

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Struttura del capitale e presenza femminile nel CdA:
analisi econometrica delle imprese familiari quotate su
Borsaitaliana**



Relatore
Prof.ssa Rondi Laura

Candidato
Mancini Francesca

A.A. 2018/2019

Sommario

Introduzione	1
Parte prima: relazione espositiva delle teorie finanziarie, le scelte di finanziamento con riferimento alle imprese familiari e una panoramica della condizione delle donne nel mondo lavoro e dell'impatto sulla <i>Corporate Governance</i>	3
1 Struttura finanziaria d'impresa	4
1.1 Teorie economiche a confronto	5
1.1.1 Trade-off theory	5
1.1.2 Pecking order theory	8
1.2 Deviazioni dal target e determinanti	11
1.2.1 Evidenze	14
1.3 Imprese zero-leveraged	17
1.3.1 Fattori determinanti	19
2 La struttura del capitale nell'impresa familiare	24
2.1 Partecipazione familiare alla governance	25
2.1.1 Costi e benefici	26
2.1.2 Altri fattori che guidano la decisione di partecipazione	27
2.2 effetti dello stato del CEO	32
2.3 Rappresentanza femminile	34
3 Le donne nel lavoro	39
3.1 Parità di genere: contesto politico legislativo	44
3.1.1 Processo decisionale.....	46
3.2 Legge sulla quota di genere: effetti ed evidenze.....	48
3.2.1 Impatto sul processo di selezione	53
3.2.2 Le reazioni sul mercato azionario	57
4 Corporate Governance.....	60
4.1 Meccanismi esterni	62
4.2 Meccanismi interni.....	67
4.3 Effetti della presenza di donne sulla Corporate Governance	72
Parte seconda: analisi descrittive ed econometriche delle differenze in termini di remunerazione e redditività aziendale e degli effetti della variabile del <i>gender</i> sulle <i>performance</i> e la struttura del capitale	79

Premessa	80
5 Dataset.....	81
5.1 Raccolta dei dati	81
5.1.1 Fonti	81
5.2 Descrizione delle variabili.....	83
6 Analisi descrittiva.....	92
6.1 Sguardo generale sulla Corporate Governance.....	92
6.2 Performance aziendali.....	98
6.3 La remunerazione del CEO.....	104
7 Analisi di regressione	109
7.1 Performance e diversità di genere.....	111
7.1.1 Metodologia e variabili	111
7.1.2 Risultati.....	112
7.2 Struttura del capitale e diversità di genere	119
7.2.1 Metodologia e variabili	120
7.2.2 Risultati.....	121
Conclusione	128
Bibliografia	130
Sitografia	132

Introduzione

Il lavoro di tesi realizzato offre una panoramica degli aspetti teorici relativi alle teorie finanziarie e, dunque, alle scelte di finanziamento con i fattori che guidano le imprese a tal proposito. Particolare attenzione è rivolta alle imprese quotate a conduzione familiare, in quanto sono le più diffuse nel territorio italiano ed europeo. Si è analizzata, poi, la composizione dei consigli di amministrazione di tali imprese e la presenza femminile in posizioni dirigenziali quali CEO o CFO, divenuta più marcata a partire dal 2011 con l'introduzione delle "quote rosa", l'importante norma che ha avuto un rilevante l'impatto sulla *governance* e sulla rappresentanza femminile all'interno dell'azienda.

La prima parte dell'elaborato ha l'obiettivo di evidenziare come le prestazioni di un'azienda possono dipendere sostanzialmente da scelte finanziarie, prese a livello manageriale, a loro volta determinate da fattori sia esterni sia propri della struttura dell'impresa stessa. Sono esposte e messe a confronto le due teorie finanziarie del "*trade-off* statico" e dell'"ordine gerarchico", le quali predicono la struttura del capitale ottimale di un'impresa, per poi osservare come la realtà sia molto complessa e ci sono innumerevoli fattori che portano le società a deviare dai target prospettati quali: redditività, dimensioni aziendali e di business, quota di proprietà o livello di partecipazione ed il controllo familiare, inteso non solo in termini di quota di proprietà azionaria posseduta, ma anche come possibilità di esercitare il controllo sulla maggioranza in termini di *governance*. A tal proposito, un fenomeno ancora non del tutto chiarito, molto diffuso, è quello riguardante la leva zero o quasi nulla, come esposto in seguito.

Le imprese familiari risultano, inoltre, di elevata importanza, in quanto, questa struttura proprietaria per le sue caratteristiche peculiari ed obiettivi caratteristici, può determinare una maggiore presenza o meno di figure femminili nei consigli o in posizioni manageriali, con conseguenze che si riversano sulle scelte finanziarie, sulla qualità della *governance* e sulle prestazioni aziendali.

Dunque, in un contesto nazionale in cui, fino a pochi decenni fa la presenza femminile in ambiti lavorativi industriali, finanziari e politici, era molto scarsa, l'evoluzione sociale associata a norme legislative, tra le quali di fondamentale importanza la legge sulle "quote rosa", hanno determinato un incremento della diversità di genere con cambiamenti sostanziali nelle composizioni dei *board* aziendali.

Tali cambiamenti sono stati accolti in maniera più o meno positiva e molti studi sono stati condotti a riguardo per verificare l'efficacia della legge relativa alle quote di genere e l'impatto della presenza di figure femminili nei consigli societari.

Molti di questi studi hanno rilevato effetti positivi sulla *governance* aziendale, in particolare in termini di partecipazione dalle riunioni, età degli amministratori e livello di istruzione, generando un miglioramento complessivo nel processo di selezione. Più contrastanti sono, invece, i risultati degli studi condotti relativamente all'impatto sui risultati aziendali.

La seconda parte dell'elaborato, mira a presentare l'analisi di tre statistiche descrittive ottenute a partire dai dati raccolti su aziende quotate su Borsa italiana e inerenti la *governance*, le prestazioni aziendali e la remunerazione del CEO, al variare del fattore del genere e della presenza di donne dirigenti e di legami con la famiglia di controllo. In seguito, si è svolta una duplice analisi econometrica sull'impatto che la presenza di donne nel *board* può avere sulle *performance* dell'impresa, nonché sulla struttura del capitale, al fine di offrire una risposta, seppur non definitiva, alla questione relativa a ciò che la diversità di genere può offrire a livello di rendimento contabile e di mercato dell'impresa.

Le analisi condotte considerano un campione di 131 imprese italiane private quotate su Borsa italiana, nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2017, a conduzione familiare e non, in modo da evidenziarne le differenze. Sono prese in considerazione le caratteristiche del CdA e dei comitati interni, quali di controllo e remunerazione, quelle del CEO e del CFO, le variabili di Stato Patrimoniale e Conto Economico, tra cui quelle relative al debito e alla remunerazione del CEO, con attenzione alla dimensione demografica del genere, principale oggetto di studio del seguente lavoro.

Parte prima: relazione espositiva delle teorie finanziarie, le scelte di finanziamento con riferimento alle imprese familiari e una panoramica della condizione delle donne nel mondo lavoro e dell'impatto sulla *Corporate Governance*

1 Struttura finanziaria d'impresa

La struttura finanziaria di un'azienda rispecchia la necessità dell'imprenditore di finanziare un progetto che vada a massimizzare il valore dell'impresa stessa e, insieme alle procedure di controllo, costituisce uno degli elementi della *Corporate Governance*, ovvero quei meccanismi interni ed esterni volti alla risoluzione dei conflitti tra *manager* e azionisti, per società con proprietà diffusa e azionisti di minoranza e maggioranza nelle società con proprietà concentrata. La struttura finanziaria, dunque, genera ed è generata da tre tipologie di conflitti: quello tra imprenditore e investitori, tra capitale di rischio e di debito e infine tra *outside* e *inside equity*, dove assume un ruolo rilevante la presenza di asimmetria informativa.

Le imprese possono finanziarsi tramite due fonti esterne: le banche ed il mercato azionario ed obbligazionario e si distinguono, pertanto, due tipologie di capitale: il debito, ovvero il finanziamento bancario o obbligazionario, ed il capitale di rischio generato dal finanziamento da parte di azionisti, i quali acquistano sul mercato le nuove azioni emesse dalla società. A queste si aggiunge un'ulteriore fonte interna costituita dai profitti reinvestiti e non distribuiti, in genere la prima scelta per un'impresa che voglia finanziare un progetto, in quanto meno rischiosa. Tuttavia, non sempre si dispone delle risorse necessarie ad effettuare gli investimenti desiderati e, pertanto, ci si rivolge a fonti esterne, più rischiose e legate a due problematiche generate dalla presenza di asimmetria informativa. La prima è inerente all'eventualità che l'impresa non riesca ad ottenere i finanziamenti necessari, da un lato perché l'incentivo del *manager* a protendere verso progetti molto remunerativi e, pertanto, ad alto rischio, porta le banche a non concedere facilmente finanziamenti o ad imporre elevati tassi di interesse; dall'altro l'emissione di nuove azioni comporta delle conseguenze sul prezzo delle stesse e rappresenta un segnale per i potenziali finanziatori; ne consegue il dover abbandonare un progetto profittevole per l'impresa o finanziarne uno più piccolo in termini monetari (*underinvestment*). Esiste, quindi, un vincolo finanziario "invisibile" all'esterno, per cui l'impresa riesce ad investire solo ciò che ha, che non necessariamente corrisponde a quanto avrebbe voluto. La seconda problematica, infine, è quella del capitale non sorvegliato o sfruttato al meglio.

Le teorie finanziarie si occupano di tali problemi con l'obiettivo di descrivere gli effetti, relativamente a vantaggi e costi, del ricorso alle differenti fonti di capitale e delineare le predizioni, sulle base delle quali le imprese fondano le proprie

decisioni di finanziamento, in modo da raggiungere la struttura ottima, quella che massimizza il valore dell'azienda.

1.1 Teorie economiche a confronto

La letteratura in materia offre due modelli competitivi inerenti le decisioni finanziarie: la teoria del *trade-off* statico di Modigliani e Miller e la teoria del *pecking order* (ordine gerarchico) di Myers sviluppata successivamente. Seppur differenti dal punto di vista teorico e metodologico, le due teorie sono simili per alcuni aspetti, in quanto entrambe predicono che le imprese con utili più volatili e più elevati flussi di cassa netti abbiano minori dividendi e meno leva, anche se, su quest'ultima questione i modelli presentano alcune differenze.

Nel modello di *trade-off*, le aziende identificano la leva ottimale ponderando i costi e i benefici di un'unità (in termini monetari) di debito in più; dove, i benefici del debito comprendono la deducibilità fiscale degli interessi e la riduzione dei problemi di flusso di cassa libero; i costi, invece, includono i potenziali costi di fallimento e i conflitti di agenzia tra azionisti e obbligazionisti. Al livello di leva ottimale, il beneficio compensa semplicemente il costo. Il modello propone una previsione simile anche sui dividendi.

Nel modello gerarchico delle decisioni di finanziamento, l'ordine gerarchico sorge se i costi dell'emissione di nuovi titoli superano i costi e benefici del debito. I costi in questione comprendono i costi di transazione associati a nuove emissioni e i costi derivanti dalle informazioni, in mano alla direzione, riguardo le prospettive dell'azienda e il valore dei suoi titoli. A causa di questi costi, le imprese finanziano nuovi investimenti prima con utili non distribuiti, poi con debito sicuro, debito rischioso e infine con emissione di nuovi titoli azionari. Dunque, l'impresa è guidata, nelle proprie decisioni, non dalla ponderazione di costi e benefici del debito, come nel modello di *trade-off*, ma piuttosto dai flussi di cassa netti.

1.1.1 Trade-off theory

Nel 1958 Modigliani e Miller pubblicano un'opera intitolata "*the cost of capital corporation finance and the theory of investment*" nella quale si collegano le risorse finanziarie all'investimento, al fine di ricercare l'investimento ottimale che massimizzi il valore dell'impresa. Due sono le domande alle quali si vuole rispondere, ovvero:

- La scelta della struttura finanziaria influenza il valore di mercato dell'impresa?
- La decisione di finanziamento, influenza quella di investimento?

A tali quesiti, collegati tra loro, i due studiosi rispondono in maniera negativa relativamente, però, alla condizione di mercato perfetto, ovvero: concorrenziale, con assenza di costi di transazione, asimmetrie informative, tassazione e costi di liquidazione e bancarotta, e dove l'investitore è razionale e imprese ed individui godono della stessa credibilità. In questo contesto, dunque, le imprese sono indifferenti alle tre fonti di finanziamento che hanno, pertanto, stesso costo. Nel modello così semplificato, il valore di un'impresa finanziata solo con capitale di rischio è uguale al valore della stessa impresa finanziata con capitale di rischio e di debito:

$$V_l = V_u$$

La seconda proposizione del modello asserisce, inoltre, che il costo del capitale non è influenzato dalla struttura finanziaria, mentre il rendimento, e di conseguenza, il rischio per l'azionista risulta crescente con l'indebitamento:

$$r_s = r_0 + (B/S)(r_0 - r_B)$$

$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} r_B + \frac{S}{B+S} r_s$$

Con la presenza di tassazione, le conclusioni variano poiché, gli interessi derivanti dall'indebitamento sono deducibili fiscalmente, in quanto compaiono come voce di costo nel conto economico del bilancio d'impresa e riducono l'utile imponibile, riducendo la tassazione e incrementando i flussi di cassa e dunque, il valore d'impresa, a parità di altre condizioni; è il cosiddetto effetto dello scudo fiscale (*Tax shield*). Pertanto, il valore di un'impresa indebitata sarà pari al valore della stessa impresa *all equity* con l'aggiunta del valore attuale dello scudo fiscale:

$$V_l = V_u + (T_c \times B)$$

Inoltre, il costo del capitale diminuisce al crescere dell'indebitamento mentre aumenta il rischio per l'azionista, che viene tuttavia, in parte compensato dallo scudo:

$$r_s = r_0 + (B/S)(1 - T_c)(r_0 - r_B)$$

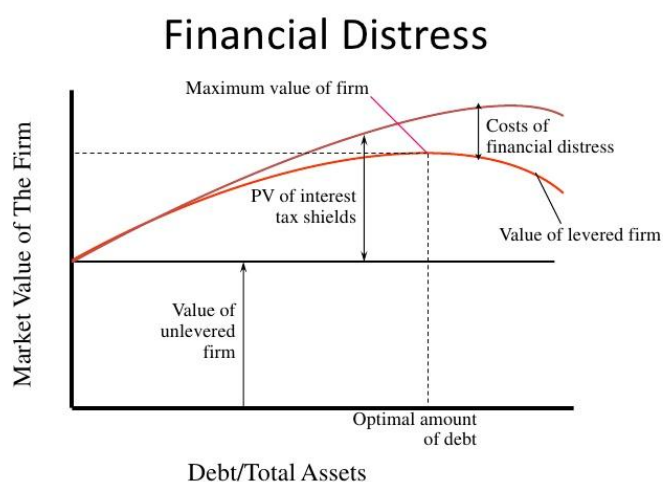
$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} r_B (1 - T_c) + \frac{S}{B+S} r_s$$

Tali effetti, incentivano le imprese a scegliere il debito come fonte di finanziamento principale (tralasciando l'eventualità che non si riceva dalle banche quanto necessario); tuttavia, un eccessivo indebitamento rappresenta un freno per la

crescita dell'azienda. Inoltre, una precisazione importante, riguarda il fatto che il modello di Modigliani e Miller considera il valore d'impresa come somma di debito (B) ed *equity* (S) tralasciando la parte di tassazione (G) che le imprese sono tenute a pagare allo Stato. Quindi, nell'impresa indebitata G è ridotta e la somma $B+S$ aumenta rispetto alla situazione di un'impresa non indebitata, tuttavia, in entrambi i casi il totale delle tre componenti è lo stesso.

Se infine si tiene conto della presenza di costi di bancarotta, si osserva che un aumento dell'indebitamento, aumenta i problemi di bancarotta, con l'insorgere di costi di bancarotta, ovvero quei costi derivanti da comportamenti messi in atto nel momento in cui insorge il rischio di bancarotta cioè quando si ha *distress* finanziario (problemi di liquidità)¹. Tenendo conto di ciò l'impresa è frenata nell'indebitarsi perché ad un certo livello di leverage i costi di bancarotta eguagliano i benefici fiscali del debito. Ed è a tal punto che si giunge alla condizione di equilibrio, ottenendo il livello ottimale di indebitamento, generata dal *trade-off* tra vantaggio fiscale del debito e costi di bancarotta.

Fig.1 Andamento del valore d'impresa in funzione del rapporto di indebitamento in situazione di *distress* finanziario



Secondo il modello di *trade-off*, dunque, le imprese impongono degli obiettivi di leva (e distribuzione di dividendi) che sono determinati sulla base di alcune forze. Non esiste un'unica struttura finanziaria ottimale, ma ogni impresa, sulla base delle proprie caratteristiche può raggiungerla.

¹ Il disagio finanziario è la condizione in cui un'azienda o un individuo non è in grado di pagare i propri obblighi finanziari, con il rischio di fallimento e bancarotta. È generalmente dovuto a costi fissi elevati, attività illiquide o entrate sensibili alle recessioni economiche.

I costi e benefici del debito, esposti dalla teoria come determinanti per la struttura ottima, infatti, sono collegati ad altri due fattori che contraddistinguono le aziende. In particolare, i costi di fallimento aumentano se la redditività dell'impresa si riduce e allo stesso modo, i costi dell'indebitamento sono superiori per le imprese con utili più volatili. Sulla base di ciò, dunque, la teoria del *trade-off* prospetta che le società più piccole e meno diversificate tendano verso una leva finanziaria più ridotta. Redditività e volatilità influenzano anche l'effetto dello scudo fiscale del debito: se la deducibilità degli interessi societari spinge verso un indebitamento più mirato, l'aliquota fiscale personale elevata tende a ridurre tale incentivo². Sulle orme di Modigliani e Miller si sviluppa, così, un modello che lega gli scudi fiscali (non direttamente legati al debito ma più generalizzati) alla leva finanziaria e più in generale la leva alla redditività. Ciò che si può concludere è che il *payoff* atteso generato dallo scudo fiscale è più elevato per le imprese più redditizie e con utili meno volatili, ovvero, come prospettato da Modigliani e Miller la deducibilità fiscale spinge le imprese più redditizie e con utili meno volatili ad una maggiore leva finanziaria, dunque a prediligere il debito come fonte esterna di finanziamento.

Pertanto, le opportunità di investimento, il pagamento dei dividendi e la leva finanziaria sono positivamente correlati alla redditività. Inoltre, a parità di redditività, le aziende con più investimenti distribuiscono meno dividendi e hanno livelli di debito più bassi.

1.1.2 Pecking order theory

Myers sviluppa la teoria dell'ordine gerarchico nel 1984 partendo dal presupposto che, la presenza di asimmetria informativa e di costi legati al finanziamento incide sulle forze che reggono la struttura ottimale così come esposta nel modello del *trade-off* statico.

Il modello analizza la situazione nella quale il *manager* di un'impresa deve decidere se emettere o meno nuove azioni per finanziare un progetto che apporterebbe valore all'azienda stessa. Il problema dell'asimmetria informativa fa sì che solo il *manager* conosca i valori *ex post* della realizzazione degli *asset* di impresa (*a*), quindi sa quale sia effettivamente il valore dell'azienda, e del *surplus* del progetto (*b*). Inoltre, in genere egli agisce nell'interesse dei "vecchi" azionisti presenti, basando cioè le decisioni di emissione e di investimento, sull'effetto che

² H. De Angelo, R. Masulis, 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, 8.

tali decisioni avrebbero sul valore delle azioni esistenti. Pertanto, laddove il progetto risulti profittevole e il valore atteso degli *asset* e dello stesso soddisfano la condizione di emissione:

$$b \geq (eq/p_{eq})(a + w) - eq$$

vengono emesse sul mercato nuove azioni. Si ricorre, perciò, al capitale di rischio come fonte di finanziamento. Con l'emissione tuttavia, il prezzo delle azioni sul mercato si riduce così come il valore nelle mani dei vecchi azionisti. Infatti, i potenziali investitori sono consapevoli della presenza di asimmetrie informative e del fatto che l'impresa non tenga conto dei loro interessi, e interpretano la decisione del *manager* come un segnale del fatto che, prima del nuovo progetto, l'impresa fosse sopravvalutata sul mercato. Pertanto, tendono a scartare i nuovi titoli immessi sul mercato nella scelta di investimento o comunque sono disposti a pagarli ad un prezzo scontato. Se tale sconto dovesse essere troppo elevato, il *manager* potrebbe ritirare le azioni e rinunciare ad un progetto con VAN (Valore Attuale Netto) positivo che avrebbe incrementato il valore dell'impresa. Questo effetto costituisce una trappola finanziaria che rappresenta il costo legato al capitale di rischio. La teoria suggerisce allora che, per ovviare a tale problema di distorsione nelle decisioni di investimento, l'impresa ricorre a fonti di finanziamento meno costose quali utili non distribuiti e debito a basso rischio. Si va a delineare, così, un ordine gerarchico delle fonti di finanziamento sulla base del quale si definisce poi la struttura del capitale d'impresa ottimale, ovvero quella che richiede costo minimo.

