoratrici più precarie e a basso reddito”, 06 marzo 2017.  
<http://www.lastampa.it/2017/03/06/societa/e-sempre-l-8-marzo/la-crisi-allarga-il-divario-tra-donne-del-nord-e-del-sud-gnObUI9IPx6RM7KmkhwoVL/pagina.html>

- La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517.
- La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 3-27.
- Magda Bianco, Angela Ciavarella, and Rossella Signoretti, *Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections*. *Corporate governance: An International Review*, 2015, 129–144.
- Mairesse J., Mohnen P., *The Importance of R&D for Innovations: A Reassessment Using French Survey Data*, *Journal of Technology Transfer*, 30 1/2, 183-197, 2005.
- Maria Grazia De Angelis, *Donne al vertice e successo d'impresa - Il "D factor": più profitti e meno rischio per le imprese guidate dalle donne*
- Maria Silvia Sacchi, *Donne e CdA: il record in Europa Italia quarta al mondo*, *Corriere della Sera*, 22 settembre 2016.
- Mita Marra, *Donne e potere: valutare la presenza femminile nei CdA*, *Associazione Italiana di Valutazione*.
- Monica D'Ascenzo, *Presidenti e amministratori delegati donna sotto al 7% fra le quotate*, *Il Sole 24 ore*, 08 marzo 2016.
- Miller T., Triana M. D. C., 2009. *Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-firm performance relationship*. *J. Manag. Stud.* 46, 755-786.
- Morbey G. K., *R&D: It's Relationship to Company Performance*, 1988.
- Nicholas van der Walt, Coral Ingley, *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*, *Corporate governance, an International Review* 2003, Volume 11, 218–234.
- Østergaard C. R., Timmermans B., Kristinsson K., *Does a different view create something new? The effect of employee diversity on innovation*, *Research Policy* 40(2011) 500-509.
- Peterson, C. A., Philpot, J., & O'Shaughnessy, K. C. 2007. *African-American diversity in the boardrooms of the US Fortune 500: Director presence, expertise and committee membership*. *Corporate governance: An International Review*, 15: 558–575.
- Relazione annuale sulla adesione alle raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina delle Società quotate. (Sez. IA.2.14 delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.).
- Report 2016, *2020 Women on Boards Gender Diversity Index 2011–2016*. Progress of Women Corporate Directors by Company Size, State and Sector [https://www.2020wob.com/sites/default/files/2016\\_GDI\\_Report\\_Final.pdf](https://www.2020wob.com/sites/default/files/2016_GDI_Report_Final.pdf)