Una questione, riconosciuta dallo stesso Myers, è che la teoria del *pecking order* non spiega il perché le imprese pagano dividendi, essendo i profitti reinvestiti, quindi non distribuiti come dividendi, la fonte di capitale meno costosa e problematica. Si può affermare, comunque, che per le imprese con attività a bassa redditività e investimenti elevati, tenuto conto dell'elevato costo dell'emissione di nuove azioni, i dividendi risultano meno attrattivi e si prediligono le fonti interne per il finanziamento.

Per quanto riguarda le previsioni inerenti la leva finanziaria, e la relazione con la redditività e la volatilità dei flussi di cassa, bisogna distinguere due casi. Nell'ottica del modello semplice di ordine gerarchico, esposta in precedenza, il livello di indebitamento cresce se gli investimenti superano i guadagni dell'impresa, ovvero se la prima fonte di finanziamento, e dunque i profitti reinvestiti, non è sufficiente a finanziare gli investimenti desiderati, e viceversa. Dunque, tenendo conto di investimenti e redditività persistenti, il modello prevede che, a parità di investimento il livello del debito è inferiore per le imprese a più alta redditività; mentre, a parità di redditività, è più elevato per le imprese che hanno investimenti

maggiori. In un'ottica del modello più complessa, proposta dallo stesso Myers, le imprese devono far fronte a costi di finanziamento sia attuali che futuri; è quindi possibile che ci sia una predisposizione a mantenere una leva bassa, ricorrendo ad emissione di nuove azioni, piuttosto che al debito, in modo da non dover rinunciare, in futuro, a potenziali investimenti redditizi o doverli finanziare con capitale rischioso. Dunque, a parità di altri fattori, le imprese con elevata quantità di investimenti attesi e flussi di cassa più volatili, hanno indebitamento corrente più basso.

Infine, differentemente dal modello di *trade-off*, nell'ottica semplice del modello di ordine gerarchico delle fonti di finanziamento, le imprese non hanno obiettivi di leva, in quanto la presenza di flussi di cassa netti positivi consente di finanziare investimenti tramite utili non distribuiti ed eventualmente debito a basso rischio; solo, eventualmente, in assenza di tali fonti, si deciderà di ricorrere al capitale di rischio rivolgendosi al mercato azionario.

Riassumendo, se i costi di finanziamento non sovrastano altri fattori, il modello di *trade-off* prevale e le aziende pesano tutti i costi e i benefici quando stabiliscono obiettivi di leva; allo stesso tempo i costi di finanziamento del modello di ordine gerarchico incidono su tali obiettivi. Per ridurre la probabilità di dover emettere titoli rischiosi o rinunciare a investimenti redditizi, le imprese, infatti, stabiliscono obiettivi di leva finanziaria e di distribuzione dei dividendi al di sotto dei loro valori ottimali, e lo scostamento verso livelli inferiori è maggiore per le imprese con utili attesi inferiori, maggiori investimenti attesi e flussi di cassa netti più volatili, come previsto dai modelli di *trade-off* e di ordine gerarchico complesso.

Nel modello di ordinamento gerarchico semplice, al contrario, la relazione tra investimento e indebitamento è positiva. Anche nei test condotti da Fama e French emergono risultati contrastanti, tuttavia, l'evidenza che le imprese con più investimenti abbiano una minore influenza sul mercato azionario, e che facciano, dunque, maggiore ricorso alle prime due fonti finanziarie, è comunque forte. Emerge, inoltre, una relazione positiva tra la leva finanziaria e le dimensioni dell'impresa e se le imprese più grandi hanno flussi di cassa netti più volatili³, questi risultati sono in linea con l'effetto negativo della volatilità sul debito prevista da entrambi i modelli.

Le due teorie, infine, sono in disaccordo su una questione importante: da un lato, il modello di *trade-off* prevede che le imprese più redditizie abbiano più leva, mentre il modello di ordine gerarchico prevede che le imprese più redditizie dispongano di minor leva finanziaria. La regressione condotta da Fama e French supporta quanto

³ E. F. Fama, K. R. French, Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt / *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, 2002.

predetto dal modello di ordine gerarchico, costituendo un importante “fallimento”, se così lo si può definire, del modello di Modigliani e Miller.

1.2 Deviazioni dal target e determinanti

Come mostrato in precedenza, le teorie relative alla scelta di finanziamento suggeriscono che le imprese tendono a definire un rapporto di indebitamento target tramite l'analisi di costi e benefici del debito rispetto al capitale di rischio; cioè molte imprese seguono la teoria del *trade-off* statico, come segnalato da alcune indagini condotte da Graham e Harvey, i quali hanno osservato intorno agli anni 2000 che circa l'80% delle imprese analizzate stabilisce obiettivi di leva più o meno flessibili. Tuttavia, si osserva anche una deviazione dai target prospettati dalla teoria economica e, un fattore che spiega tale comportamento è la storia dell'impresa, più precisamente i flussi di cassa, la tipologia di investimenti e le fluttuazioni del prezzo delle azioni dell'azienda. Sono elementi collegati tra loro, che influenzano la struttura finanziaria, portando a deviare dagli obiettivi suggeriti dalla tradizionale teoria del *trade-off*, come era già stato prospettato da alcune teorie finanziarie e poi supportato da analisi statistiche condotte da Kayhan e Titman nel 2007.

In particolar modo, i tre elementi caratterizzanti la storia dell'impresa, sono a loro volta collegati ad altri fattori che, di conseguenza, influenzano le scelte di finanziamento. Tra questi si ha, anzitutto, la redditività passata. Le conclusioni che emergono a proposito, non si discostano molto da quelle inerenti la relazione tra indebitamento e redditività già analizzata. Si rileva che imprese con redditività e, dunque, profitti passati più elevati, tendono ad avere livelli di indebitamento inferiori. Ciò è sicuramente coerente con la teoria economica di Myers, per la quale la presenza di tasse, di costi di transazione e delle implicazioni dell'asimmetria informativa, implica che il capitale interno viene scelto come prima fonte finanziaria, in quanto meno costoso del debito e soprattutto del capitale di rischio.

Un ulteriore elemento di interesse è il deficit finanziario dell'impresa. Quando tale variabile è positiva, l'impresa investe più di quanto genera, viceversa quando è negativa, investe meno, il che vuol dire che il suo flusso di cassa è negativo nel primo caso e positivo nel secondo. Un'interpretazione del legame con la leva finanziaria, coerente con il modello di selezione avversa di Myers e Majluf⁴, è che le imprese con elevati deficit finanziari, ovvero quelle che presentano un aumento del

⁴ S. C. Myers, N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13. Scelta sub-ottimale dei progetti di investimento (inefficienza ex-ante).

capitale esterno, tendono ad incrementare il proprio rapporto di indebitamento. Infatti l'aumento di capitale tramite emissione di nuove azioni, comporta elevati costi di agenzia legati alla caduta di prezzo dei titoli azionari ed eventualmente il ritiro di queste dal mercato; per cui si fa maggiormente ricorso, in assenza di utili da reinvestire, al capitale di debito.

Collegato a ciò, un altro elemento di impatto è costituito dai rendimenti azionari passati (connessi alle fluttuazioni dei prezzi). Infatti, le imprese si finanziano emettendo nuove azioni quando si rileva sul mercato un aumento della quotazione dei propri titoli. Questo perché, tenuto conto degli effetti negativi dell'asimmetria informativa sul prezzo all'emissione di nuove azioni, i *manager* ritengono in questo modo di poter aumentare il capitale d'impresa a condizioni meno sfavorevoli (la caduta di prezzo complessiva, dato l'aumento iniziale, sarà inferiore). Al contrario, si tenderà a riacquistare azioni e ricorrere al debito laddove si osserva un calo dei prezzi⁵. In questo modo la struttura finanziaria d'impresa non sarà statica, ma risulterà correlata alle fluttuazioni di prezzo dei titoli azionari. Ciò implica, inoltre, che le imprese, dinanzi alla necessità di finanziamenti, tendono a ricorrere considerevolmente al capitale di rischio quando il mercato è percepito come favorevole, ovvero quando il rapporto tra valore di mercato e valore di libro dell'impresa è molto maggiore dell'unità (essenzialmente la quotazione delle azioni cresce). Ciò vuol dire che la struttura finanziaria risulta essere collegata al cosiddetto "tempo di mercato", cioè emerge la tendenza dei *manager* a suddividere il mercato azionario secondo tempi, o meglio cicli alternati, che ricalcano la condizione di quotazione favorevole, in cui si preferisce emettere azioni e ridurre la leva, o sfavorevole, in cui riacquistare azioni e ricorrere al debito.

È tuttavia diffusa l'idea secondo la quale la variabile del deficit finanziario è scollegata dal fatto che l'impresa sia sopravvalutata o sottovalutata sul mercato, poiché è plausibile che le imprese temporaneamente sovrastimate riducono le spese di investimento, in modo da ridurre il deficit e aumentare il flusso di cassa disponibile per pagare il proprio debito. Ciò evidenzerebbe un legame tra deficit e leva finanziaria in contrasto con la teoria economica dell'ordine gerarchico. Se poi le aziende tendono a muoversi verso il loro rapporto di indebitamento obiettivo, vorrà dire che, le imprese che hanno rapporti di leva finanziaria inferiori rispetto ai propri target tenderanno a subire aumenti futuri dell'indebitamento, mentre quelle con leva superiore rispetto l'obiettivo, registreranno riduzioni di debito. Inoltre, ci si aspetta che le imprese aumentino o riducano nel tempo i loro rapporti di indebitamento a seguito di modifiche target stesso.

⁵ J. R. Graham, C. R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 2001.

Un elemento “storico” di impatto sulla struttura finanziaria, infatti, è quello della “variazione del bersaglio”, ovvero il fatto che le imprese non stabiliscono obiettivi permanenti nel tempo, ma questi tendono a variare e modificarsi sulla base delle condizioni interne ed esterne, spiegando, dunque, il perché si osservano deviazioni dal target e continue variazioni nella struttura finanziaria di un’impresa.

Accanto a questi emergono ulteriori fattori tra cui le dimensioni dell’impresa. La struttura finanziaria delle piccole imprese, infatti, potrebbe differire da quella delle imprese più grandi per varie ragioni: le piccole imprese devono far fronte ad una maggior presenza di asimmetria informativa e, per questo, tendono a fare affidamento maggiormente sulle proprie risorse interne e, per lo stesso motivo, potrebbero avere difficoltà ad ottenere debiti a lungo termine. Inoltre, le piccole imprese, essendo meno diversificate, sono soggette ad una maggiore probabilità di fallimento, il che fa sì che nel bilancio dei benefici e costi del debito, questi ultimi siano aggravati rispetto a quelli delle grandi imprese. Tutto ciò prospetta, così, una relazione positiva tra dimensione e indebitamento. Le stesse considerazioni possono essere fatte sulla frazione di attività materiali: poiché alle piccole imprese, viste come più rischiose, sono richieste elevate garanzie, ed avendo queste meno attività tangibili, il loro finanziamento esterno può essere spesso limitato al debito a breve termine. Ci si aspetta, perciò, una relazione positiva tra tangibilità e debito a lungo termine e negativa tra tangibilità e debito a breve termine.

Come le piccole imprese, anche le imprese non quotate si trovano ad affrontare maggiori problemi legati all’asimmetria informativa, la quale rende il ricorso a fonti esterne più costoso, in particolare per quanto riguarda il capitale azionario, essendo il mercato molto sensibile all’informazione. Pertanto, è probabile che le imprese non quotate abbiano una frazione di indebitamento superiore rispetto alle imprese quotate, le quali ricorrono maggiormente al capitale azionario, e che, inoltre, le prime modifichino la propria struttura finanziaria più di rado.

Ci si aspetta infine, una correlazione negativa tra crescita dell’impresa e leva finanziaria, in quanto, come già esposto, un livello di debito eccessivo costituisce un freno per la crescita dell’impresa, come supportato dalla scoperta di Evans del 1987, secondo cui le piccole imprese, meno indebitate, crescono più rapidamente.

Accanto a questi, ci sono poi fattori istituzionali che impattano sulle scelte finanziarie di un’azienda: l’elevato sviluppo del mercato e la maggiore tutela dei diritti degli azionisti sono correlati a livelli più bassi di leva finanziaria; mentre una maggiore protezione dei creditori è correlata ad un tasso più elevato di indebitamento; infine, livelli inferiori di corruzione hanno un effetto positivo sia sul debito che sul finanziamento azionario. Tali fattori istituzionali, essendo meno

variabili nel tempo, risultano essere più importanti per le imprese piccole e/o non quotate, le quali hanno obiettivi di leva soggetti a minori modifiche.

1.2.1 Evidenze

Test empirici ed osservazioni hanno aiutato a capire meglio quale sia effettivamente il legame tra scelte finanziarie e i fattori appena citati. In particolare, risultano importanti le analisi condotte da Kayhan e Titman.

Per quanto riguarda l'effetto del **deficit finanziario**, si è potuto constatare che esso dipende dal rapporto *market-to-book* alto o basso e dal fatto che il suo valore sia positivo o negativo. Ad esempio, si è riscontrato che quando il deficit finanziario è positivo, un suo incremento porta ad un aumento superiore della leva finanziaria per le imprese con *market-to-book* basso, rispetto al caso in cui è negativo. Per le imprese ad alto *market-to-book*, invece, il deficit finanziario ha un effetto molto minore sul debito. Dunque, in realtà, l'impatto di questo fattore non è molto elevato per le imprese che hanno un rapporto tra valore di mercato e valore di libro sufficientemente elevato, il che vuole dire che le imprese con un'elevata valutazione sul mercato non sono toccate eccessivamente dalla riduzione di prezzo delle azioni di nuova emissione e, di conseguenza, non seguono fedelmente la teoria dell'ordine gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento. Inoltre, il deficit ha un effetto più forte sulla struttura finanziaria quando è positivo, ovvero si raccoglie capitale, piuttosto che nel caso in cui l'impresa paga capitale.

Gli stessi risultati confermano l'effetto dei **tempi di mercato** (*timing*)⁶, ovvero, si tende a finanziarsi con emissione di nuove azioni e ridurre la quota di indebitamento, nei periodi in cui il mercato è favorevole, cioè i prezzi azionari sono più elevati, e viceversa. Tuttavia, le osservazioni sui tassi di indebitamento, mostrano come tale effetto sia relativamente debole, così come quello della redditività passata. Una possibile spiegazione è che le imprese ad elevata redditività passata hanno anche alti rendimenti azionari e, come per la gran parte delle imprese con tale caratteristica, gli indici di indebitamento tendono a ridursi. Inoltre, il tasso di indebitamento delle imprese più redditizie diminuisce meno rispetto al quello delle altre imprese con redditività inferiore; questo poiché tali imprese tendono ad investire di più e di conseguenza hanno meno denaro per pagare un eventuale debito, che risulta così molto ridotto. Tutto ciò è coerente con le predizioni secondo cui le variazioni dei prezzi azionari influenzano la leva dell'impresa, cioè le imprese hanno maggiori probabilità di finanziarsi emettendo nuove azioni dopo aver rilevato un aumento della propria quotazione sul mercato.

⁶ M. Baker, J. Wurgler, 2002. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, 2002

Anche la variabile del **deficit di leva finanziaria** risulta altamente significativa, per cui le imprese che sono sotto-indebitate (sopra-indebitate), rispetto ai loro rapporti target, tendono a realizzare un aumento (riduzione) del rapporto di indebitamento nei successivi dieci anni.

Per quanto riguarda la permanenza delle relazioni rilevate, le osservazioni di Kayhan e Titman indicano che i rendimenti azionari e i deficit finanziari hanno l'effetto più persistente sull'indebitamento, almeno su un periodo di dieci anni.

Complessivamente, le imprese tendono ad adattarsi a un obiettivo anche quando questo è misurato nel passato; allo stesso tempo, è dimostrato però, che la storia più recente di un'impresa ne influenza la struttura finanziaria più di quanto faccia la sua storia più lontana, suggerendo che parte degli effetti derivanti dalla storia delle imprese, nel tempo si inverte, il che spiega ancora meglio il perché le società intraprendono azioni correttive che compensano i cambiamenti che le allontanano dal valore di leva obiettivo, azioni che perciò possono, talvolta, contrastare le teorie sulle scelte finanziarie.

Per quanto concerne la variabile del deficit finanziario, è mostrata una prova relativamente forte di un'inversione d'effetto sulla leva finanziaria⁷; un effetto che, in aggiunta, si inverte di più quando il deficit è positivo, inoltre, l'inversione è più forte per le imprese con alto rapporto tra valore di mercato e valore di libro.

Dunque, si è concluso che le variazioni nel livello di indebitamento risultano prevalentemente spiegate dal deficit di leva finanziaria e dai cambiamenti nei rapporti di leverage obiettivo. Questi risultati sono coerenti con un significativo, ma relativamente lento, movimento delle imprese verso i valori target di debito stabiliti.

Ricerche condotte agli inizi del 2000 mostrano come l'effetto delle variabili evidenziate fino ad ora sulla la leva finanziaria, possono variare trasversalmente in relazione ad altri fattori quali la **dimensione**, l'**età** dell'impresa e la presenza o meno di **rating**. Gli studiosi Frank e Goyal hanno osservato, infatti, che il deficit finanziario ha un effetto minore sui cambiamenti nella struttura finanziaria per le imprese più piccole e giovani, mentre l'effetto è più marcato nelle imprese che non hanno rating. In generale, il deficit finanziario ha complessivamente un impatto minore nelle imprese più giovani e senza rating (prevale l'effetto dell'età), seppure in contrasto con i risultati ottenuti da Kayhan e Titman, i quali hanno rilevato che l'età, la dimensione e la presenza di rating non influenzano il tasso di indebitamento. Bisogna distinguere, a tal proposito, due casi: quando le imprese sono sotto-indebitate rispetto ai propri obiettivi, esse aumentano la leva

⁷ L. Lang, E. Ofek, R. M. Stulz, Leverage, investment, and firm growth / *Journal of Financial Economics* 40, 1996

finanziaria indipendentemente da età e dimensione. Tuttavia, è stato osservato che le imprese sopra-indebitate prive di rating tendono a ridurre il proprio livello di indebitamento due volte più velocemente delle imprese con rating. Una possibile spiegazione è che le prime sono più dipendenti dalle banche, le quali spingono verso azioni volte a ridurre la leva.

Dal confronto tra aziende quotate e non quotate emerge inoltre che, mentre gli effetti industriali spiegano più degli effetti Paese (istituzione, sviluppo del mercato) per le società quotate; per le società non quotate, al contrario, gli effetti Paese spiegano circa due volte di più degli effetti del settore⁸.

Una spiegazione è che le imprese quotate hanno migliori opportunità di finanziamento in termini di capitale di rischio, infatti essere quotati in borsa può essere considerato un segnale di buona qualità, e quindi le potenziali fonti di finanziamento per tali imprese non sono limitate solo a finanziatori nazionali.

Inoltre, poiché le società quotate sono in media anche le più grandi, si può sostenere che le imprese piccole e non quotate sono influenzate più dalle caratteristiche dei singoli Paesi e hanno indici di indebitamento più elevati; mentre le imprese più grandi e con una quota maggiore di attività tangibili hanno una leva finanziaria più bassa.

Infine, è stato osservato che nelle economie meno corrotte, come ci si aspetterebbe, le imprese sono più indebitate.

In conclusione, si può sostenere che le imprese si comportano come se avessero rapporti di indebitamento obiettivo, ma i loro flussi di cassa, le esigenze di investimento e le realizzazioni del prezzo delle azioni portano a deviazioni significative da tali obiettivi, a cui si torna in modo relativamente lento.

Maggiori deficit finanziari sono associati a un aumento della leva finanziaria; i rendimenti azionari hanno un impatto molto importante sulle scelte finanziarie anche se l'entità è piuttosto piccola rispetto alle fluttuazioni di prezzo delle azioni e agli effetti del deficit finanziario.

Ad esempio, maggiori prezzi azionari potrebbero essere associati a maggiori opportunità di crescita e cambiamenti nella natura del business d'impresa, associati a loro volta a tassi di indebitamento più bassi.

Le imprese più redditizie sono in genere in una posizione migliore per trarre vantaggio dallo scudo fiscale del debito e potrebbero essere percepite come meno rischiose, suggerendo così una relazione positiva tra redditività e tasso di indebitamento; la redditività può essere anche un'indicazione del potere di mercato, suggerendo una relazione negativa; infatti, le imprese con elevato potere

⁸ A. Kayhan, S. Titman, Firms' histories and their capital structures / *Journal of Financial Economics* 83, 2007.

di mercato preferiscono mantenere la leva finanziaria a bassi livelli in modo da scoraggiare i potenziali entranti nelle proprie linee di *business*.

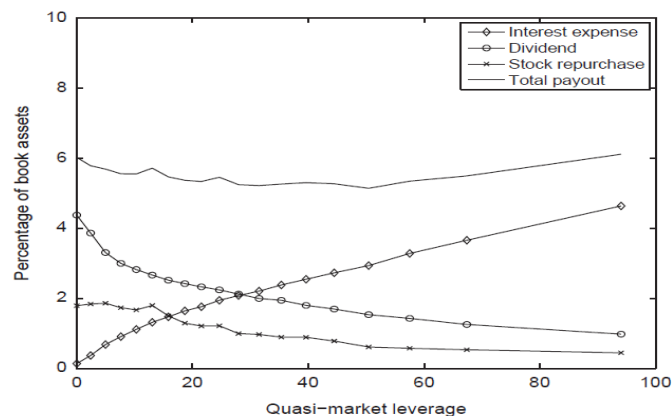
Infine, le grandi imprese, in genere quotate, sono più diversificate e hanno maggiore accesso ai mercati azionari, a cui si rivolgono come fonte principale per finanziarsi. Accanto a ciò, anche i fattori istituzionali quali la corruzione e la tutela di azionisti e creditori, come le condizioni di un Paese, possono influire sulle scelte di finanziamento di un'impresa.

1.3 Imprese zero-leveraged

Il fenomeno di leva zero è oggi molto diffuso e consiste nel fatto che le imprese decidono di avere una struttura finanziaria con indebitamento nullo, in estremo, o comunque quasi nullo, molto al di sotto dei valori ottimali, cosicché la scelta di finanziamento sia ridotta alle due fonti di utili non distribuiti e capitale azionario. Inoltre, la distribuzione delle imprese a leva zero o quasi, in ogni settore è significativa e relativamente stabile nel tempo, il che indica che l' avversione al debito è una caratteristica comune piuttosto che un'eccezione.

Questo fenomeno è considerato un vero e proprio "*puzzle*", un'inefficienza finanziaria, ancora non spiegato del tutto e per essere compreso è utile analizzare il caso estremo di leva nulla, in cui i fattori che guidano tale comportamento sono semplicemente amplificati e quindi, più facili da rilevare. Si può sostenere che le società a leva zero, in genere, pagano dividendi più alti, sono più redditizie, pagano tasse in valore maggiore, emettono meno fondi azionari e hanno saldi di cassa più elevati; inoltre, le imprese in cui il CEO ha maggiori quote di partecipazione e un mandato più lungo e le società familiari, hanno maggiori probabilità di avere debito nullo o prossimo allo zero.

Fig.2 Andamento del livello di indebitamento (leva) in funzione della % di Interessi, Dividendi, riacquisto di Azioni, Payout



Molte di queste constatazioni, dunque, fanno emergere i vantaggi di una struttura finanziaria di questo tipo, ma contrastano quanto prospettato dalle teorie economiche relativamente ai benefici del debito e ai costi delle emissioni azionarie; tant'è che si dice che tali imprese "lasciano valore sul tavolo". È stato infatti verificato che, se le imprese *zero leveraged* facessero ricorso al debito, si registrerebbe un beneficio fiscale del 7% sul valore del capitale netto e un incremento dei profitti del 15% dell'equity, determinando un aumento di valore dell'impresa⁹. Dunque, una spiegazione plausibile di questo comportamento, sembra risiedere nelle preferenze personali dei CEO o CFO e, collegato a ciò, nella conformazione del consiglio di amministrazione, piuttosto che nelle caratteristiche proprie dell'impresa stessa. Se, infatti, il *manager* possiede una quota considerevole di proprietà azionaria troverà il debito più costoso rispetto a quanto è ritenuto dagli azionisti; inoltre, sarà più facile adottare una politica di basso debito con un consiglio più favorevole o piccolo e meno indipendente.

Molti sono gli studi che hanno esaminato l'influenza di questi fattori sulle scelte di indebitamento e mostrato che alcune caratteristiche del *management*, come l'eccessiva sicurezza e l'esperienza legata all'aver vissuto la Grande Depressione, fanno sì che si tenda a ridurre la leva finanziaria.

Anche le imprese a controllo familiare ci si aspetta siano più conservative nei riguardi del debito e questo perché, in genere, tali imprese traggono la propria utilità dall'ereditare il patrimonio familiare e salvaguardare il benessere degli altri membri della famiglia. Quindi, il desiderio di sopravvivenza a lungo termine e il rischio di insolvenza legato al debito lasciano intuire che le imprese familiari hanno più probabilità di avere una leva finanziaria nulla o prossima allo zero.

Sulla base di queste considerazioni, le analisi di Strebulaev e Yang hanno collegato l'estremo conservatorismo del debito con diverse caratteristiche dei CEO e dell'azienda, come la proprietà e lo stato di famiglia.

A questi fattori, si aggiunge il fatto che, come sostenuto da Graham, le imprese spesso sottovalutano il beneficio fiscale derivante dall'indebitamento e che le aziende che perseguono una politica del debito conservativa hanno maggiori probabilità di essere più stabili e redditizie. Dunque egli mostra che, in genere, le imprese a leva zero sono più piccole, hanno più elevati rapporti di mercato, sono più redditizie, hanno meno risorse tangibili e pagano dividendi più elevati, coerentemente con le osservazioni sui dati reali.

Si è poi constatato che la politica di zero leva è un fenomeno persistente e che le imprese identificate per la prima volta come *zero leveraged*, hanno elevate probabilità di esserlo anche negli anni successivi; in aggiunta, nei settori dove la

⁹ I.A. Strebulaev, B. Yang, The mystery of zero-leverage firms / *Journal of Financial Economics* 109, 2013

frazione di imprese a leva nulla è più elevata, è più probabile che un'impresa entrante nel settore, adotti anche essa tale politica.

1.3.1 Fattori determinanti

Dalle osservazioni su dati reali si può constatare, anzitutto, che le imprese a leva zero hanno un più elevato rapporto di mercato, meno attività tangibili, sono più redditizie e pagano più dividendi ma pagano anche più tasse. Un aspetto importante è, però, che tali imprese hanno saldi di cassa in media più elevati, suggerendo che la politica di debito zero sia dettata dal vantaggio di avere una maggiore liquidità da poter utilizzare come fonte principale di capitale, in linea con la teoria dell'ordine gerarchico, per ridurre i costi del finanziamento. Infatti, non risulta esserci una sostanziale differenza in termini di emissione di capitale; ciò vuole dire che le imprese a leva zero, differentemente da quanto ci si possa aspettare, non sostituiscono la fonte del debito con l'emissione di capitale rischioso ma, anzi, complessivamente fanno meno ricorso a fonti esterne di finanziamento. Questo, come suddetto, anche grazie alla disponibilità più elevata di risorse liquide. Resta il fatto che, rispetto alle altre imprese, le aziende a leva zero hanno maggiori possibilità di sfruttare i benefici fiscali del debito, cosa che però non accade.

Una ragione potrebbe riguardare le prospettive di crescita dell'impresa. Non sorprende che, infatti, imprese con tassi di crescita elevati preferiscono mantenere livelli di indebitamento bassi e ricorrere a fonti di finanziamento meno rischiose.

Quindi, per capire meglio questo fenomeno, bisogna identificare le determinanti economiche che spingono le imprese a sostituire il pagamento ai debitori con quello agli azionisti.

Uno di questi fattori, la cui impronta economica risulta rilevante, è la crescita di redditività associata ad un aumento della propensione ad essere o diventare un'impresa a leva nulla. Si individuano, accanto a questo, altri fattori tra cui la maggior vendita di *asset* e le spese in conto capitale; coerentemente con le previsioni secondo cui le imprese a leva zero, o prossima allo zero, facciano meno affidamento a finanziamenti esterni e si finanzino invece tramite fonti interne ottenute dai ricavi di tali vendite.

Un'ulteriore spiegazione del basso livello di indebitamento è quella secondo cui il debito è "schiacciato" da vari sostituti o sono presenti scudi fiscali neutrali, come è stato rilevato da diversi studiosi. Tra questi sostituti due sono quelli di particolare interesse, ovvero il leasing operativo e le pensioni non finanziate e passività per l'assistenza sanitaria.

Il leasing¹⁰ operativo può, infatti, sia integrare il debito che svolgere il ruolo di sostituto. Tuttavia, evidenze empiriche mostrano che il livello di leasing operativo delle imprese a leva zero, non è molto differente da quello delle altre imprese, il che esclude l'utilizzo di questa fonte come sostituto al debito, non fornendo spiegazioni consistenti per la presenza di una politica a debito zero.

Per quanto riguarda le pensioni e passività sanitarie, queste possono rappresentare un sostituto parziale del debito: si rileva che le imprese a leva zero hanno passività significativamente inferiori rispetto alle altre imprese; inoltre, le imprese con piani pensionistici non finanziati di grandi dimensioni, sono anche maggiormente indebitate, quindi in realtà il debito e questo fattore si muovono parallelamente e non come sostituti l'uno dell'altro, in quanto gli elementi economici che portano ad un maggior utilizzo del debito sono anche quelli che contribuiscono ad avere oneri pensionistici più elevati e viceversa.

Una considerazione in linea con la teoria complessa dell'ordine gerarchico delle fonti di finanziamento, è che le imprese adottano politiche estreme di basso indebitamento per far fronte ad investimenti futuri e, dunque, la flessibilità finanziaria potrebbe essere un fattore importante nelle decisioni di bassa leva o leva nulla. Queste imprese, però, di fatto sostituiscono il pagamento degli interessi derivanti dal debito con dividendi e riacquisto di azioni violando la prospettiva standard del modello di *trade-off*.

Come già detto una spiegazione del comportamento a zero leva sta nelle preferenze personali dei decisori d'azienda ovvero il *manager* e i grandi azionisti. Infatti, si potrebbero preferire azioni più o meno conservative; oppure i grandi azionisti e amministratori delegati possono trovarsi a sostenere dei costi superiori in caso di scarsa diversificazione; inoltre la situazione fiscale personale di un *manager* o azionista di maggioranza, differente da quella di un piccolo azionista, può tradursi in differenti incentivi e scelte finanziarie. Ad esempio la politica di zero leva adottata fino a qualche anno fa in Microsoft era associata alla situazione fiscale di Bill Gates.

Dunque le caratteristiche del CEO e della governance aiuterebbero a spiegare il fenomeno diffuso delle imprese *zero leveraged*.

Numerosi sono gli studi empirici a riguardo, in cui si rileva che i gestori con una maggiore sensibilità del proprio compenso ai prezzi delle azioni e minore sensibilità alla volatilità azionaria usano meno debito; inoltre, gli amministratori che hanno vissuto la Grande Depressione tendono a fare affidamento più sul

¹⁰ Contratto con cui una parte concede in godimento all'altra un bene dietro un corrispettivo e per un determinato periodo di tempo, alla scadenza del quale la parte che ha in godimento il bene può restituirlo o divenirne proprietario pagando la differenza tra quanto già versato ed il valore del bene.

finanziamento interno che esterno ed adoperano una politica di leva finanziaria più prudente¹¹. Altri tratti manageriali influenti sono l'ottimismo e l'eccesso di fiducia nelle decisioni; l'eterogeneità tra il *manager* e gli investitori, che può portare al conservatorismo del debito; l'aver lavorato per più datori di lavoro, che fa prediligere una leva finanziaria più elevata¹².

Accanto a questi, i test condotti da Strebulaev e Yang indicano che le imprese con maggiore partecipazione del CEO hanno più probabilità di avere leva finanziaria prossima allo zero; allo stesso modo una *governance* aziendale meno severa è associata alla politica di zero leva; mentre, imprese con amministratori indipendenti, consiglio di amministrazione più ampio e mandato del CEO più breve, hanno meno probabilità di scegliere questa politica estrema di finanziamento. Tali risultati, più evidenti per le imprese che pagano dividendi, sono coerenti con il fatto che nelle realtà più ampie o dove il *manager* ha meno spazio di azione, è difficile che vengano adottate politiche molto estreme e che quindi, le piccole imprese o comunque imprese con piccoli consigli e maggior spazio decisionale per il *manager* sono invece associate ad una struttura finanziaria a leva nulla o prossima allo zero.

Detto ciò non è escluso che alcune imprese abbiano, per varie ragioni, un livello di indebitamento nullo o quasi perché per tali imprese è quello il livello ottimale suggerito dalla teoria, e che sulla base di questo scelgano successivamente le altre caratteristiche che le contraddistinguono.

Un ulteriore aspetto importante è quello dei benefici privati di controllo che derivano dai diritti residuali di controllo, a loro volta generati dai diritti di proprietà e che costituiscono costi di agenzia per le imprese. Questo collega il fenomeno di debito nullo al fattore della presenza familiare nell'impresa. Si sostiene, infatti, che nelle imprese familiari i membri della famiglia che detengono il controllo siano più altruisti, in quanto traggono beneficio dal mantenimento dell'eredità familiare e dal benessere degli altri membri della famiglia. Questo fa sì che ci sia una maggiore avversione al rischio legato alla presenza del debito e, di conseguenza, queste società, in particolare quelle in cui il fondatore o un membro della famiglia è anche amministratore, è più probabile adottino una politica di leva nulla o comunque conservativa. Coerentemente con l'aspetto della sopravvivenza, si osserva che in media le imprese *zero leveraged* sopravvivono più a lungo rispetto alle società indebitate, a parità di altre condizioni. Pertanto, se i membri della famiglia che occupano posizioni nel *board* accrescono i benefici privati derivanti dal controllo e allo stesso tempo c'è più probabilità di adottare una

¹¹ J. Graham, K. Narasimhan. Corporate survival and managerial experiences during the Great Depression, 2004.

¹² B. Yang, Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing, 2011.

politica del debito conservativa, si può concludere che la possibilità di estrarre benefici privati dalla gestione d'impresa, è positivamente collegata ad una politica di leva nulla.

Risulta interessante anche rilevare il perché le imprese passano dall'essere a leva nulla all'emissione di debito e viceversa. Le imprese con *asset* meno tangibili e minori dividendi sono meno propense a diventare *zero leveraged*, anche perché dispongono, in tali condizioni, di meno liquidità da utilizzare come fonte di finanziamento. Tuttavia, a parità di altre condizioni, pagare più dividendi aumenta la propensione ad adottare una politica di debito nullo. Pertanto, emerge che la disponibilità di liquidità è il fattore rilevante che spinge le imprese a ridurre drasticamente il proprio debito, entrando nella politica a leva zero. Per quanto riguarda, invece, le condizioni di uscita da tale politica, in genere le determinanti sono costituite dagli stessi fattori che determinano l'ingresso, ma in segno opposto, dunque, è meno probabile che le imprese incrementino la leva quando hanno meno *asset* tangibili e distribuiscono elevati dividendi. Per quanto riguarda, invece, le spese di investimenti futuri, queste sono negativamente collegate all'entrata e positivamente all'uscita dalla politica di leva nulla, coerentemente con l'idea del modello di ordine gerarchico complesso, secondo cui la flessibilità finanziaria guida le scelte di indebitamento e in generale di finanziamento.

Resta comunque dubbia la questione del perché tali imprese volontariamente "lascino sul tavolo" il denaro derivante dai benefici monetari dello scudo fiscale generato dall'indebitamento. Una ragione plausibile può essere che nella definizione delle teorie economiche e negli studi relativi alla struttura del capitale di impresa, non si tiene conto della presenza di tasse personali che dipendono dalla struttura proprietaria dell'impresa stessa. Quindi, non è detto che la riduzione della tassazione dovuta dallo scudo fiscale abbia un impatto positivo, invece, sulla tassazione personale dei soggetti che guidano l'impresa.

Dunque, è evidente che un numero sostanziale di grandi aziende segue una politica di debito zero o quasi zero e né gli effetti industriali, quali il settore in cui si opera, né le sole dimensioni consentono di spiegare pienamente questo comportamento. Particolarmente interessante è la presenza di un gran numero di imprese a leva nulla che paga dividendi, le quali risultano più redditizie, pagano tasse più elevate e hanno un saldo di cassa più elevato rispetto alle altre aziende simili per settore e dimensioni.

Inoltre, le aziende con una grande quota di proprietà del CEO e consigli di amministratore meno ampi hanno maggiori probabilità di essere *zero leveraged*, e anche le imprese familiari sono più propense a perseguire politiche di leva zero. Nel complesso, si può affermare che le caratteristiche di *governance* delle imprese

sono determinanti importanti del fenomeno della leva zero e del basso livello di indebitamento, un fenomeno persistente nel tempo e collegato, o meglio responsabile del comportamento di leva stabile, per il quale le imprese modificano la propria struttura finanziaria raramente.

2 La struttura del capitale nell'impresa familiare

Un'impresa familiare, in senso giuridico, è una forma particolare di impresa individuale in cui, accanto al titolare, operano in modo continuativo i membri della famiglia, la cui attività risulta prevalente. Nella letteratura economica ci sono diverse definizioni di impresa familiare in base alle quali si determina quando, effettivamente, il soggetto e i suoi familiari possano definirsi proprietari dell'impresa. La definizione tradizionale prevede che si possa considerare impresa familiare un'impresa in cui almeno il 10% delle quote di partecipazione è detenuto da un nucleo familiare. Altre definizioni invece, fanno riferimento al concetto di *governance*, indipendentemente dalla proprietà. L'aspetto importante di cui si tiene conto è, quindi, se la famiglia ha possibilità di assumere la posizione di *governance* e non se effettivamente questa è esercitata; quindi conta avere la proprietà non in generale, ma della maggioranza. Secondo questa definizione un'impresa familiare è tale se un membro della famiglia opera in posizione di CEO o presiede nel *board*. L'utilizzo dell'una o dell'altra definizione potrebbe, pertanto, determinare conclusioni differenti inerenti le caratteristiche dell'impresa e gli effetti sulla struttura finanziaria o su altre variabili che ne determinano le *performance*.

Le imprese familiari sono molto diffuse nel nostro Paese e in particolare nei Paesi con sistema legale *civil law*, che sono anche i Paesi in cui gli investitori godono di una protezione finanziaria inferiore e dove il mercato dei capitali è meno sviluppato rispetto ai Paesi di impronta giuridica *common law*¹³, come mostrano gli studi che hanno alla base le teorie di *law and finance*.

La struttura finanziaria di un'impresa familiare fa, dunque, poco affidamento alle fonti esterne di finanziamento, quali debito e capitale di rischio, ma piuttosto si tende ad utilizzare fonti interne, ed è per questo motivo che si cerca di mantenere sempre una certa quota di liquidità disponibile. Indipendentemente dalle teorie relative ai costi del finanziamento, ciò accade perché, in un'impresa familiare, si tende a perseguire la stabilità e la continuità aziendale e si ricava utilità da queste e dal benessere dei singoli membri della famiglia. Di conseguenza, i componenti della famiglia di controllo sono particolarmente avversi al rischio legato all'utilizzo delle fonti esterne di finanziamento; tant'è che, come discusso in precedenza, un fenomeno legato alla proprietà familiare è quello della leva zero o quasi nulla.

¹³ Il *civil law* è un modello di ordinamento giuridico derivante dal diritto romano. Concettualmente, procede per astrazioni, formula principi generali e distingue le norme sostanziali da quelle procedurali; considera il diritto giurisprudenziale secondario e subordinato al diritto legislativo. Per *common law*, invece, si intende un modello di ordinamento giuridico, di origine britannica, basato sui precedenti giurisprudenziali più che su codici o leggi o atti normativi di organi politici.

Inoltre, la struttura finanziaria di un'impresa familiare, nell'accezione in cui la famiglia detiene almeno una quota di proprietà pari al 10%, può essere influenzata dalla partecipazione attiva della famiglia alla *governance* dell'azienda, proprio perché le caratteristiche del CEO e del consiglio influiscono sulle scelte finanziarie. Quindi, laddove il CEO è anche un membro della famiglia di controllo gli effetti relativi ai due fattori quali, l'interesse di sopravvivenza della famiglia e l'avversione al rischio che ne deriva e la quota di proprietà nelle mani del CEO che incentiva a sfruttare o meno benefici privati di controllo, si uniscono nel determinare la politica, in questi casi piuttosto conservativa, sulla base della quale si delineano le scelte delle fonti di finanziamento dell'impresa.

2.1 Partecipazione familiare alla governance

La famiglia detiene posizioni di *governance*, in genere, quando possiede grandi partecipazioni in imprese piccole, redditizie e a basso rischio. Sorgono, a questo punto, i due quesiti inerenti il perché si decide di partecipare attivamente alla *governance* d'impresa, non solo come CEO, e qual è l'impatto di tale decisione sulle prestazioni della stessa. Sono molti gli studi inerenti la seconda questione, i quali associano la presenza familiare ad una maggiore stabilità dell'impresa in cui si opera; poche sono invece le prove dei fattori che determinano la partecipazione della famiglia in prima linea. Anzitutto, considerando separatamente le due posizioni di CEO e presidente del CdA, si rileva che nelle imprese familiari, nell'accezione in cui la famiglia detiene almeno il 10% di proprietà, in gran parte dei casi i membri della famiglia coprono almeno una di queste due posizioni; indicando così che la partecipazione attiva alle decisioni aziendali è un fenomeno molto diffuso.