- Report 2017, *2020 Women on Boards Gender Diversity Index 2011–2017*. Progress of Women Corporate Directors by Company Size, State and Sector  
[https://www.2020wob.com/sites/default/files/2020WOB\\_GDI\\_Report\\_2017\\_FINAL.pdf](https://www.2020wob.com/sites/default/files/2020WOB_GDI_Report_2017_FINAL.pdf)
- Richard Orlando C., Murthi B. P. S., Ismail K., *The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: the moderating role of environmental context*, *Strategic Management Journal* 28: 1213-1233 (2007).
- Richard Orlando C., *Racial Diversity, Business Strategy, And Firm Performance: Resource-Based View*, *Academy of Management Journal* 2000, vol. 43, no. 2, 164-177.
- Robinson G., Dechant K., *Building a business case for diversity*, *Academy of Management Executive*, 1997 Vol. 11 No. 3.
- Rubino F. E., P. Tenuta, D. R. Cambrea, *“Board characteristics effects on performance in family and non-family business: a multi-theoretical approach”*, 2016.
- Sandrine Devillard, Sandra Sancier-Sultan, & Charlotte Werner, *Why gender diversity at the top remains a challenge*, *MCKINSEY QUARTERLY* (Apr. 2014).  
[http://www.mckinsey.com/insights/organization/why\\_gender\\_diversity\\_at\\_the\\_top\\_remains\\_a\\_challenge](http://www.mckinsey.com/insights/organization/why_gender_diversity_at_the_top_remains_a_challenge).
- Siaiful Baharee Jaafaar, *Board diversity in family firms*, 2016.
- Silvio M. Brondoni, *Market-Driven Management, spazio competitivo ed economia d’impresa globale*.
- *Solo il 4 per cento delle più grandi aziende d’Europa è guidato da donne*, *TPI News*, 28 settembre 2016.  
<https://www.tpi.it/2016/09/28/4-per-cento-aziende-europa-guidato-da-donne/#r>
- Terjesen S., Sealy R., Val Singh, *Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda*. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(3): 320-337
- Torchia M., Calabrò A., Huse M., *Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass*, *Journal of Business Ethics* (2011) 102:299–317.
- *Why Gender Diversity Matters, 2020 WOMEN ON BOARDS*.  
[https://www.2020wob.com/sites/default/files/2016\\_GDI\\_Report\\_Final.pdf](https://www.2020wob.com/sites/default/files/2016_GDI_Report_Final.pdf)
- Winters Tyler, Jacobs-Sharma, Madhuri, *Gender Diversity on Corporate Boards: The Competing Perspectives in the U.S. and the EU* (2016), *Comparative Corporate governance and Financial Regulation*. Paper 13.
- World Economic Forum (2014), *The Global Gender Gap Report*.  
[http://www3.weforum.org/docs/GGGR14/GGGR\\_CompleteReport\\_2014.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GGGR14/GGGR_CompleteReport_2014.pdf)
- World Economic Forum (2016), *The Global Gender Gap Report*.  
[http://www3.weforum.org/docs/GGGR16/WEF\\_Global\\_Gender\\_Gap\\_Report\\_2016.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GGGR16/WEF_Global_Gender_Gap_Report_2016.pdf)

- World Economic Forum (2017), The Global Gender Gap Report  
[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GGGR\\_2017.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2017.pdf)

## **FONTI SITOGRAFICHE**

### **www.borsaitaliana.it**

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?target=DocViewerDownload&filename=corporgo%2Fnew%2F9700.pdf>

<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/documenti.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/listino-a-z.html?initial=M>

<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/relazionecomitato2015.pdf>

### **www.consob.it**

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/rcg2016>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>

### **www.bancaditalia.it**

<https://www.bancaditalia.it/dotAsset/d6e3a713-c83d-47d4-a991-8fc30aea48ab.pdf>

### **www.istat.it**

[http://search.istat.it/search?q=tassi+occupazione+femminile&output=xml\\_no\\_dtd&client=istat\\_fe\\_obx2&proxystylesheet=istat\\_fe\\_obx2&sort=date%253AD%253AL%253Ad1&oe=UTF-8&ie=UTF-8&ud=1&exclude\\_apps=1&site=istat\\_it&submit.x=0&submit.y=0](http://search.istat.it/search?q=tassi+occupazione+femminile&output=xml_no_dtd&client=istat_fe_obx2&proxystylesheet=istat_fe_obx2&sort=date%253AD%253AL%253Ad1&oe=UTF-8&ie=UTF-8&ud=1&exclude_apps=1&site=istat_it&submit.x=0&submit.y=0)

[http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCV\\_TAXOCCU1](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCV_TAXOCCU1)

### **www.almalaurea.it**

<http://www.almalaurea.it/universita/occupazione>

### **www.corriere.it**

[http://www.corriere.it/economia/16\\_settembre\\_22/donne-CdA-record-europa-italia-quarta-mondo-4b03302e-80b3-11e6-8c4f-1739fe9f1372.shtml](http://www.corriere.it/economia/16_settembre_22/donne-CdA-record-europa-italia-quarta-mondo-4b03302e-80b3-11e6-8c4f-1739fe9f1372.shtml)

### **www.lastampa.it**

<http://www.lastampa.it/2017/03/06/societa/e-sempre-l-8-marzo/la-crisi-allarga-il-divario-tra-donne-del-nord-e-del-sud-gnObUI9IPx6RM7KmkhwoVL/pagina.html>

**www.ilfattoquotidiano.it**

<http://www.ilfattoquotidiano.it/2013/11/26/donne-e-lavoro-le-quote-di-genere-due-anni-dopo/791621/>

**www.repubblica.it**

[http://www.repubblica.it/economia/2016/09/22/news/le\\_aziende\\_con\\_donne\\_al\\_vertice\\_fanno\\_piu\\_utili-148330155/](http://www.repubblica.it/economia/2016/09/22/news/le_aziende_con_donne_al_vertice_fanno_piu_utili-148330155/)

[http://www.repubblica.it/economia/2016/10/02/news/le\\_donne\\_top\\_manager\\_aumentano\\_ma\\_restano\\_una\\_rarita\\_-148698362/](http://www.repubblica.it/economia/2016/10/02/news/le_donne_top_manager_aumentano_ma_restano_una_rarita_-148698362/)

[http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote\\_rosa\\_classifica-104864138/](http://www.repubblica.it/economia/2015/01/13/news/quote_rosa_classifica-104864138/)

[http://d.repubblica.it/argomenti/2012/09/07/news/quote\\_rosa-1240853/](http://d.repubblica.it/argomenti/2012/09/07/news/quote_rosa-1240853/)

**www.ilsole24ore.com**

<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-08-05/i-vantaggi-modello-monistico-063758.shtml?uuid=ACKmu8c>

<http://www.alleyoop.ilsole24ore.com/2016/03/08/presidenti-e-amministratori-delegati-donna-sotto-al-7-fra-le-quotate/>

**www.gazzettaufficiale.it**

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2011/07/28/011G0161/sg>

**www.credit-suisse.com**

<https://www.credit-suisse.com/corporate/it/articles/news-and-expertise/higher-returns-with-women-in-decision-making-positions-201610.html>

**www.mckinsey.com**

<https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/why-gender-diversity-at-the-top-remains-a-challenge>

<https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/women-at-the-top-of-corporations-making-it-happen>

<http://www.boardgender.org/files/McKinsey-Women-Matter-2008.pdf>

**www.europarl.europa.eu**

[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/493052/IPOL-FEMM\\_NT\(2014\)493052\\_IT.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/493052/IPOL-FEMM_NT(2014)493052_IT.pdf)

**europa.eu**

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM:mi0061>

<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/IT/1-2012-614-IT-F1-1.Pdf>

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-51\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-51_it.htm)

[fra.europa.eu/sites/default/files/fra\\_uploads/1939-AR\\_2001-summary-IT.pdf](fra.europa.eu/sites/default/files/fra_uploads/1939-AR_2001-summary-IT.pdf)

**www.rivistaeuropae.eu**

<https://www.rivistaeuropae.eu/interno/giustizia-affari-interni/parita-di-genere-le-quote-rosa-entrano-nei-CdA/>

**leg16.camera.it**

<http://leg16.camera.it/561?appro=284>

**corpgov.law.harvard.edu**

<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/05/gender-parity-on-boards-around-the-world/>

**odcec.torino**

[http://odcec.torino.it/public/circolari/ebook\\_organo\\_amministrativo\\_societa\\_quotate\\_mercati.pdf](http://odcec.torino.it/public/circolari/ebook_organo_amministrativo_societa_quotate_mercati.pdf)

**clsbluesky.law.columbia.edu**

<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2016/09/05/the-downside-of-cultural-diversity-on-corporate-boards/>

**www.ecgi.org**

[http://www.ecgi.org/codes/documents/codice\\_di\\_autodisciplina.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/codice_di_autodisciplina.pdf)

**hdr.undp.org**

[http://hdr.undp.org/sites/default/files/reports/256/hdr\\_1995\\_en\\_complete\\_nostats.pdf](http://hdr.undp.org/sites/default/files/reports/256/hdr_1995_en_complete_nostats.pdf)

**www.nedcommunity.com**

<http://www.nedcommunity.com/Contents/Documents/EGO%20n%203%20gennaio%202015.pdf>

**www.businesscommunity.it**

[http://www.businesscommunity.it/m/20170322/fare/Donne\\_manager\\_Italia\\_batte\\_mondo\\_27\\_a\\_25.php](http://www.businesscommunity.it/m/20170322/fare/Donne_manager_Italia_batte_mondo_27_a_25.php)