I fattori che incidono su tale situazione sono, in primo luogo, quelli osservabili direttamente dalle prestazioni aziendali, ovvero, la famiglia controllante pesa i benefici e i costi legati alla partecipazione alla *governance*, analogamente a quanto accade nelle scelte finanziarie. Tenuto conto di ciò, si può concludere che, in aggiunta, la famiglia partecipa maggiormente alla *governance* laddove detiene una maggiore quota di capitale e l'impresa è più piccola, redditizia e meno rischiosa. Tali relazioni valgono sia per le imprese familiari con singolo proprietario sia quelle con più proprietari e qualunque definizione di impresa familiare si utilizzi. Si rileva, inoltre, che la partecipazione familiare alla *governance* resta stabile durante il ciclo di vita dell'impresa o, comunque, finché la famiglia ne detiene il controllo.

2.1.1 Costi e benefici

La scelta della partecipazione familiare si basa, di prima battuta, sulla semplice idea che la famiglia controllante sceglie di partecipare quando i benefici apportati superano i costi da sostenere.

I **vantaggi** legati alla partecipazione attiva della famiglia sono, in primo luogo, la riduzione dei conflitti di interesse tra proprietà e gestione, poiché la presenza della famiglia controllante nel consiglio o nel ruolo di CEO riduce sostanzialmente la separazione tra la posizione di principale, colui che detiene la proprietà, e agente, colui a cui è delegato l'onere di decidere. Inoltre, se l'agente è un membro della famiglia, che è dunque anche principale, oltre ad incentivi per un buon governo, egli è guidato anche da una certa lealtà nei confronti dei soci, la quale determina un allineamento generale degli interessi.

Il secondo vantaggio riguarda l'incentivo nel prendere decisioni con prospettive di lungo termine, poiché la famiglia vuole garantire la sopravvivenza e la stabilità dell'impresa, al contrario, invece, di quanto farebbe un *manager* esterno più concentrato sul raggiungimento di obiettivi a breve termine. Questa prospettiva fa sì che sia anche rafforzata la capacità di mantenere contratti solidi nel tempo, sia con i dipendenti sia con clienti e fornitori, accrescendo la fiducia reciproca e la reputazione dell'impresa stessa. Infine, la partecipazione della famiglia alla *governance* permette di ridurre l'asimmetria informativa che sussiste tra gli azionisti interni l'impresa e i grandi azionisti finanziatori esterni, riducendo la perdita di valore associata ad essa.

La partecipazione familiare, inoltre, può fornire vantaggi competitivi. La famiglia infatti, in quanto proprietaria, ha elevati incentivi a monitorare i *manager* e minimizzare i problemi di *free-riding*¹⁴; per di più, poiché un buon monitoraggio richiede un'approfondita conoscenza dell'impresa e disponibilità di informazioni inerenti ad essa, le famiglie, in quanto controllanti da lunghi periodi, si muovono più velocemente lungo la curva di apprendimento, hanno a disposizione maggiori informazioni e, pertanto, forniscono una supervisione superiore.

Le famiglie fondatrici, infatti, mantengono la propria presenza a lungo nel settore in cui operano, concentrandosi su lunghi orizzonti temporali piuttosto che su risultati di breve periodo al contrario di molti altri azionisti e *manager*. Questo fa sì che ci sia meno propensione a rinunciare a buoni investimenti solo per aumentare i guadagni attuali e che gli investimenti siano, perciò, più efficienti nell'ottica di lungo periodo.

¹⁴ Comportamento opportunistico finalizzato a fruire pienamente di un bene (o servizio) prodotto collettivamente, senza contribuire in maniera efficiente alla sua costituzione.

Emerge ulteriormente, così, la volontà di trasmettere quanto posseduto alle generazioni future prediligendo la sopravvivenza piuttosto che la ricchezza presente e sostenendo, la massimizzazione del valore d'impresa a lungo termine.

Per quanto riguarda i **costi**, questi sono rappresentati essenzialmente dalla ricchezza indifferenziata, che deriva dall'elevata quota di proprietà detenuta dalla famiglia e fa sì che quest'ultima sia interessata alla *governance* principalmente, e talvolta solamente, quando l'impresa ha un basso rischio. Nello specifico, possono emergere conflitti con gli azionisti nel momento in cui la famiglia prende decisioni a proprio vantaggio che penalizzano gli azionisti di minoranza o l'azienda nel suo complesso di dipendenti e azionisti. Questo si traduce in benefici privati¹⁵ per la famiglia, i quali si concretizzano in vari modi, tra i quali il nepotismo, per cui la famiglia utilizza la propria posizione di controllo per impiegare membri con competenze a volte inferiori rispetto a quelle di un candidato esterno; oppure pratiche di *tunneling*, come la definizione di prezzi iniqui con un'altra impresa controllata dalla stessa famiglia. Si tratta, in sostanza, di tutte quelle attività che consentono alla famiglia di guadagnare a scapito degli azionisti di minoranza, ma anche a scapito dell'impresa stessa di cui si detiene la proprietà. Quindi, l'espropriazione degli azionisti di minoranza, che può apparire inizialmente un beneficio, si rileva essere un costo per la famiglia.

Infine, si deve tener conto che la disponibilità di risorse all'interno della famiglia è limitata e non sempre si riesce ad identificare una figura dalle competenze necessarie a ricoprire un determinato ruolo. Ne risulta, talvolta, un costo legato a competenze insufficienti, che può superare il beneficio derivante dalla lealtà tra soggetti e dall'allineamento di interessi. Accanto a questo, emerge, inoltre, il costo dovuto alla permanenza di *manager* non più qualificati, la cui presenza è imposta dagli azionisti di maggioranza, in tal caso legati alla famiglia controllante.

2.1.2 Altri fattori che guidano la decisione di partecipazione

Accanto al confronto tra benefici e costi, ci sono tre possibili determinanti economiche che contribuiscono alla scelta di partecipazione attiva della famiglia nell'azienda.

¹⁵ Si definiscono benefici privati del controllo le varie forme di utilità privata godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti economici che esercitano il controllo societario. Si distinguono benefici monetari e benefici non monetari. I primi sono rappresentati dai guadagni derivanti da tutte le possibili forme di "scambio"; i secondi rimandano a dimensioni non strettamente economiche e si identificano nel prestigio, nel potere, nella fama, associati o derivanti dal proprio *status* di controllante.

Anzitutto, la **quota di proprietà** detenuta risulta positivamente correlata al fenomeno poiché, avere una quota più elevata vuol dire aver effettuato un investimento considerevole nella società ed essendo, dunque, in gioco maggiore ricchezza e rischio, c'è un incentivo più elevato a partecipare attivamente alle decisioni d'impresa. Inoltre, per gli stessi motivi, si riduce l'incentivo ad utilizzare le risorse a disposizione per estrarre benefici privati piuttosto che benefici pubblici poiché, maggiore è la quota di partecipazione maggiori saranno i costi legati ai benefici privati da sostenere. Conseguentemente, risultano attenuati i conflitti interni e il governo intensivo da parte della famiglia controllante risulta meno minaccioso per gli azionisti di minoranza, i quali avranno meno possibilità di essere espropriati. Pertanto, una maggiore quota di proprietà aumenta l'incentivo e la facoltà di massimizzare il valore d'impresa e dà alla famiglia motivi forti per partecipare più attivamente alla *governance*.

La relazione tra proprietà e partecipazione risulta, però, meno immediata nelle imprese con più proprietari poiché, la famiglia di controllo, in aziende a partecipazione multipla, può aumentare la propria ricchezza non solo aumentando i vantaggi in termini di valore per tutti gli azionisti, ma anche estraendo maggiori benefici privati, che risultano, pertanto, più attrattivi. Più intensamente la famiglia partecipa, più facile è l'accesso a tali benefici.

Tuttavia, anche nelle aziende con proprietà multipla, l'incentivo a cogliere i benefici privati, allo stesso tempo, è tanto più ridotto quanto più la famiglia di controllo possiede, perché in tal caso il costo per produrre tali benefici è superiore, essendo proporzionale alla quota di proprietà. Quindi, l'intensità della partecipazione familiare nelle imprese con più proprietari dovrebbe diminuire, piuttosto che aumentare, man mano che cresce la quota di proprietà della famiglia, se lo scopo della partecipazione è soltanto quello di estrarre benefici privati.

D'altro canto, indipendentemente dalla proprietà, l'incentivo ad ottenere benefici privati è ridotto dalla perdita di reputazione e protezione legale. Pertanto, si prevede che l'effetto complessivo di questi due incentivi opposti sia una relazione positiva tra intensità di partecipazione e proprietà: maggiore è la percentuale di capitale detenuta dalla famiglia di controllo, maggiore è la tendenza a partecipare attivamente alla *governance*; prevale, infatti, la volontà di sopravvivenza e stabilità nel lungo periodo.

In secondo luogo, si osserva che la famiglia è meno attiva nelle imprese di grandi **dimensioni**, in quanto queste aziende, sono in genere più complesse, operando in più settori e in aree geografiche differenti e possono, quindi, richiedere competenze maggiori e più varie, che risultano più difficile da trovare tra i membri della famiglia proprietaria, piuttosto che tra un ampio gruppo di soggetti esterni.

Quindi, poiché prevale il desiderio di reclutare personale di talento esterno piuttosto che estrarre benefici privati, la partecipazione della famiglia al governo d'impresa è più marcata nelle piccole aziende. Questo anche per la relazione positiva che sussiste tra quota di partecipazione e **rischio**: ad un rischio maggiore nell'investimento finanziario, è legato un rischio minore nell'investimento di capitale umano, il quale fa prediligere il reclutamento di soggetti esterni e capaci. Non mancano, tuttavia, episodi di familismo, per i quali la solidarietà tra i membri della famiglia prevale sul benessere dell'intero gruppo impresa. Inoltre, poiché le imprese più grandi tendono anche a essere più trasparenti, il vantaggio legato alla riduzione dell'asimmetria informativa dovuto alla partecipazione della famiglia per ridurre il costo del capitale, è più debole quanto più grande è l'impresa, riducendo l'incentivo a prendere parte attiva alle decisioni aziendali.

Allo stesso tempo, si osserva che i CEO interni producono una successione meno costosa maggiore è la dimensione dell'azienda. Queste due relazioni, apparentemente opposte, possono comunque essere coerenti tra loro:

in primo luogo, mentre il numero di candidati non familiari aumenta man mano che l'impresa cresce, il gruppo di candidati appartenenti alle famiglie non lo fa, facendo così prevalere il primo effetto.

In secondo luogo, man mano che l'azienda cresce e diventa più complessa, è meno probabile che la famiglia abbia nel suo nucleo il miglior candidato a ricoprire una determinata posizione. Pertanto, mentre le dimensioni aziendali maggiori aumentano il valore in mano agli azionisti interni e il numero di candidati esterni, la probabilità di trovare un membro della famiglia in questo gruppo potrebbe diminuire.

Inoltre, le **prestazioni** dell'impresa possono riflettere la sua solidità e una *governance* da parte della famiglia più debole. Prestazioni più elevate significano margini più elevati e maggiore flessibilità, il che rende l'azienda meno sensibile a situazioni difficili, comprese le battute d'arresto a causa di una cattiva gestione familiare. Di conseguenza, poiché le competenze richieste sono inferiori, a causa di prestazioni elevate, esogene (cioè indipendenti dalla direzione della famiglia), è più facile trovare all'interno del nucleo familiare i candidati qualificati a ricoprire posizioni di dirigenza, in tali condizioni. Si prevede, dunque, una relazione positiva tra intensità di partecipazione e *performance*, indipendentemente dal fatto che la causalità vada dalla *performance* esogena alla partecipazione endogena o dalla partecipazione esogena alla *performance* endogena.

Tale relazione riflette l'idea diffusa secondo cui la famiglia, talvolta, adatta la propria partecipazione, in termini di quantità e modalità, alle *performance* d'impresa e non viceversa e, dunque, che ci sia un nesso causale tale che, sulla base delle *performance* passate la famiglia si auto-seleziona e definisce il livello di

partecipazione alla *governance* ottimale per la sopravvivenza dell'azienda. La questione è ancora molto discussa, tuttavia, alcuni studi dimostrano che l'effetto positivo delle *performance* sulla partecipazione familiare è due volte superiore all'effetto inverso della partecipazione sulle *performance*¹⁶.

Nel complesso, le prove empiriche suggeriscono che la partecipazione attiva della famiglia dipende dalle caratteristiche proprie dell'impresa e del proprietario cioè colui che ne detiene il controllo, in tal caso un membro della famiglia.

Accanto a queste variabili di natura economica si riscontrano altri fattori che incidono sulla scelta di partecipazione diretta della famiglia alle decisioni d'impresa e che sono determinati da questa.

Tra questi si rileva l'**età** dell'azienda, legata alle **dimensioni**, che può riflettere la complessità e, quindi, le competenze richieste per governare l'impresa con successo. Inoltre, anche le aziende più vecchie, come le più grandi, sono generalmente più trasparenti delle imprese più giovani, prospettando una relazione negativa tra intensità di partecipazione e età.

Anche il **rischio** influenza ed è influenzato dalla decisione di partecipazione. La famiglia diventa più esposta al rischio se i familiari assumono un impiego nell'impresa; in aggiunta, le aziende rischiose potrebbero essere più difficili da governare perché affrontano un ambiente più imprevedibile. Quindi, i due fattori legati alle competenze di gestione richieste e alla diversificazione, predicono una relazione negativa tra intensità di partecipazione e rischio.

La partecipazione può, infine, dipendere dal **mercato dei talenti** di *governance*. Infatti, più le imprese familiari riescono a trovare meno opzioni esterne per la direzione dell'impresa, più sarà difficile per i membri del nucleo familiare trovare un'occupazione al di fuori dell'azienda di famiglia, in quanto saranno collocati nei consigli di amministrazione di questa. Si registra, così, un livello di partecipazione alla *governance* elevato. Pertanto, il costo di assumere candidati meno qualificati membri della famiglia potrebbe essere inferiore ai benefici derivanti dalla gestione familiare, tanto più è limitato il mercato del lavoro locale.

Riassumendo, si può sostenere che l'intensità della partecipazione alla *governance* della famiglia controllante si rapporta positivamente alla quota di proprietà della famiglia e alle prestazioni dell'impresa, in particolar modo alla redditività. L'intensità della partecipazione si riferisce, inoltre, negativamente alle dimensioni, all'età e al rischio dell'azienda e alle dimensioni del mercato locale per i talenti della *governance*.

¹⁶ Ø. Bøhren, B. Stacescu, L. F. Almlı, K. L. Søndergaard, "When does the family govern the family firm?", 2018

I test condotti da Anderson e Reeb hanno supportato tali ipotesi mostrando, inoltre, che la famiglia è la forma organizzativa predominante nel nostro continente e la tendenza a detenere posizioni di controllo varia da settore in settore: nei settori con maggior percentuale di imprese familiari si registrano posizioni di controllo della famiglia stessa più intensive. Per quanto riguarda le determinanti esposte in precedenza si è dimostrato che, effettivamente, laddove la famiglia detiene un'ampia parte di partecipazioni azionarie, può controllare le decisioni d'impresa e può anche espropriare le minoranze, si riduce l'incentivo a utilizzare le risorse per estrarre benefici privati poiché i costi a carico della famiglia stessa saranno proporzionali alla quota di proprietà. Si è poi osservato che le performance di tali imprese sono molto varie, marcando i dubbi sul fatto che tale variabile sia esogena o endogena. Tuttavia, alcune analisi condotte hanno mostrato che proprietà, prestazioni e dimensioni d'impresa impattano in modo significativo sull'intensità di partecipazione corrente, mentre gli effetti opposti non risultano significativi. Questi risultati suggeriscono che l'intensità della partecipazione è determinata da prestazioni, dimensioni e quota di proprietà, mentre non vi è un chiaro supporto per poter affermare il contrario.

Le prove a supporto di ciò mostrano infatti che, laddove si osserva una partecipazione della famiglia più intensiva, si rilevano anche quote di proprietà più elevate possedute dalla stessa; con l'aumento della dimensione dell'azienda, la partecipazione alla *governance* si riduce gradualmente anche se tale effetto è ridotto nelle imprese prive di azionisti di minoranza, ovvero laddove la famiglia detiene gran parte del controllo; le imprese dove i membri della famiglia occupano sia posizioni nel consiglio, sia la posizione di CEO, sono imprese di piccole dimensioni con quote di maggioranza e redditività elevate.

In conclusione, è stato dimostrato da diversi studiosi che l'intensità della partecipazione è tanto più elevata quanto maggiore è la percentuale di possesso della famiglia, maggiore è la *performance* e minori sono le dimensioni e il rischio d'impresa, suggerendo che la scelta dell'intensità di partecipazione si riferisce in modo endogeno a caratteristiche che potrebbero già essere state messe in atto quando la famiglia ha assunto i suoi ruoli di *governance*.

Queste relazioni sono insensibili al modo in cui si definisce un'azienda familiare, alla presenza o meno di conflitti con gli azionisti e al modo in cui viene misurata la partecipazione della famiglia. Non vi sono prove sufficienti di un effetto del "ciclo di vita", poiché la relazione tra la partecipazione familiare e le caratteristiche dell'impresa familiare è molto simile sia nelle imprese giovani che in quelle meno giovani, anche se l'impronta della famiglia risulta più marcata nelle prime.

Questi risultati sono coerenti con l'idea che la decisione della famiglia controllante di partecipare alla *governance* dell'impresa dipenda dalle caratteristiche osservabili dell'azienda. La famiglia condiziona la sua scelta di partecipazione a caratteristiche solide che contano per i costi e i benefici della partecipazione, che variano con l'intensità della partecipazione e che raramente cambiano in modo drastico nel tempo.

2.2 effetti dello stato del CEO

Nel panorama industriale si può osservare che le imprese familiari, nell'accezione tradizionale, hanno prestazioni più solide rispetto alle imprese non familiari, mostrando marcatamente un andamento migliore sia in ambito contabile sia sul mercato. Tale differenza prestazionale può essere determinata anche dallo stato del CEO stesso; infatti, laddove il CEO è un membro della famiglia fondatrice o discendente, si registra una più elevata redditività contabile ma non la redditività sul mercato che, al contrario, risulta migliore per le imprese in cui il ruolo di CEO è ricoperto da soggetti esterni.

Sebbene sia constatato che il controllo della famiglia mitiga l'opportunismo manageriale, favorendo le prestazioni dell'azienda, una spiegazione a questa differenza di rendimento è che le famiglie, in imprese con scarse prestazioni, o che prevedono scarse prestazioni, hanno maggiori probabilità di vendere le proprie azioni e uscire dalla stessa azienda; pertanto si registra una maggiore presenza familiare nelle società a redditività più elevata. In ogni caso, si può sostenere che la proprietà familiare e la presenza di un CEO legato alla famiglia è associata ad una maggiore probabilità di riscontrare prestazioni aziendali superiori. Per quanto riguarda le cause, sia i problemi di agenzia che quelli relativi all'uscita dalla famiglia, contribuiscono a spiegare le documentate differenze tra le imprese familiari e non familiari.

Una caratteristica comune delle imprese familiari è che i membri della famiglia spesso ricoprono il ruolo di amministratore delegato o altre posizioni dirigenziali. Il fatto che nell'azienda vi sia un CEO legato alla famiglia, pone dinanzi due preoccupazioni particolari:

innanzitutto, il fatto di poter allineare prontamente gli interessi dell'impresa con quelli della famiglia stessa, suggerendo che gli effetti positivi suddetti sulle prestazioni aziendali sono potenzialmente marginali in presenza di un CEO di famiglia. Infatti, *“è più probabile che le famiglie forniscano i top manager quando possono soddisfare meglio i loro obiettivi di consumo attraverso la rete aziendale*

*piuttosto che attraverso la loro ricchezza*¹⁷; ovvero, la famiglia tende a collocare un proprio membro come CEO quando sa che può estrarre benefici utilizzando le risorse dell'impresa piuttosto che le proprie.

In secondo luogo, la famiglia può collocare uno dei suoi membri nella posizione di amministratore delegato al costo di escludere *manager* esterni eventualmente più capaci, talentuosi e professionali.

Le ricerche condotte da Singell su piccole imprese private suggeriscono, infatti, che l'incapacità dei proprietari di pregiudicare gli altri membri della famiglia che entrano nell'azienda, si traduce in investimenti subottimali e in una minore proattività. Inoltre, i CEO di famiglia potrebbero essere meno responsabili nei confronti degli azionisti rispetto ai *manager* professionisti esterni. Quindi, il collocamento di un membro della famiglia come CEO può portare anche a risentimento da parte di figure *senior*, in quanto possesso, merito e talento non sono necessariamente abilità prese in considerazione dalla famiglia nel valutare i candidati che andranno a ricoprire posizioni di alta responsabilità.