**www.lavoce.info**

<http://www.lavoce.info/archives/15069/le-quote-di-genere-due-anni-dopo/>

**www.2020wob.com**

<https://www.2020wob.com/companies/2020-gender-diversity-index>

<https://www.2020wob.com/learn/why-gender-diversity-matters>

**economia.unipv.it**

<http://economia.unipv.it/tmp/corpo/1%20Corporate%20Governance.pdf>

**www.law.com**

<http://www.law.com/newyorklawjournal/almID/1202736720824/?slreturn=20170929114143>

**www.ecclblog.law.ed.ac.uk**

<http://www.ecclblog.law.ed.ac.uk/2016/04/22/us-bill-on-gender-diversity-in-the-boardroom/>

**library.fes.de**

<http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07309.pdf>

**italiandistrict.com**

<http://italiandistrict.com/nazionale/top-secret/donne-carriera-successo-usa/>

**eports.weforum.org**

<http://reports.weforum.org/global-gender-gap-report-2016/rankings/>

**thefielder.net**

<http://thefielder.net/07/10/2013/civil-law-e-common-law-quali-differenze/>

**www.laleggepertutti.it**

[https://www.laleggepertutti.it/173444\\_differenza-tra-sistemi-di-civil-law-e-common-law](https://www.laleggepertutti.it/173444_differenza-tra-sistemi-di-civil-law-e-common-law)

**www.iaphitalia.org**

<http://www.iaphitalia.org/loredana-ranieri-dalle-mancipazione-femminile-alle-pari-opportunita/>

**www.filodiritto.com**

[https://www.filodiritto.com/articoli/pdf/2017/03/il-rispetto-del-principio-di-equilibrio-di-genere-nelle-societa-a-controllo-pubblico.html?\\_id8=3](https://www.filodiritto.com/articoli/pdf/2017/03/il-rispetto-del-principio-di-equilibrio-di-genere-nelle-societa-a-controllo-pubblico.html?_id8=3)

**www.aracneeditrice.it**

<http://www.aracneeditrice.it/pdf/9788854829121.pdf>

**www.ipmagazine.it**

<http://www.ipmagazine.it/donne-al-potere-litalia-sorpassa-gli-stati-uniti/>

## RINGRAZIAMENTI

Giunta al termine della stesura di questo elaborato e del percorso di studi universitario, vorrei ringraziare in particolar modo i miei genitori che mi hanno permesso di raggiungere questo traguardo, non solo per il supporto economico permettendomi di concentrarmi con tranquillità sugli studi, ma anche per il sostegno costante offerto nei momenti più difficili e nella fase di stesura della tesi. A voi prima di tutto dedico questo traguardo. Grazie mamma e papà.

Un ringraziamento speciale va anche a mia sorella Lidia e mio fratello Samuel che come me sono studenti universitari e conoscono bene quali possono essere le difficoltà del mondo universitario e per tale motivo mi hanno sempre compresa in ogni mia scelta.

Non potrei poi non ringraziare anche i miei amici di avventura, grazie ai quali gli anni universitari sono passati con la giusta spensieratezza. In particolar modo vorrei ringraziare Paola perché è stata la persona con la quale ho condiviso tutto all'interno di questo lungo percorso di crescita e affrontato le sfide del Politecnico, spronandoci a vicenda per raggiungere i nostri obiettivi. Grazie ancora per questi anni.

Vorrei inoltre ringraziare Veronica e Noemi: le amiche di una vita e le persone che mi hanno visto crescere sin dai primi anni da studentessa e che hanno avuto fiducia in me da sempre.

Un ringraziamento va anche a Samantha e Martina, su cui ho sempre potuto fare affidamento per un consiglio sincero e per l'affetto che dimostrano nei miei confronti.

Infine, ma non per importanza, vorrei ringraziare tutti i professori, esempio di professionalità e istruzione, che mi hanno trasmesso passione per quanto studiato, e contribuito ad accrescere il mio bagaglio di conoscenze. Un ringraziamento particolare va alla Professoressa Laura Rondi per la disponibilità dimostrata nella fase di stesura del seguente elaborato.

Grazie