Sebbene questa limitazione al nucleo familiare possa essere problematica, un amministratore delegato appartenente alla famiglia controllante può, d'altro canto, conferire competenze e valore aggiunto che i gestori esterni non possiedono. Infatti, si osserva che i CEO interni al nucleo apportano competenze innovative e che valorizzano l'azienda e ciò che essa produce. Inoltre, gli amministratori membri della famiglia, in quanto tali, comprendono meglio e si identificano fortemente con la *mission* d'impresa e con i risultati che si vogliono raggiungere, in termini di realizzazione del benessere collettivo e sopravvivenza dell'azienda. Accanto a ciò, la presenza come CEO di un membro della famiglia crea anche una potente reputazione e incentiva gli amministratori, familiari e non, a migliorare le proprie prestazioni ed accrescere, così, i risultati d'impresa.

Nel complesso, si può sostenere che i CEO legati alla famiglia di controllo sono associati a maggiori guadagni e valore contabile dell'impresa più elevato, mentre, in termini di valori di mercato, la relazione risulta più forte per i CEO esterni e quelli appartenenti alla famiglia fondatrice¹⁸.

In ogni caso, le osservazioni condotte su un insieme di imprese europee mostrano che la proprietà familiare, insieme alla partecipazione attiva, concorrono a determinare prestazioni aziendali più solide nel lungo periodo.

¹⁷ H. Demsetz, K. Lehn, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1985.

¹⁸ R. C. Anderson and D.M. Reeb Founding-Family Ownership and Firm Performance / *The journal of finance* Vol. LVIII, No. 3, 2003.

2.3 Rappresentanza femminile

Una volta analizzate le caratteristiche dell'impresa familiare e la partecipazione dei membri alla *governance*, è interessante mostrare quale sia, oggi, la presenza femminile in posizioni dirigenziali in questa categoria di imprese e il legame di tali figure con la famiglia. Si può osservare che in molti casi, le donne presenti nel consiglio di un'impresa hanno legami con la famiglia controllante; inoltre è più comune rilevare questa presenza femminile nelle aziende piccole, con proprietà concentrata, in particolari settori rivolti ai consumatori e laddove ci sono consigli di amministrazione più ristretti. Dall'altro lato, le donne che non hanno legami familiari sono più comuni nelle società a proprietà diffusa, con consigli più giovani, istruiti e che presentano un numero più elevato di amministratori indipendenti. Ciò che si rileva, in entrambi i casi, è che la presenza femminile è negativamente correlata alla frequenza con la quale sono svolte le riunioni del consiglio.

Il mercato italiano è caratterizzato da una partecipazione femminile abbastanza limitata, almeno prima del vincolo introdotto dalla legge sulla quota di genere, posizionandosi negli ultimi posti tra i Paesi europei. Nel nostro Paese, come nel resto d' Europa, le imprese con proprietà concentrata e a conduzione familiare sono molto diffuse (ricoprono circa il 50% del capitale delle società quotate in Italia ed il 30% in Europa); questo potrebbe spiegare le molteplici differenze tra le aziende in termini di politiche di gestione, di struttura e di presenza di donna in posizioni dirigenziali.

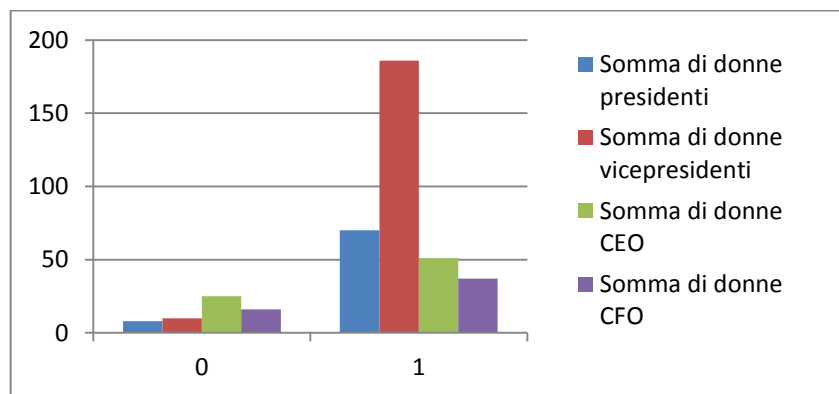
Dunque, nelle imprese a conduzione familiare, le più diffuse a livello nazionale, la presenza femminile sembra essere oggi alquanto marcata e non emergono differenze significative rispetto alle posizioni di lavoro ricoperte in altre società quotate e rispetto al livello di istruzione: innanzitutto, il numero medio di incarichi dirigenziali detenuti dalle donne è solo marginalmente inferiore a quello degli uomini; in secondo luogo, le donne che hanno almeno un diploma di laurea sono solo leggermente inferiori rispetto agli uomini.

Sono poi membri dei comitati di revisione interna e di remunerazione con una frequenza più bassa.

Ciò differenzia dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, dove le donne hanno meno probabilità di essere dirigenti o direttori interni, ma la grande maggioranza di esse assume il ruolo di amministratore indipendente¹⁹.

¹⁹ R. B. Adams, D. Ferreira, Women in the boardroom and their impact on governance and performance / *Journal of Financial Economics* 94, 2009.

Fig.3 Confronto del numero di donne in posizioni dirigenziali tra imprese a conduzione familiare e non familiare



Dato che la proprietà della famiglia è un fenomeno estremamente comune in Italia, è interessante indagare se la presenza di donne alla dirigenza di un'impresa è in parte spiegata dalle connessioni tra la proprietà dell'azienda, il modello di controllo e la selezione dei membri del consiglio, in particolare, cioè, se il possibile legame con la famiglia di controllo, influenza i dati inerenti la rappresentanza femminile nei *board* aziendali.

La maggioranza delle donne che opera attivamente nelle decisioni d'impresa, ha un legame familiare con l'azionista di controllo o lei stessa è l'azionista di controllo, appartenente alla famiglia. La frequenza di tale legame familiare risulta, invece, inferiore tra i dirigenti di sesso maschile. Ciò appare in linea con le prove di uno studio condotto da Gamba e Goldstein su imprese italiane, che mostra, in aggiunta, come la percentuale di donne dirigenti affiliate alla famiglia proprietaria sia diminuita negli ultimi quattro decenni.

Nel complesso, emerge una duplice natura della rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione: da un lato, ci sono donne decisori o gestori che sono anche membri della famiglia proprietaria; d'altra parte, ci sono donne decisori professionisti senza legami con la famiglia di controllo.

Si è osservato che, dirigenti donne legate alla famiglia detengono un numero maggiore di posizioni nell'azienda rispetto alle donne esterne, mentre, per quanto riguarda l'aspetto dell'istruzione, la proporzione di dirigenti donne laureate è significativamente più alta nel gruppo non legato alla famiglia. Questa evidenza, è coerente con l'idea generale secondo cui la famiglia di controllo tende a posizionare un proprio membro ai livelli decisionali più alti, anche se questo, talvolta, non possiede le competenze necessarie che avrebbe un soggetto esterno. Come previsto, inoltre, le donne dirigenti con legami familiari hanno frequentemente un ruolo esecutivo, sebbene nello scenario più comune siano amministratori non

esecutivi. D'altro canto, le donne non legate alla famiglia di controllo, in gran parte dei casi, sono amministratori indipendenti ed non hanno un ruolo esecutivo nella società.

Il quadro risulta, invece, diverso per gli uomini sia in termini di interconnessione che istruzione. Gli uomini legati alle famiglie di controllo hanno in media un numero leggermente superiore di posti nel consiglio o in posizioni esecutive e hanno una migliore istruzione rispetto alle donne appartenenti alle famiglie. Tuttavia, i direttori decisionali di sesso maschile senza legami familiari mostrano un maggiore livello di interconnessione (*interlocking*)²⁰ e un'istruzione inferiore rispetto alle donne che non hanno legami familiari.

Riguardo tali questioni, risultano significativi gli studi condotti da Bianco, Ciavarella e Signoretti, i quali mostrano, coerentemente con quanto predetto, che le piccole società di età più elevata e basse prospettive di crescita hanno una percentuale maggiore di donne nei propri consigli di amministrazione. Queste conclusioni sono, però, incoerenti con l'ipotesi di inerzia, ovvero che le imprese di questo tipo tendono a mantenere invariata nel tempo la struttura del capitale sia finanziario che umano; inoltre, la relazione negativa tra dimensioni e presenza femminile non supporta l'idea secondo cui le grandi imprese, essendo più soggette a controlli da parte del mercato, hanno maggiori incentivi a conformarsi alle aspettative della società, inclusa la pressione per aumentare la rappresentanza femminile. Tuttavia, sulla base del fatto che le imprese di piccole dimensioni sono, in genere, imprese a conduzione familiare, i risultati appoggiano le evidenze per le quali la maggior parte delle donne in posizione di *governance* ha legami con la famiglia controllante.

In aggiunta, le donne sono più frequentemente rappresentate in aziende con una proprietà concentrata, rispetto a quelle con proprietà diffusa.

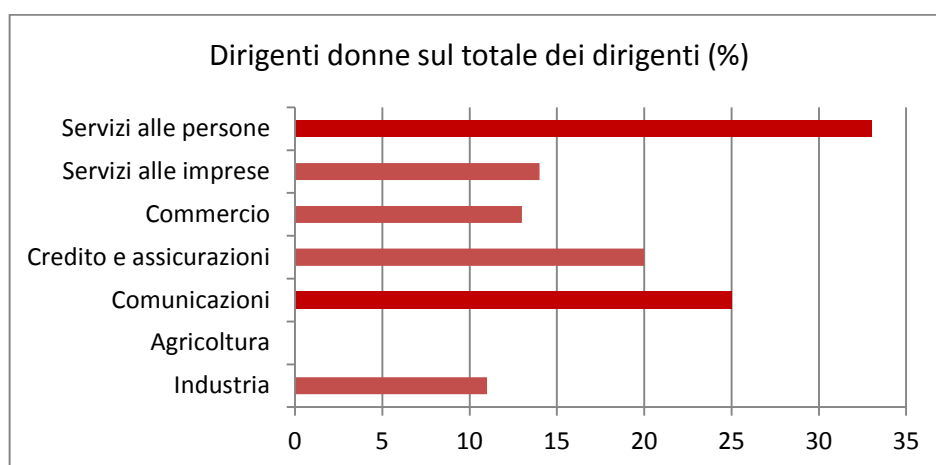
Un legame interessante riguarda, poi, gli investitori istituzionali, ovvero gli azionisti finanziatori quali: assicurazioni, banche, fondi di pensione o investimento, che non hanno come obiettivo quello di gestire l'impresa o contrastare il manager, ma intervengono con monitoraggio e opinioni sull'azienda nell'interesse dei risparmiatori. Le donne, infatti, vengono nominate più frequentemente quando gli investitori istituzionali sono anche i principali azionisti nell'impresa. Ciò è in linea con l'idea per cui questi investitori, negli ultimi anni, controllano sempre più i

²⁰ Legami che si stabiliscono tra aziende nel momento in cui un amministratore di una società siede nel consiglio di amministrazione di altre società. Possono essere diretti: due società condividano un amministratore; o indiretti: due società hanno ciascuna un amministratore presente nel consiglio di una terza società. Sono classificati come legami orizzontali: tra imprese che operano nello stesso settore; legami non orizzontali: tra società non finanziarie attive in settori diversi; legami finanziari: con banche e assicurazioni.

consigli di amministrazione aziendali e spingono per una maggiore diversità. Questo perché, alcune caratteristiche del *board* risultano essere legate alla direzione femminile: in particolare, i consigli più giovani e meglio istruiti, vale a dire, con un numero più elevato di amministratori che hanno titoli di studio universitari, hanno maggiori probabilità di essere diversificati.

Per quanto riguarda i fattori dell'industria, le aziende nel settore delle tecnologie, dell'informazione (servizi) e delle telecomunicazioni mostrano una maggiore probabilità di nominare dirigenti donne, rispetto ad imprese operanti in altri settori. Queste società tendono ad essere, infatti, più piccole e più dinamiche di quelle presenti in altri settori. Un'ulteriore spiegazione risiede nel fatto che la complessità del loro *core business* aumenta l'asimmetria informativa tra *manager* e azionisti, rendendo necessaria una maggiore capacità di monitoraggio; pertanto, dirigenti donne potrebbero essere selezionate proprio per aumentare tale capacità e ridurre i conflitti legati all'asimmetria.

Fig.4 Percentuale di donne dirigenti sul totale nei diversi settori industriali



A questo punto, distinguendo tra dirigenti donne legate e non alla famiglia controllante, molti studi mostrano che le aziende più piccole e con un rendimento inferiore hanno, in genere, un numero maggiore di donne appartenenti alle famiglie, le quali, in aggiunta, hanno maggiori probabilità di essere nominate nei consigli di amministrazione di dimensioni maggiori.

Al contrario, i consigli più giovani e meglio istruiti hanno un numero maggiore di direttori donne non legate alla famiglia. È, inoltre, dimostrato che la presenza di tali amministratori è più elevata nelle società con proprietà diffusa, come le aziende a partecipazione più ampia. Questo risultato è in linea con l'idea secondo cui un numero più elevato di azionisti corrisponde ad un insieme più ampio di

interessi da prendere in considerazione e, di conseguenza, alla necessità di competenze di gestione più complesse, difficilmente presenti nel gruppo ristretto della famiglia proprietaria. Inoltre, le imprese con più amministratori indipendenti e meno affiliati alle famiglie sono caratterizzate dalla presenza di figure femminili senza legami con la famiglia controllante, anche in posizioni dirigenziali .

Emergono però, alcuni aspetti comuni ad entrambe le tipologie di amministratrici donne. Questo è il caso della relazione tra presenza femminile e proprietà concentrata, sebbene il rapporto sia più significativo per le donne appartenenti alle famiglie; età di quotazione dell'azienda, per la quale si registra un effetto negativo; e infine, il numero di investitori istituzionali e il settore aziendale²¹, in particolare IT e telecomunicazioni, come suddetto.

Dunque, oggi la presenza femminile nell'industria in posizione di *governance* si può dire essere condizionata all'appartenenza alla famiglia di controllo e, di conseguenza, a quegli elementi che determinano la partecipazione attiva della stessa alle decisioni aziendali. È più probabile trovare un dirigente di sesso femminile che sia anche membro della famiglia, in imprese di piccole dimensioni e con proprietà concentrata e in alcuni settori aziendali piuttosto che in altri. Al contempo, si può sostenere che, nel complesso, il divario di genere all'interno dei consigli di amministrazione delle imprese si stia gradualmente attenuando.

²¹ M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti, Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections / *Corporate Governance: An International Review*, 2015.

3 Le donne nel lavoro

L'articolo 37 della Costituzione italiana sancisce la parità fra uomini e donne sul mercato del lavoro e, l'ultimo ostacolo relativo all'accesso a una professione per le donne è stato rimosso nel 1999 con l'apertura delle carriere militari ad entrambi i sessi.

Un quadro generale della condizione femminile in ambito lavorativo, nel nostro Paese, mette in luce alcune caratteristiche e situazioni di interesse. Una questione importante a cui le donne devono far fronte, nel corso della propria carriera lavorativa, è la maternità, tutelata efficientemente dalla legge: l'Italia vanta uno dei congedi di maternità obbligatori più lunghi tra i Paesi dell'Unione Europea e, allo stesso modo, anche il congedo parentale risulta relativamente ampio. Tuttavia, in un contesto produttivo come quello italiano, dove gran parte delle aziende occupa meno di 10 impiegati, i datori di lavoro, che temevano lunghe assenze delle lavoratrici, erano soliti ricorrere alla pratica, oggi illegale, che consiste nel far firmare alle giovani donne una lettera di dimissioni, senza data, da utilizzare per giustificare il licenziamento in caso di gravidanza. Per contrastare questo fenomeno, noto come "dimissioni in bianco", è stata introdotta nel 2007 la legge n. 188/2007, abrogata pochi mesi dopo ma successivamente approvata nel 2012.

Il caso delle "dimissioni in bianco" è, difatti, emblematico della situazione delle donne sul mercato del lavoro italiano. La parità di genere è sancita come principio, tuttavia il divario di genere nel mercato del lavoro continua a persistere. È vero che tale divario si è recentemente ridotto, ma si tratta di un "miglioramento" dovuto piuttosto al peggioramento delle condizioni di lavoro maschili, che a un progresso di quelle femminili. Infatti, la recente crisi finanziaria, che ha colpito il Paese, non ha inciso tanto sulla quantità dell'occupazione femminile, quanto sulla sua qualità. In termini quantitativi, si è registrato un freno alla tendenza positiva degli anni Settanta, il quale ha fatto sì che a livello nazionale, il tasso di occupazione femminile calasse lievemente. Tuttavia, i settori caratterizzati da una presenza prevalentemente femminile sono stati colpiti in misura minore e le perdite di posti di lavoro non sono risultate così elevate per le donne come per gli uomini. Questa tendenza potrebbe aver incoraggiato le donne entrate sul mercato del lavoro a compensare la perdita di reddito del proprio partner: il numero delle coppie con figli in cui la donna è l'unica a provvedere al sostentamento della famiglia è infatti aumentato in maniera considerevole, ed il tasso di inattività femminile si è ridotto.

Tuttavia, i tassi di occupazione femminile restano bassi, specialmente nel Mezzogiorno e, in generale, per le donne con un basso livello di istruzione²².

L'Italia si colloca tra gli ultimi posti nella classifica dei Paesi europei attivi nella riduzione della disoccupazione femminile, ed il tasso di inattività ha raggiunto livelli molto elevati per le donne. Si tratta di persone che non solo non hanno un lavoro, ma che non lo cercano, né studiano o seguono percorsi di formazione.

In termini di qualità, invece, la crisi ha aggravato una situazione già alquanto critica per l'occupazione femminile, accentuandone le debolezze strutturali: la carenza dei servizi per l'infanzia e per gli anziani, a cui si aggiunge un'organizzazione rigida del lavoro, ha reso difficile conciliare la vita professionale con quella familiare.

I tassi di disoccupazione femminile sono più elevati di quelli maschili; l'avanzamento di carriera è difficile e le donne sono sovra rappresentate nei posti di lavoro atipici e precari; la percentuale di donne con un lavoro part-time, che si attestava solitamente ben al di sotto della media UE, è adesso vicina alla media, e più della metà del lavoro part-time è involontario. In altri termini, i lavori a tempo pieno sono diminuiti, mentre quelli a tempo parziale hanno registrato un aumento. Inoltre, si rileva che le donne occupano posti lavorativi in cui i salari sono inferiori rispetto a quelli degli uomini, pur richiedendo analoghe qualifiche e capacità.

Per favorire l'inclusione delle donne nel mercato del lavoro, l'Italia non ha mai elaborato una strategia propriamente efficace basata sull'integrazione di diversi ambiti strategici, ma ha piuttosto affrontato il problema in maniera frammentaria²³. Negli ultimi anni, sono state previste, principalmente, due tipi di misure volte a migliorare l'occupazione femminile: la fornitura di servizi di assistenza all'infanzia e incentivi, di vario importo e durata, per i datori di lavoro che assumono donne.

La riforma del mercato del lavoro del 2012 (legge n. 92/2012, nota come riforma Fornero) ha seguito un approccio più generale: pur non rivolgendosi esplicitamente alle donne, queste ne erano indirettamente le destinatarie, in quanto la riforma mirava a ridurre la varietà delle disposizioni contrattuali previste per i lavori atipici e a ridurre l'uso improprio che veniva fatto di alcune di queste disposizioni. Si mirava indirettamente, dunque, ad incrementare l'occupazione delle donne in posizioni lavorative tipiche, che come tali garantiscono maggiore tutela.

²² A. Rosselli direzione generale delle politiche interne, la politica sull'uguaglianza di genere in Italia analisi approfondita, 2014.

²³ A. Rosselli direzione generale delle politiche interne, la politica sull'uguaglianza di genere in Italia analisi approfondita, 2014.

In particolare, la riforma ha introdotto un' assicurazione sociale per l'impiego (ASPI), che estende il campo di applicazione del sistema di indennità di disoccupazione; facilitato la transizione dalla scuola al mondo del lavoro e favorito l'esperienza professionale per i giovani che si trovavano ancora in un contesto di istruzione formale. Inoltre, la riforma includeva due misure innovative volte a favorire la conciliazione tra vita professionale e privata: il congedo di paternità obbligatorio; i voucher per l'acquisto di servizi per l'infanzia.

L'attenzione rivolta alla questione del divario retributivo di genere risulta, però, alquanto scarsa e limitata soltanto al livello locale o al settore pubblico. I politici italiani vantano uno dei divari retributivi di genere più bassi dell'Unione Europea, una tendenza che può essere associata alla preponderanza di donne con un alto grado di istruzione tra la forza lavoro femminile. Inoltre, la maggior parte delle donne con livelli di istruzione elevati sono impiegate nel settore pubblico, dove gli stipendi non sono stati soggetti allo stesso declino riscontrato nel settore privato, caratterizzato inoltre da una maggioranza di lavoratori uomini. Se, poi, si tiene in considerazione il livello di istruzione, il divario retributivo di genere si amplia, pur restando tra i più bassi in Europa. Ciò è riconducibile alla presenza, nel Paese, di un forte sistema di contrattazione collettiva, per il quale il fattore "genere" non è preso in considerazione. Tale situazione, apparentemente favorevole, potrebbe, tuttavia, capovolgere per due motivi:

- la contrattazione a livello nazionale è progressivamente indebolita, mentre la contrattazione decentrata sta acquisendo un'importanza sempre maggiore;
- la crisi ha peggiorato le condizioni di lavoro delle giovani donne istruite, i cui stipendi, in passato, innalzavano la media; inoltre, la maggior parte dei nuovi posti di lavoro riguardano il settore dei servizi di assistenza, un settore scarsamente retribuito e con un'elevata presenza femminile, che ha resistito alla crisi meglio rispetto ad altri comparti dell'economia.

La riduzione registrata delle opportunità occupazionali nel settore pubblico, che offre alle donne una maggiore flessibilità nell'organizzazione del lavoro e stipendi relativamente buoni, pone una seria minaccia agli investimenti nel capitale umano costituito dalle donne istruite.

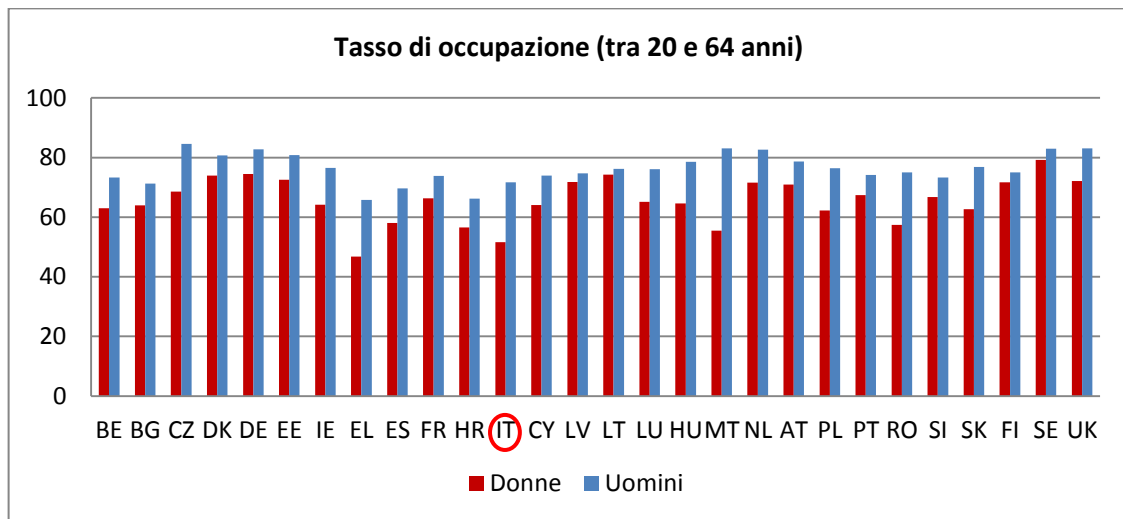
Va ricordata, inoltre, la riforma del sistema pensionistico (legge n. 214/2011). Invocata in nome della parità di genere e della sostenibilità finanziaria. La legge, tuttavia, ha cancellato le condizioni originariamente più favorevoli per le donne, ovvero una sorta di compensazione per il lavoro di cura e assistenza prestato nel corso della loro vita. Inoltre, non sono state previste disposizioni per riequilibrare le enormi disparità di reddito tra uomini e donne in pensione; un divario che

potrebbe assumere proporzioni preoccupanti, data la sovra rappresentazione delle donne negli impieghi precari e le numerose interruzioni lavorative nel corso della loro vita professionale.

A livello europeo la disparità di trattamento economico tra uomini e donne continua a essere permanente. A dirlo è un rapporto dell'Oxfam dedicato alla situazione lavorativa femminile nei 28 Paesi dell'Unione Europea nel 2017. Il quadro che emerge non è affatto confortante, e riporta che una donna è costretta a lavorare mediamente 59 ore in più rispetto ai colleghi uomini per ottenere lo stesso stipendio. Inoltre, dal documento emerge anche che le donne sono soggette a minori garanzie lavorative e si trovano spesso ad occupare ruoli che non tengono conto delle loro qualifiche di studio o delle capacità professionali. Ad incidere è anche il dato che riguarda il lavoro domestico, che grava ancora, per la grande maggioranza dei casi, unicamente sulle donne (81%rispetto al 20% degli uomini), ostacolando di fatto la possibilità di una conciliazione tra lavoro e famiglia.

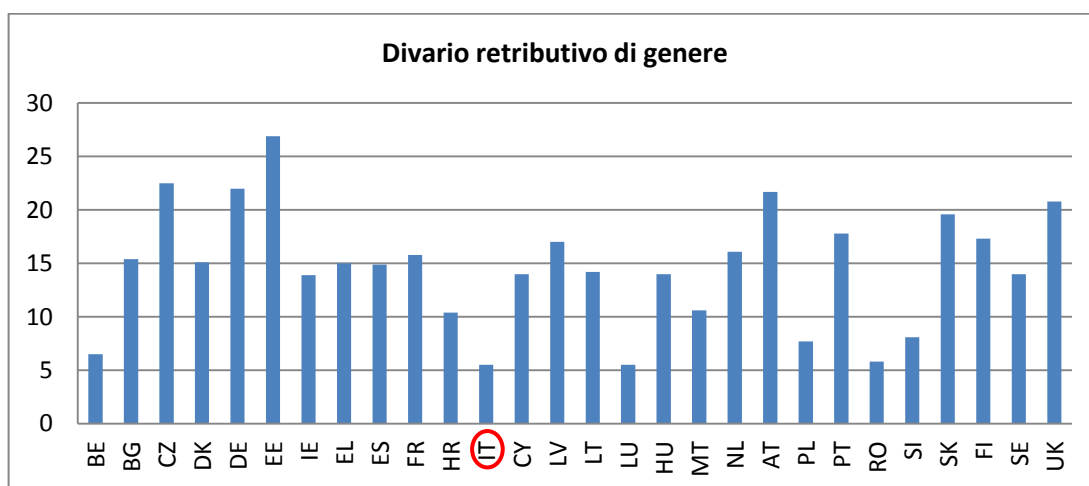
In tutti gli Stati membri, i tassi di occupazione delle donne risultano inferiori a quelli degli uomini, con notevoli variazioni nei diversi paesi dell'UE.

Fig.5 Tasso di occupazione (%) di donne e uomini con età compresa tra i 20 e i 64 anni in 28 Paesi dell'Unione Europea



Allo stesso modo, nella maggior parte dei Paesi europei si registrano elevati divari retributivi di genere, anche se sotto questo punto di vista l'Italia si colloca tra i Paesi con la situazione meno problematica.

Fig.6 Divario retributivo di genere su base annua in migliaia di euro in 28 Paesi dell'Unione Europea



L'indicatore principale per valutare la situazione sociale per l'uguaglianza di genere nel mercato del lavoro è, difatti, il divario di genere nei livelli di occupazione, che nel 2016 ha raggiunto gli 11,5 punti percentuali per l'Europa, con un tasso di occupazione del 76,8 % per gli uomini e del 65,3 % per le donne. Tale divario esiste nonostante le donne siano sempre più altamente qualificate e raggiungano un livello d'istruzione persino superiore a quello degli uomini. Nel 2016, il 44 % delle donne fra 30 e 34 anni era in possesso di un titolo di studi terziario o superiore, rispetto al 34 % degli uomini²⁴.

In un numero limitato di Paesi membri si registra un tasso di occupazione femminile del 60 % o poco meno, con sensibili differenze fra i tassi di occupazione femminile e maschile (Grecia, Irlanda, Polonia, Croazia, Spagna e Romania). La maggior parte di questi Stati membri si trova, inoltre, di fronte a forti prospettive di invecchiamento demografico ed ha un considerevole potenziale per accrescere l'offerta di forza lavoro inserendo più donne nel modo del lavoro. Anche in Italia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Ungheria, Lussemburgo e Malta si riscontra un ampio divario fra i tassi di occupazione maschili e femminili: Malta è in cima alla lista con un divario di 27,6 punti percentuali, che salirebbe a 32,6 se si considerano i tassi di occupazione equivalenti a tempo pieno. In alcuni Paesi, inoltre, il tasso di occupazione è sorprendentemente basso per le donne in età tra i 55 e i 64 anni e il divario di genere nel lavoro a tempo parziale resta elevato²⁵.

²⁴ Scheda tematica per il semestre europeo: Le donne sul mercato del lavoro, 2017.

²⁵ Scheda tematica per il semestre europeo: Le donne sul mercato del lavoro, 2017.

3.1 Parità di genere: contesto politico legislativo

L'Italia, uno dei sei Paesi fondatori dell'Unione Europea, ha subito profondi cambiamenti economici e sociali nei primi decenni successivi alla seconda guerra mondiale: il reddito pro-capite è più che triplicato; milioni di persone hanno lasciato le campagne e si sono trasferiti nelle città industriali delle regioni settentrionali e centrali: tre milioni di italiani sono emigrati dal sud al nord. Le nuove generazioni che sono cresciute negli anni del "miracolo economico" (1958-1963) hanno cominciato ben presto a mettere in discussione i ruoli tradizionali e l'organizzazione della famiglia.

Le leggi e i tribunali hanno reagito con lentezza ai cambiamenti culturali. Le donne italiane hanno votato per la prima volta nel 1946 e, anche se la Costituzione della Repubblica italiana sancisce il principio dell'uguaglianza di genere in uno dei suoi articoli fondamentali, per vent'anni è stato fatto ben poco per far rispettare questo principio²⁶. In un Parlamento in cui le donne erano un'esigua minoranza, si condivideva una cultura prevalentemente "familista", che poggiava sul principio secondo cui la famiglia tradizionale era il fondamento dell'ordine sociale e la principale fonte di protezione. Inoltre, il partito democristiano, il principale detentore del potere politico dal 1948 al 1994, seguiva i principi della chiesa cattolica, mentre l'altro grande partito, il partito comunista, condivideva in parte i medesimi valori e in parte temeva di perdere consensi contestando i ruoli tradizionali di genere dell'uomo che guadagna e della donna dedita alla casa e alla famiglia. Anche i tribunali, dai quali le donne furono escluse fino al 1963, avevano ampiamente confermato, in quel periodo, la loro posizione subordinata.

Alla fine degli anni '60 le richieste di cambiamento si sono intensificate, sostenute da diritti civili e movimenti femminili, cosicché nel 1970 è stata approvata una legge che ha introdotto il divorzio. Questa vittoria inaspettata, che confermava i cambiamenti radicali che stavano nascendo nella società italiana, ha aperto la strada ad una radicale riforma del diritto della famiglia nel 1975 (legge 151/1975), che poneva fine alla struttura gerarchica della famiglia, dominata dall'uomo, e a quasi tutte le discriminazioni nei confronti dei bambini nati fuori dal matrimonio. Tuttavia, dopo lo slancio degli anni '70, il movimento femminista è scomparso dalla scena pubblica, benché sia sopravvissuto in iniziative isolate. Ancora una volta si è registrato un ampio divario fra i cambiamenti che continuavano a verificarsi nella cultura societaria e la loro traduzione in leggi. La partecipazione delle donne con più di 25 anni alla forza lavoro è aumentata dal 35%, nel 1977, fino all'attuale 56%. A metà degli anni '80 la percentuale di ragazze nelle scuole secondarie superava

²⁶ A. Rosselli direzione generale delle politiche interne, la politica sull'uguaglianza di genere in Italia analisi approfondita, 2014.

quella dei ragazzi; negli anni '90 le donne hanno superato per la prima volta gli uomini nell'istruzione terziaria e continuano ancora oggi a farlo.

La crisi del movimento femminista, negli anni '80, si è aggravata, quando qualsiasi progresso nel campo dei diritti civili si è scontrato con una forte opposizione. Dunque, per lungo tempo le donne sono rimaste assenti dalla scena politica e pubblica e la loro rappresentanza nelle principali posizioni decisionali ha continuato ad essere minima.

Nel 2011, poi, nella società si è delineata una forte ondata di reazione contro questo stato di cose. Organizzazioni femminili vecchie e nuove hanno lanciato una serie di iniziative contro la discriminazione di genere e la violenza domestica, che hanno ottenuto il sostegno dei media, favorendo l'approvazione di una nuova legge contro il femminicidio; sono state, inoltre, introdotte misure per la partecipazione femminile negli organi decisionali delle aziende e delle amministrazioni, le cosiddette "quote rosa"; e i leader politici si sono impegnati a favore di un più ampio coinvolgimento delle donne nei loro governi.

Oggi l'Italia si classifica fra i Paesi dell'Unione Europea come quello con la minore uguaglianza di genere con risultati superiori alla media, in un solo settore, quello della salute²⁷. In tutti gli altri campi la situazione è lontana dall'essere soddisfacente. Le politiche per affrontare lo squilibrio di genere sono state caute e i progressi in ambito giuridico sono stati promossi principalmente da direttive Europee o da pressioni esercitate dalla società civile.

Il quadro normativo italiano sull'uguaglianza di genere è rappresentato dal Codice nazionale delle pari opportunità tra donne e uomini approvato nel 2006 (DL 198/2006), il quale organizza 11 leggi in materia di pari opportunità in un unico testo, con l'intento di regolamentare la promozione delle pari opportunità tra donne e uomini in tutti i campi della società.

Il Codice nazionale delle pari opportunità e le leggi successive ad esso applicano, sostanzialmente, le direttive dell'Unione Europea sulle pari opportunità e la parità di trattamento in materia di occupazione: sono definite e vietate le discriminazioni dirette e indirette ed esiste una rete di consulenti per le pari opportunità, la quale fornisce assistenza legale alle donne, e altri, oggetto di discriminazioni. Tuttavia, nessuna misura davvero efficace è stata attuata finora, ad esempio contro le cosiddette "dimissioni in bianco", ovvero contro la pratica dei datori di lavoro di assumere giovani donne a condizione che firmino una lettera di dimissioni non datata, da utilizzare per giustificare il licenziamento in caso di gravidanza. La legge

²⁷ A. Rosselli direzione generale delle politiche interne, la politica sull'uguaglianza di genere in Italia analisi approfondita, 2014.

188/2007 precedentemente citata, infatti, si limita a regolare la libertà di forma della lettera di dimissione, imponendo un modulo standard da seguire, pena la nullità del documento; non è, invece, in alcun modo toccato il contenuto, pertanto, non è escluso che si riesca ad aggirare tale limite, a scapito delle lavoratrici.

D'altro canto, misure per conciliare vita professionale e vita di famiglia sono incluse in numerose norme che regolano il mercato del lavoro e sono stati stanziati dei fondi per promuovere ulteriormente modalità di lavoro favorevoli alla famiglia e la creazione di un'infrastruttura sociale adeguata.

Per quanto concerne il diritto di famiglia, questo riconosce una perfetta parità fra uomini e donne e conferisce gli stessi diritti ai figli nati dentro e fuori il matrimonio.

Altre norme, a favore della condizione delle donne, sono state introdotte negli ultimi decenni, tra queste: il primo piano nazionale contro la violenza di genere e lo *stalking* approvato nel 2010 dal Ministero per le pari opportunità, anche se, il problema principale risiede nell'attuazione della legge in termini di formazione adeguata delle forze di polizia, di creazione di centri di supporto e di accoglienza per le vittime di violenze; la legge, molto discussa, che riguarda la salute riproduttiva delle donne; e la legge sull'aborto, periodicamente soggetta a tentativi di modifica, seppure tra i paesi industrializzati l'Italia registra un tasso di aborti fra i più bassi.

3.1.1 Processo decisionale

Per quanto concerne la presenza delle donne nelle posizioni decisionali, il fenomeno appare ancora molto limitato anche se, recentemente, sono state introdotte con successo varie misure per migliorare la situazione. Una di queste, è l'imposizione di un sistema di quote nei consigli di amministrazione e nei collegi sindacali delle società quotate in borsa (iniziando dal 20% per poi passare al 33%) e nei consigli d'amministrazione delle società a capitale pubblico non quotate. Inoltre, diverse norme per l'elezione delle amministrazioni locali sono state modificate in modo da garantire una presenza consistente di donne: nessun governo locale, ad esempio, può essere composto solo da persone dello stesso sesso, benché non è chiarita la percentuale massima consentita.

In Italia la partecipazione delle donne alla vita politica nazionale non è, invece, favorita da quote di genere, che sono in vigore a livello locale.

I partiti possono introdurre quote volontarie, ma, non essendoci una norma ad imporlo, si tratta di una pratica poco diffusa. In seguito alle ultime elezioni, si è

osservato che la percentuale di donne presenti in parlamento è aumentata, facendo registrare il più elevato livello mai raggiunto pari al 31%. Le donne costituiscono circa la metà dell'attuale Consiglio dei ministri ma sono, tuttavia, la minoranza del governo se si considerano anche i viceministri.

Questa ridotta partecipazione caratterizza ormai la storia della Repubblica italiana, infatti, solo nel 1975, ben 30 anni dopo la fondazione della Repubblica, per la prima volta una donna viene nominata ministro (Tina Anselmi, ministro del Lavoro).

Inoltre, nel nostro Paese, nessuna donna è mai stata nominata primo ministro o presidente.

Le quote di genere sono, dunque, in vigore a livello locale. Per la legge n. 215/2012, *nessuno dei due sessi può essere rappresentato in misura superiore ai due terzi nelle liste dei candidati alle elezioni indette nei comuni con popolazione superiore a 5000 abitanti. Per i comuni con più di 15000 abitanti, il mancato rispetto della quota di genere può determinare l'esclusione della lista dalla competizione elettorale.* Gli elettori sono, inoltre, autorizzati a esprimere due preferenze purché indichino candidati di sesso diverso, pena l'annullamento della seconda preferenza. Gli statuti delle amministrazioni locali devono difatti includere norme atte a garantire la presenza di entrambi i sessi nei rispettivi organi decisionali, come anche negli organi decisionali di tutte le istituzioni e le aziende da essi dipendenti, inclusi i comitati preposti alla nomina di nuovi dipendenti o dirigenti. Tuttavia, poiché la legge non prevede sanzioni in caso di inadempimento, i risultati osservabili nelle posizioni amministrative locali indicano un' applicazione molto limitata.

Per quanto concerne la **pubblica amministrazione**, l'attuazione delle misure per la parità e le pari opportunità tra uomini e donne è assicurata da una direttiva nazionale emanata dal Dipartimento della funzione pubblica del governo italiano nel 2007. La direttiva ha l'obiettivo di:

- garantire che le disposizioni vigenti siano effettivamente attuate all'interno della pubblica amministrazione;
- aumentare la presenza delle donne nelle posizioni dirigenziali;
- sviluppare buone prassi per la gestione delle risorse umane in modo da garantire le pari opportunità;
- promuovere la conoscenza e l'effettiva applicazione degli strumenti per le pari opportunità da parte dei responsabili delle risorse umane nella pubblica amministrazione.

Tale direttiva incoraggia, inoltre, l'adozione del bilancio di genere²⁸ e prevede attività di monitoraggio relativamente alla sua applicazione senza, tuttavia, fornire orientamenti specifici.

L'ultimo rapporto sulla parità tra uomini e donne nelle amministrazioni pubbliche è stato pubblicato nel 2013 e si basa su un'indagine condotta presso 104 amministrazioni pubbliche, coinvolgendo 400 999 soggetti. Lo studio mostra che, il campione analizzato è costituito per il 48,5% da donne, una percentuale elevata. Se a questo punto si tiene conto solo delle posizioni dirigenziali intermedie, si registra un ampio divario di genere, con differenze significative tra i diversi comparti della pubblica amministrazione. I dirigenti donne sono appena il 35% nelle università, il 41% negli enti di previdenza, il 42% negli enti di ricerca, il 31% nelle agenzie e il 43% nelle amministrazioni centrali, mentre sono il 34% negli altri enti pubblici. Infine, se si considerano solo le posizioni di alta dirigenza, la percentuale di donne risulta sensibilmente inferiore.

Per quanto concerne la Corte Costituzionale, vi è solo una donna su 15 membri e non sono previste quote per garantire la parità di genere.

A livello di amministrazioni locali la situazione appare migliore, i dati più recenti risalgono al 2011 e mostrano che su 112 251 persone di 494 amministrazioni interpellate, le donne rappresentano la grande maggioranza (62,2%), ma, ancora una volta, solo il 6,7% di esse occupa posizioni dirigenziali, mentre tra gli uomini tale percentuale ammonta al 14,7%.

Nel febbraio 2013 è entrato in vigore un regolamento inerente la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo nelle società controllate da pubbliche amministrazioni, che attribuisce al primo ministro o al ministro per le Pari opportunità la responsabilità del monitoraggio e della vigilanza sull'applicazione della normativa. La quota riservata al genere meno rappresentato è pari ad almeno il 20% per il primo anno e al 33% per quelli successivi e in caso di inadempienza, i membri dell'organo sociale sono tenuti a dimettersi.

3.2 Legge sulla quota di genere: effetti ed evidenze

Nel **settore privato**, la condizione delle donne che occupano posizioni di alta dirigenza non è migliore rispetto al settore pubblico, anche se si registrano alcuni progressi. Nell'agosto 2011, infatti, è stata approvata la legge n. 120/2011, per la prima volta proposta nel 2009, la quale riserva al genere meno rappresentato nel

²⁸ Il gender budget o bilancio di genere è uno strumento che consente di allocare la spesa pubblica secondo criteri di promozione delle pari opportunità donna-uomo e di integrare la prospettiva di genere nelle politiche e nella programmazione di bilancio.

consiglio di amministrazione delle società quotate in borsa e delle società pubbliche, una quota di genere pari almeno al 20% da raggiungere entro il primo anno. La legge prevedeva, inoltre, che tale quota dovesse essere portata al 33% entro il 2015. La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) costituisce l'autorità di controllo per l'applicazione della normativa e può intervenire in modo autonomo per sostituire i membri dei consigli in caso di inosservanza della quota di genere. La legge prevede, inoltre, sanzioni pecuniarie in caso di mancata osservanza della legge. Nel novembre 2013 la stessa Consob ha pubblicato il proprio rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, da cui emergeva che, nel giugno 2013, le donne rappresentavano il 17,1% dei membri dei consigli di amministrazione, mentre alla fine del 2011 erano solo il 7,4%. Inoltre, dal confronto tra il periodo precedente e successivo la riforma, all'interno delle imprese si osservano: una quota più elevata di direttori di sesso femminile, livelli più alti di istruzione dei membri del consiglio di amministrazione, una quota inferiore di membri più anziani e minore variabilità dei prezzi del mercato azionario, che si traduce in un effetto positivo sui rendimenti dei mercati finanziari.

Un quadro generale della situazione mostra che le donne sono spesso sottorappresentate tra le principali posizioni di leadership. Il cosiddetto “soffitto di vetro”, ovvero il massimo livello professionale che una donna può raggiungere prima che emerga una forte preferenza per gli uomini che occupano queste posizioni, è ancora un fenomeno dominante. Anche nei Paesi in cui le donne partecipano maggiormente al mercato del lavoro, solo una minoranza raggiunge le posizioni più alte, tant'è che, secondo il *World Economic Forum*, nel 2015 solo il 59% del divario di genere nelle opportunità economiche era stato chiuso in tutto il mondo, e ci vorranno altri 114 anni affinché svanisca completamente. Bisognerebbe, quindi, accelerare il movimento verso l'uguaglianza di genere.

L'uguaglianza tra uomini e donne è di per sé non solo un importante obiettivo di sviluppo, ma rappresenta anche un elemento importante per la crescita e la stabilità di un Paese. Poiché le donne rappresentano la metà della popolazione ed hanno talento, capitale umano e produttività pari agli uomini, l'economia globale trarrebbe beneficio dall'aumento della partecipazione delle donne alla forza lavoro. L'esigua presenza di donne in posizioni dirigenziali è, pertanto, in contrasto con la strategia volta a sfruttare il talento per promuovere *business, performance* e sviluppo culturale.

Le quote di genere sono state proposte proprio per accelerare il processo verso l'uguaglianza di genere economica e per promuovere l'emancipazione femminile.

La Norvegia ha aperto la strada all'introduzione delle quote di genere per i consigli di amministrazione nel 2005, a questa seguirono, tra gli altri, Italia, Francia e Germania, mentre il dibattito sull'adozione o meno di una soglia di quote è ancora aperto in molti altri Paesi. La questione sulle quote di genere, infatti, appare controversa: se da un lato sono state ampiamente sostenute come mezzo per il raggiungimento di una rappresentanza equilibrata nelle posizioni economiche più elevate e come elemento fondamentale della parità di genere in tutto il mondo; dall'altro lato gli oppositori delle quote sostengono che queste violano la meritocrazia, con conseguenze onerose, rischiando di promuovere individui meno qualificati, che hanno probabilità maggiori di comportarsi male nella gestione dell'azienda. Ad esempio, se non si riescono a trovare donne altamente qualificate, la soglia di quote di genere imposta dalla norma al consiglio di amministrazione, fa sì che potrebbero essere nominati soggetti dalle competenze insufficienti, producendo effetti negativi sull'andamento delle imprese e reazioni negative sui mercati azionari.

L'argomento principale a favore dell'adozione delle quote di genere è la loro efficacia come mezzo per eguagliare le opportunità in aree specifiche in cui le donne affrontano barriere sistematiche dovute a discriminazioni o stereotipi persistenti. Queste politiche possono portare a un'equa redistribuzione di posti di lavoro e di premi a favore delle donne; inoltre, se queste sono largamente qualificate per svolgere con successo i compiti a cui sono assegnate, i benefici non rimangono all'interno del gruppo delle donne ma si diffondono nell'intera economia. Se, poi, si accumula più capitale umano che aumenta la produttività, queste politiche possono persino incrementare l'efficienza dell'impresa e dell'intero settore.

Molti critici condividono, invece, l'opinione che la sotto rappresentanza delle donne non è dovuta ad una discriminazione, ma è semplicemente il risultato delle scelte delle donne stesse, in particolare legate alla fertilità e alla maternità. Pertanto, una politica di questo tipo rischia di promuovere individui meno qualificati, che molto probabilmente determinerebbero una cattiva gestione. Non solo c'è il rischio di ridurre la qualità media se non ci sono abbastanza donne con le qualifiche appropriate da nominare, ma può verificarsi anche un disallineamento se le donne sono assegnate a posizioni con compiti che non sono in grado di svolgere con successo. Recenti studi hanno anche messo in dubbio l'efficacia della riforma nel ridurre le disuguaglianze di genere, rilevando che le "quote rosa" per le società quotate in Norvegia hanno migliorato la rappresentanza delle donne nella

fascia più alta della distribuzione degli utili all'interno della società, mentre non hanno avuto effetti significativi sulla riduzione della disparità di genere²⁹.

Queste affermazioni scaturiscono, però, dall'esperienza norvegese. Verso la fine del 2003, in Norvegia è stata approvata una legge che ha imposto la rappresentanza di almeno 40% di ciascun genere nel consiglio di amministrazione delle società quotate. Questa legge ha imposto nel Paese una trasformazione drastica e rapida della composizione dei consigli di amministrazione. Gli studi a riguardo hanno, infatti, dimostrato che la legge norvegese è stata efficace nell'aumentare il numero di donne nel board fino alla soglia imposta, ma non è stata in grado di ridurre le disparità di genere nel complesso, determinando, inoltre, costi significativi per le imprese e per il mercato finanziario.

A differenza della Norvegia, le quote italiane introdotte dalla cosiddetta legge "Golfo-Mosca" sono temporanee e gradualistiche. Temporanee poiché, in realtà, la misura resta in vigore solo per tre elezioni consiliari consecutive. L'obiettivo di rappresentanza di entrambi i sessi è fissato a 1/5 per le prime elezioni, tenute dopo l'agosto 2012, da aumentare a 1/3 per le seguenti due elezioni del consiglio. La natura limitata nel tempo è una caratteristica specifica del disegno di legge italiano ed è coerente con il pensiero secondo cui le quote di genere sono descritte come una misura volta a spezzare il potere dominante degli uomini, e condurre il mercato verso un nuovo equilibrio di genere. L'idea alla base è che, quando viene raggiunto il nuovo equilibrio, le quote non saranno più necessarie. Inoltre, diversamente dalla Norvegia, l'Italia presenta una cultura di genere molto conservatrice, e si colloca nelle ultime posizioni in Europa in quasi tutte le statistiche di genere: negli ultimi dieci anni, la partecipazione delle donne alla forza lavoro è rimasta stabile, attorno al 47%, il valore più basso in Europa (media del 60%), se escludiamo Malta. In questo contesto, la politica delle quote è stata percepita come l'unico modo possibile per avviare il processo verso l'uguaglianza di genere, ma con gradualismo. Si è riconosciuto il fatto che, soprattutto nei Paesi conservatori come l'Italia, le aziende hanno bisogno di tempo per adattarsi ai cambiamenti, in modo da poter trasformare questi ultimi, in genere costosi, in opportunità. Infatti, non è stata rilevata alcuna prova di costi significativi, né sulle società né per il mercato azionario, associati all'introduzione delle quote di genere in Italia. Al contrario, gli effetti generati sembrano avere tutti un impatto positivo.

Diversi studi hanno cercato di valutare l'impatto dell'introduzione della quota. Le prove sono contrastanti: Matsa e Miller scoprono che le imprese interessate dalla

²⁹ M. Bertrand, S. E. Black, S. Jensen, A. Lleras-Muney, Breaking the glass ceiling? The effect of board quotas on female labor market outcomes in Norway. *NBER Working Paper No. 20256*, 2014.

legge sulle quote hanno licenziato meno lavoratori, aumentando così i costi relativi del lavoro e i livelli occupazionali e riducendo i profitti a breve termine. Ahern e Dittmar mostrano che le quote di genere hanno causato reazioni negative sul mercato azionario, perché nelle commissioni sono presenti membri più giovani e meno esperti. Tuttavia, è anche dimostrato che questo effetto negativo sul mercato è stato determinato più dall'asimmetria informativa tra i membri indipendenti dei consigli di amministrazione delle società, piuttosto che dall'introduzione di una soglia di quote³⁰.

Ricerche in materia, confrontando i cambiamenti antecedenti e successivi la riforma, mostrano i miglioramenti apportati al processo di selezione, relativamente a caratteristiche dei membri del consiglio di amministrazione, come sesso, età e istruzione. Con l'applicazione delle quote di genere, le imprese mostrano una quota più alta di donne dirigenti, anche molto al di sopra della soglia richiesta, livelli di istruzione media più alti di tutti i membri del consiglio ed età media inferiore rispetto ai periodi precedenti. Non si rileva, inoltre, un aumento di membri del consiglio di amministrazione appartenenti alla stessa famiglia, né un netto aumento del numero medio di incarichi ricoperti da ciascun membro del consiglio³¹. Le quote di genere, dunque, possono essere efficaci nell'incrementare la diversità, attivano un processo di selezione migliore dell'intero board e riducono la variabilità dei prezzi delle azioni delle società, una dimensione non affrontata nel contesto norvegese. Ciò è particolarmente importante per il caso italiano in cui la situazione pre-riforma era caratterizzata dalla presenza di donne quasi esclusivamente nelle commissioni di imprese familiari e da un processo di selezione non puramente meritocratico.

Per quanto riguarda l'impatto della riforma sul mercato azionario, si osserva che, l'introduzione delle quote di genere in Italia è associata a migliori rendimenti aziendali: le società con una quota minore di donne nella composizione del consiglio pre-riforma (cioè più lontane dall'obiettivo di quota) hanno registrato migliori risultati di borsa alla data dell'elezione del primo consiglio dopo l'approvazione della legge, rispetto alle società che erano già più vicine all'obiettivo. In altre parole, il rinnovo del consiglio di amministrazione associato alle quote di genere, oltre ad un miglioramento in termini di *governance*, ha generato effetti positivi sul mercato azionario, diversamente dal caso norvegese.

³⁰ K. Nygaard, Forced board changes: Evidence from Norway. *Institutt for Samfunnsokonomi*, The Norwegian School of Economics and Business Administration, 2011.

³¹ G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta, C. Pronzato, Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market, 2016.

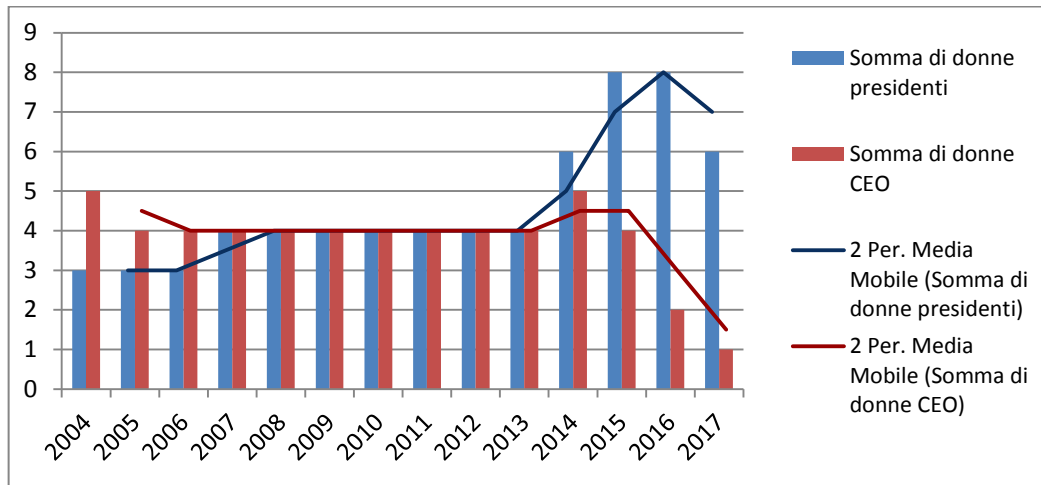
3.2.1 Impatto sul processo di selezione

Nel complesso, le quote di genere non solo possono contribuire all'emancipazione delle donne, ma possono anche incoraggiare un migliore meccanismo di selezione, principalmente, aumentando il livello di istruzione dell'intero consiglio. In Paesi come l'Italia, dominati da una presenza maschile, dove i consigli di amministrazione non erano necessariamente popolati dalle persone più competenti e qualificate per il lavoro, l'introduzione delle quote di genere ha indotto, una ristrutturazione benefica dei consigli, che è stata recepita positivamente dal mercato.

Per verificare l'efficacia della legge relativa alle quote di genere, molti studiosi hanno analizzato gli effetti di questa sulle caratteristiche del consiglio di amministrazione valutando, quindi, il cambiamento successivo alla riforma, tenendo conto anche della tendenza precedente ad esse. Capire come cambiano gli elementi del *board* e le reazioni sul mercato finanziario, infatti, è importante per rispondere, ed eventualmente smentire, l'idea convenzionale secondo cui le quote di genere sono associate all'ingresso di individui meno qualificati nell'impresa.

Innanzitutto è interessante notare che la riforma è associata ad un aumento della quota di donne nei consigli di amministrazione, perfino superiore rispetto all'obiettivo iniziale del 20%; si è raggiunto, pertanto, l'obiettivo di aumentare la rappresentanza femminile nei consigli e ridurre la disparità di genere. Se poi si distinguono i ruoli di presidente e amministratore delegate, si registra, in particolare, un aumento della quota di presidenti di sesso femminile e delle donne CEO. Questi risultati suggeriscono che la riforma ha aumentato l'emancipazione delle donne oltre il semplice risultato numerico, ma anche dal punto di vista qualitativo, in quanto sono state riconosciute alle donne le stesse capacità dirigenziali degli uomini e sono stati affidati compiti di maggiore rilievo e responsabilità.

Fig.7 Andamento del livello di donne in posizione di presidente del CdA e Amministratore Delegato (CEO), con particolare riferimento agli anni della legge sulle quote di genere



Un secondo risultato della riforma consiste nell'aver incrementato la quota di amministratori in possesso di un titolo universitario. È interessante notare che, il maggiore livello medio di **istruzione** dei membri del consiglio dopo la riforma, non interessa solamente le donne, ma anche agli uomini: con la legge sulle quote di genere, troviamo più uomini che hanno un'istruzione superiore rispetto al periodo antecedente la legge . Allo stesso modo, è mostrato un aumento dei membri del consiglio, sia uomini che donne, che hanno studiato all'estero e che possiedono una laurea in economia oltre che in legge (precedentemente la più diffusa).

Nella situazione pre-riforma, infatti, i nuovi membri del consiglio non erano necessariamente più istruiti di quelli uscenti, ma piuttosto il contrario: gli amministratori uscenti risultavano più istruiti di quelli mantenuti, se si considera il possesso di un diploma, e più istruiti sia dei nuovi membri che dei mantenuti se si considerano i soggetti con una laurea. La situazione appare diversa nel 2013, a seguito della riforma, quando i nuovi membri nominati in consiglio risultano significativamente più istruiti rispetto a quelli esistenti e uscenti. È interessante notare che gli stessi risultati emergono anche considerando separatamente i due generi, suggerendo, quindi, che il processo di selezione per gli uomini, come per le donne, dopo la riforma è cambiato e migliorato, portando alla nomina di soggetti di entrambi i sessi più istruiti. L'introduzione delle quote di genere , pertanto, non ha favorito esclusivamente l'emancipazione femminile, ma ha generato un vero e proprio miglioramento nel processo generale di selezione degli amministratori d'impresa.

Un altro indicatore degli effetti della riforma è l'età. Le quote di genere sono associate ad un'età media inferiore nei consigli, in quanto questi includono, nello specifico, donne più giovani. Allo stesso tempo si è rilevata una riduzione significativa nei membri del consiglio di amministrazione oltre i 70 anni. Questa riduzione considerevole, tenuto conto che in Italia i membri del consiglio con età superiore ai 70 anni nel periodo pre-quota erano circa il 15% del totale, è guidata soprattutto dalle donne. Dunque, poiché l'età media degli amministratori è sempre stata, in genere, elevata, la sua riduzione può essere interpretata come il risultato di una composizione del consiglio più equilibrata.

Rispetto al fattore istruzione, però, l'età ha seguito un processo un po' diverso: ci sono prove che i nuovi membri del consiglio erano significativamente più giovani dei membri presenti e uscenti anche prima della riforma, un fenomeno, quindi, che è stato solo confermato e accelerato dopo l'introduzione delle quote. Infatti, la percentuale di nuovi membri con più di 60 o 70 anni, donne e uomini, risulta significativamente inferiore dopo la riforma, il che fa dedurre che la legge sulle quote non ha propriamente determinato un miglioramento in termini di età media dei consigli, ma piuttosto ha contribuito ad accelerare un processo di miglioramento già in atto.

Inoltre, è dimostrato che la riforma della quota di genere non è associata a un cambiamento significativo nel numero di membri del consiglio di amministrazione con una relazione di parentela con la famiglia di controllo. Una delle principali preoccupazioni legata alla legge sulle quote di genere, infatti, riguardava il rischio di nominare donne non competenti legate alla famiglia dei proprietari solo per raggiungere il livello imposto.

Questi risultati sono particolarmente significativi nel contesto italiano, dove le nomine femminili erano principalmente guidate dall'appartenenza alla famiglia di controllo; si trattava spesso di donne con istruzione inferiore e meno impegnate, rispetto agli uomini, nella conduzione degli affari, in quanto i ruoli assegnati non andavano mai oltre la dirigenza intermedia. Quindi, la selezione era guidata dal familismo, piuttosto che dal merito. Con la riforma la situazione sembra capovolta: le donne hanno maggiori incarichi dirigenziali, sono più istruite e sono ridotti i casi in cui emerge un legame con la famiglia proprietaria.

Infine, una preoccupazione relativa all'introduzione della legge sulle quote, riguardava il "rischio" del possesso di più posizioni, ovvero il fatto che alle stesse poche donne amministratrici, fossero assegnati più incarichi. Infatti, se aumenta il numero di posizioni ma non il numero effettivo di figure femminili, non si è in grado di raggiungere l'obiettivo di offrire pari opportunità a tutti gli individui,

uomini e donne qualificati, e si rischia, di produrre una riduzione della qualità del governo societario. Le osservazioni post riforma, mostrano, però, che il numero medio di posizioni detenute non sembra avere un chiaro legame con l'introduzione della quota.

Dunque, i risultati suggeriscono che la legge sulle quote di genere ha migliorato notevolmente il processo di selezione generale dei membri dei consigli di amministrazione. Ciò è dovuto sia al miglioramento della condizione delle donne, che risultano altamente istruite e ricoprono più frequentemente ruoli di spicco, ma anche alla migliore selezione dei membri di sesso maschile.

Nonostante i risultati positivi osservati, una questione introdotta dai critici della riforma, riguarda il fatto che i dati precedenti l'introduzione delle quote sono riferiti ad un periodo particolare, ovvero la crisi finanziaria, che ha colpito alcuni settori industriali in particolare. Di conseguenza, i risultati ottenuti, potrebbero essere, in realtà, distorti e non attribuibili all'introduzione della quota di genere, ma semplicemente ai comportamenti messi in atto per superare la crisi. Le imprese possono aver selezionato meglio i propri membri del consiglio, nominando persone più qualificate, non in base alla legge sulle quote, ma come reazione ad una concorrenza più forte rilevata in quel periodo. Se così fosse, però, si dovrebbero osservare effetti di portata differente per i vari settori, in particolare più marcati per le aree di business maggiormente colpite dalla crisi. Tuttavia, dai dati raccolti per settore, non emergono sostanziali differenze, mostrando quindi, che le imprese appartenenti a settori diversi hanno selezionato i membri del consiglio di amministrazione in modo piuttosto simile, come conseguenza dell'introduzione della quota di genere, e non come reazione alla crisi. Come per il settore, lo stesso si può dire per quanto riguarda le dimensioni dell'azienda: il miglioramento nel processo di selezione dei membri dei consigli ha avuto pari portata sia per le piccole aziende che per quelle di dimensioni maggiori.

Dunque, gli studi condotti, in particolare le analisi di Profeta, mostrano come, nel complesso, la riforma delle quote di genere ha determinato un livello di istruzione superiore per i membri del consiglio, una minore età media, una riduzione della presenza di donne non competenti legate alla famiglia di controllo e non ha avuto alcun impatto significativo sull'assegnazione di posizioni multiple. Inoltre, i risultati ottenuti, in particolar modo inerenti al livello di istruzione, risultano amplificati se si considerano esclusivamente i consigli di amministrazione, escludendo cioè i collegi sindacali (anche essi soggetti alla riforma) e sono rilevanti non solo per le donne, ma anche per i candidati di sesso maschile.

3.2.2 Le reazioni sul mercato azionario

Considerando le società quotate, un ulteriore modo per valutare gli effetti della riforma sulle quote di genere è analizzare la reazione del mercato finanziario, al momento dell'annuncio e alla data delle prime elezioni utili del consiglio, che hanno visto l'applicazione del vincolo della quota.

Nel momento dell'annuncio dell'avvenuta approvazione della legge, le imprese italiane hanno registrato un calo significativo dei costi azionari con un rendimento medio cumulato anormale significativamente diverso da zero, come rilevato da Profeta. Per esaminare, però, se questo calo è stato guidato dal fatto che le imprese fossero meno diversificate per genere, sono stati condotti molti studi. I risultati ottenuti hanno contraddetto le conclusioni precedentemente riportate da Ahern e Dittmar (2012), i quali sostenevano che le quote di genere influenzano negativamente i prezzi delle azioni, e il calo è maggiore per le imprese caratterizzate da un consiglio più vario a causa del vincolo imposto dalla legge sulle quote.

Poiché, come riportato, la riforma sulle quote era stata proposta in diverse sedi e molto discussa già a partire dal 2009, le reazioni del mercato potrebbero essere distorte a causa del fatto che il mercato finanziario avrebbe anticipato l'approvazione della legge in una fase precedente alla procedura legislativa vera e propria. Tuttavia, si è constatato che il 15 marzo 2011, data dell'approvazione del progetto di legge da parte del Senato, il mercato non ha mostrato movimenti significativi dei prezzi medi azionari; quindi, i risultati del 28 giugno 2011, data dell'annuncio dell'approvazione, sembrano descrivere adeguatamente la risposta del mercato finanziario all'introduzione della legge sulle quote.

In media, le imprese italiane hanno registrato rendimenti significativamente inferiori al momento dell'approvazione della legge sulle quote il 28 giugno 2011 rispetto alle imprese di altri Paesi europei, quali ad esempio la Spagna. Tuttavia, non è stata rilevata alcuna differenza significativa nella *performance* del prezzo delle azioni tra aziende appartenenti a settori industriali differenti. Pertanto, non si è in grado di collegare in modo convincente il calo del prezzo medio delle azioni, registrato il 28 giugno, all'introduzione della legge sulle quote di genere. Lo stesso si può concludere osservando l'andamento dei costi azionari il 15 marzo 2011³². Nel complesso, quindi, si può ritenere che il mercato azionario italiano abbia avuto una reazione negativa il giorno dell'annuncio della legge. Tuttavia, poiché questa reazione non dipende da quanto sia vincolante la quota per la società, non essendo

³² G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta, C. Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, 2016.

risultata differente per le varie tipologie di imprese, più o meno toccate dal vincolo, non si può affermare con assoluta convinzione che questo effetto negativo sia dovuto all'annuncio della legge sulle quote rosa nello specifico.

Un ulteriore passo per valutare che non vi sia alcuna associazione tra la legge sulle quote e l'effetto negativo registrato sul mercato azionario, è fornito guardando quanto accaduto **il giorno delle prime elezioni** del consiglio di amministrazione delle società interessate dalla riforma. Se l'effetto negativo sui prezzi azionari, registrato nel giorno dell'annuncio, fosse confermato anche nel giorno delle elezioni del consiglio, allora le quote rappresenterebbero uno shock negativo e costoso per il mercato azionario.

Al contrario, i cambiamenti che hanno interessato i consigli di amministrazione, al giorno delle prime elezioni utili, si sono tradotti in un effetto positivo sul mercato azionario.

Si osserva anzitutto che l'elezione del nuovo consiglio non è significativamente correlata alle reazioni registrate sul mercato in quella data, e dunque, che il vincolo imposto dalla legge non ha avuto un effetto diretto sui rendimenti dei prezzi azionari di per sé. Tuttavia, il numero maggiore di donne nominate al fine di rispettare la soglia imposta, si è tradotto in maggiori rendimenti azionari nel periodo elettorale. Questo risultato è coerente con il fatto che l'introduzione delle quote di genere impone una riorganizzazione dell'intera composizione del consiglio, modifica alcune caratteristiche di questo e può determinare reazioni positive del mercato. Quindi è chiaro che le imprese con meno donne nel *board*, più lontane dalla soglia, hanno dovuto effettuare modifiche più consistenti della composizione del loro consiglio di amministrazione al fine di rispettare l'obiettivo della quota. Queste aziende hanno registrato, pertanto, rendimenti più elevati.

Esaminando ancora gli effetti al giorno delle elezioni, si osserva che una quota maggiore di membri con un diploma universitario e una percentuale minore di membri di età superiore a 60 anni, determinate dalla riforma, sono significativamente associati a un mercato azionario con migliori prestazioni. In altre parole, le elezioni delle commissioni con membri più istruiti e più giovani sono in genere associate a rendimenti migliori. Pertanto, l'efficace effetto della riforma sul mercato azionario è in linea con le modifiche, indotte dalla legge sulle quote, al board, in particolare l'istruzione superiore e la minore età dei membri del consiglio, che sono ricevuti positivamente dal mercato. E se il mercato azionario reagisce positivamente a una determinata caratteristica, come risulta essere il caso di maggiore livello di istruzione e di età media inferiore, si può interpretare questa caratteristica come associata alla qualità, in tal caso migliore.

Dunque, analizzando gli effetti dell'introduzione di una legge sulle quote di genere nei consigli di amministrazione delle società italiane quotate, secondo diverse dimensioni: il cambiamento delle caratteristiche del *board*, gli effetti sulle prestazioni delle imprese e la reazione del mercato azionario all'annuncio della legge e al giorno delle elezioni, si è potuto dimostrare che la riforma è associata a una quota maggiore di donne dirigenti, ben al di sopra della soglia richiesta, livelli di istruzione superiore ed età inferiore di tutti i membri del consiglio di amministrazione. Questi risultati suggeriscono che la legge sulle quote di genere ha introdotto un nuovo processo di selezione per i membri del *board*, con modifiche che possono essere costose, almeno nel breve periodo. Tuttavia, si può respingere l'esistenza di un effetto negativo delle quote di genere sui risultati economici; si scopre, anzi, una reazione positiva del mercato al giorno delle elezioni del consiglio che risulta, pertanto, rinnovato. Si scopre, inoltre, che il rafforzamento delle posizioni delle donne è legato a una minore variabilità dei rischi sul mercato azionario.

I risultati sono coerenti con l'idea secondo la quale le quote di genere inducono una ristrutturazione del consiglio che viene positivamente ricevuta dal mercato, coerentemente con quanto è stato rilevato nel contesto politico da Baltrunaite e Besley.

Emergono, poi, ulteriori prove a supporto di tali conclusioni. Durante la discussione sull'introduzione della legge, infatti, due cose erano divenute rapidamente chiari: in primo luogo, la legge ha il potenziale di minacciare il cosiddetto "*club dei vecchi ragazzi*", che dominava i consigli di amministrazione, non necessariamente costituito da soggetti capaci. In secondo luogo, le donne competenti sono abbondanti, e le quote di genere possono essere un mezzo per sfruttare i talenti femminili inutilizzati³³.

A ciò segue la reazione inevitabile del mercato finanziario, da cui emerge che le quote non aumentano il numero di amministratori meno qualificati, peggiorando i consigli, piuttosto stimolano una ristrutturazione positiva della classe dominante.

³³ G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta, C. Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, 2016.

4 Corporate Governance

Il concetto di *Corporate Governance* è importante nell'analisi in questione in quanto il governo di un'impresa definisce quest'ultima, regola le decisioni manageriali e ne determina le *performance*. Questo concetto assume rilievo nel momento in cui viene sviluppata da Marris la teoria manageriale d'impresa, con la quale si instaura un nuovo concetto, differente da quello neoclassico, 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 tale da consentirgli di esercitare il pieno 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* (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.

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 un insieme di contratti che definiscono il rapporto tra gli attori coinvolti nel processo decisionale. Il problema, in quest'ottica, 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 suo conto, 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 alla possibilità di comportamenti opportunistici da parte dell'agente il quale, essendo consapevole della presenza di asimmetria informativa in cui tale relazione si svolge, sarà incentivato a massimizzare la propria funzione di utilità anziché quella dei proprietari, ovvero i benefici pubblici che incrementano il valore dell'impresa. 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.

I conflitti di interesse derivanti dalla separazione tra proprietà (azionista) e controllo (*manager*) implicano la necessità di introdurre schemi di *incentivi* economici appropriati e adeguate misure di controllo volte a mitigare la conflittualità tra i titolari dei diversi diritti sul profitto dell’impresa e la discrezionalità del *management*, che generano **costi di agenzia**, ovvero:

- costi di *monitoring*: legati al sistema di monitoraggio, che può includere 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 per garantire incentivi adeguati al *manager*, tali da allineare gli interessi.

Dunque, a parità di altre condizioni, il contratto d’agenzia più efficiente sarà quello che avrà minimizzato queste tre voci di costo. Tuttavia, nella realtà non è possibile stipulare un contratto completo, quello che non deve mai essere rinegoziato ed è eseguibile in tribunale, a causa dall’incapacità di prevedere e disciplinare in anticipo tutte le contingenze che potrebbero verificarsi nel corso della relazione contrattuale; anche qualora fosse possibile, l’eccessivo costo richiesto in termini di tempo e risorse, risulterebbe superiore ai benefici che ne deriverebbero. In generale, i costi di agenzia aumentano in un contesto di elevata incertezza, in presenza di asimmetria informativa, alta avversione al rischio e scarsa misurabilità dei risultati e degli sforzi apportati per raggiungere il proprio obiettivo.

In tale contesto, risultano, pertanto rilevanti i meccanismi di *Corporate Governance*. Esistono molteplici definizioni, tuttavia, le più rilevanti dal punto di vista economico, che aiutano a capire come applicarla, sono due:

“It deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment” Shleifer e Vishny [1997].

“L’insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi-rendite generate da un’impresa” Zingales [1997].

Per *Corporate Governance*, dunque, si intendono tutti quei meccanismi che regolano i conflitti di interesse tra *manager* e azionisti, nelle società a proprietà diffusa, e azionisti di minoranza e maggioranza, nelle aziende a proprietà concentrata; allineando gli interessi e riducendo i comportamenti opportunistici del *management* e/o degli azionisti di controllo, in modo da garantire la sostenibilità del *business* nel lungo periodo e creare valore per l'impresa.

Si distinguono due tipologie di meccanismi:

Esterni, messi in atto dai mercati finanziari e dal contesto politico-legislativo dei Paesi per assicurare un ritorno economico adeguato per gli investitori della società, su cui l'impresa può intervenire poco:

- Contesto legislativo e istituzionale,
- *Scalate e/o proxy fight*,
- Pressione competitiva sul mercato dei beni e dei manager.

Interni, su cui l'impresa può intervenire, 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 dei manager,
- Investitori istituzionali,
- Struttura dei diritti di voto,
- Struttura del capitale: disciplina del debito,

4.1 Meccanismi esterni

Per quanto concerne il **contesto istituzionale**, si intende l'insieme di sistema legale, diritto di impresa, rapidità del sistema giuridico, il codice di autodisciplina e associazioni professionali; dunque, quel complesso di istituzioni che garantisce i risparmiatori.

I meccanismi interni e il modello di governo adottato, infatti, si sono dimostrati essere in più circostanze non sufficienti a evitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza o a impedire scandali finanziari (Enron, WorldCom e Lehman Brothers negli Usa, Parmalat in Italia, Volkswagen in Germania e Toshiba in Giappone), i quali hanno avuto ripercussioni molto profonde sul sistema economico, finanziario e sociale dei Paesi in cui si sono verificati, facendo emergere l'esigenza di definire regole di buon governo societario e interventi governativi che vincolino, mediante opportune legislazioni e meccanismi di autoregolamentazione, i vari attori coinvolti a comportarsi nel rispetto delle normative, senza però compromettere la libertà d'iniziativa delle imprese stesse. La responsabilità dell'impresa presuppone un obbligo di trasparenza, integrità e indipendenza, il rispetto delle regole e una

struttura di controllo adeguata che tuteli anche i piccoli azionisti; requisiti particolarmente stringenti per le società quotate.

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 degli organi societari delle imprese quotate italiane e gli obblighi informativi a cui devono sottostare. In generale l'informativa societaria italiana presuppone che siano rese pubbliche alcune informazioni sulla *governance* e sull'organizzazione interna della società e del suo modo di operare.

Successivamente, è stata emanata la "Legge del risparmio" (legge n.262/2005), con l'obiettivo 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 forme di autoregolamentazione, tra cui si individuano i Codici di Autodisciplina che stabiliscono regole di comportamento e suggerimenti di tipo non vincolante sul funzionamento degli organi societari. Ciò che ha spinto molte imprese a ricorrere a questi codici di condotta volontari è stata l'esigenza di offrire una più intensa tutela degli azionisti tramite una maggior trasparenza verso l'esterno, al fine di accrescere la fiducia degli investitori sul mercato dei capitali.

Un ulteriore 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 e storiche.

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 attraverso il contesto socio-politico e legislativo del Paese in cui si sviluppano.

È l'approccio "*Law and Finance*", che si pone 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 esterni, i creditori, *outsiders*, e gli azionisti di minoranza possono proteggersi contro l'espropriazione dei *manager* o degli azionisti di controllo, *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. Questo fattore, 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.

Dagli studi condotti è emerso che, in generale, i Paesi di ordinamento *Common Law*, sono quelli che offrono maggior tutela per gli investitori *outsiders* (azionisti e creditori), mentre nei Paesi *Civil Law*, in particolare per il caso francese, la protezione è la più bassa.

Inoltre, la qualità dell'*enforcement* risulta maggiore nei Paesi più ricchi: in particolare i paesi scandinavi e germanici hanno un punteggio più elevato, mentre quelli francesi hanno, anche in questo caso, il valore più basso.

Si possono individuare due ragioni che spiegano tale fenomeno, quella **giuridica**, legata al fatto che nei paesi *Common Law*, la dottrina giurisprudenziale garantisce maggior discrezionalità ai giudici, per i quali risulta, quindi, più semplice disciplinare fatti specifici e riadattare le regole del singolo caso concreto o di crearne delle nuove. Inoltre, i Paesi *Common Law* sono più inclini ad offrire una maggior tutela agli *outsiders* anziché agli *insiders*.

Diverso invece è il caso dei Paesi *Civil Law* in cui il diritto è basato prevalentemente su leggi scritte e codici, a cui i giudici devono attenersi. Il vantaggio prevalente legato alla maggiore certezza e democraticità delle sentenze, tuttavia, si rivela essere anche un limite, in quanto ogni cambiamento o abrogazione delle norme richiede tempi molto lunghi. Inoltre, gli *insiders* possono individuare dei meccanismi non esplicitamente vietati dagli statuti per espropriare gli azionisti di minoranza e i creditori, aggirando in questo modo la legge.

Accanto a questa, occorre analizzare anche la ragione legata al **contesto storico-politico** delle differenti tradizioni legislative.

Il concetto di *Common Law* nasce con l'ottica di offrire maggior protezione alla proprietà privata contro l'elevato potere della Corona nel Regno Unito; un concetto che negli anni si è potuto estendere anche alla tutela della proprietà degli azionisti e degli investitori.

Per i Paesi a cui si applica l'ordinamento del *Civil Law*, invece, 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. Tale ordinamento, infatti, nasce per difendere lo Stato dai comportamenti di espropriazione delle imprese.

Molteplici studi, principalmente condotti da La Porta, 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 azionario, il quale tende a limitare la discrezionalità del *manager* anche mediante strumenti di remunerazione basati sulle *performance* aziendali.

Nei Paesi *Civil Law*, invece, si parla di *insider system*, in cui il controllo è frutto dell'attività dei principali portatori di interesse nell'impresa, si riscontra un minor ricorso al mercato, spesso la proprietà si trasferisce mediante l'accordo tra le parti e non vi è una netta separazione tra proprietà e controllo, infatti, le imprese sono caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà, tipicamente nelle mani di famiglie, istituti di credito come banche o enti pubblici, o lo Stato. In un contesto di questo tipo all'interno dell'impresa risulta ridotto il problema relativo ai conflitti di interesse tra *manager* e azionisti, identificabili sostanzialmente nella stessa figura. Il problema d'agenzia che si genera, però, è legato all'equilibrio tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, i quali essendo meno rappresentati, hanno minor potere decisionale.

Nonostante le grandi differenze che caratterizzano questi due ordinamenti, si sta assistendo comunque, ad una sorta di contaminazione e convergenza tra le due culture giuridiche.

Dunque, si è dimostrato 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 e quelli provenienti dal mercato, in quanto si recepisce una maggior protezione del capitale investito; quando è offerta una maggiore tutela ai diritti degli azionisti il mercato azionario è più sviluppato e il numero di imprese quotate aumenta.

Infine è emerso che la protezione degli investitori influenza l'economia reale. 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.

Allo stesso modo, la distribuzione dei dividendi si può considerare un meccanismo sostitutivo alla protezione degli investitori: più un'impresa distribuisce dividendi più è percepita come particolarmente attenta agli interessi degli *insiders* e meno propensa all'espropriazione di questi. Per tale ragione, secondo alcuni studi, le imprese che distribuiscono dividendi, possiedono migliori *corporate governance*.

Tuttavia, 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 sfruttare gli *asset* aziendali a proprio vantaggio.

La **scalata** (o *takeover*), invece, è il meccanismo tramite il quale avviene il trasferimento dei diritti residuali del controllo del *management*, il quale se efficiente, cioè a favore di un *manager* capace, contribuisce ad incrementare il valore dell'impresa. Nel caso di inefficienza della gestione aziendale, il mercato reagisce abbassando il prezzo delle azioni e riducendo così il valore dell'impresa stessa. A questo punto, un'impresa scalatrice può lanciare un OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) acquisendo a basso costo le azioni necessarie per detenere il controllo della società *target*, risanarla e rivenderla ad un prezzo superiore guadagnando dall'investimento effettuato. Il *takeover*, dunque, costituisce una soluzione al problema dell'opportunismo manageriale in quanto permette la sostituzione di un *manager* "incapace".

Tuttavia, si tratta di un processo complesso e molto costoso, in quanto richiede lo scambio di grandi quote di azioni, e di conseguenza, un investimento importante.

L'elevato costo 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 sorta di gara al rialzo sul mercato finanziario, volta all'ottenimento del controllo, rendendo tale meccanismo ancora più costoso.

la difficoltà della realizzazione, 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 *manager* a massimizzare la profittabilità dell'impresa per non essere espropriato dal proprio incarico.

In genere, dunque, tale meccanismo è sostituito dalle *proxy fight* (guerre di deleghe): un azionista "scalatore" si fa assegnare una delega di voto dai piccoli azionisti, i quali singolarmente non potrebbero direzionare le decisioni, al fine di impedire determinate operazioni oppure portare avanti un *manager* piuttosto che un altro. L'azionista dovrà comunque sostenere dei costi, infatti, chi ricorre a questo meccanismo è in genere un azionista che possiede già una quota elevata di azioni, ma non sufficiente a controllare le decisioni, e che tramite mezzo stampa cerca di convincere gli azionisti minori a supportare il suo voto.

La **pressione competitiva** sul mercato dei beni 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; questo fa sì che, in tale situazione, il prezzo dei beni converge al costo marginale. 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, anche perché nell'impresa ci sono meno risorse su cui avvalersi per estrarre benefici non monetari (privati). Quindi, la concorrenza schiaccia i profitti spingendo all'efficienza per la sopravvivenza dell'impresa, riducendo così i conflitti interni.

Inoltre grazie al meccanismo 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 e la stima dello sforzo attuato dal *management* per perseguire gli obiettivi dell'impresa.

In maniera simile, l'elevata concorrenza sul mercato dei *manager* favorisce un *turnover* più rapido. Questo fa sì che i *manager*, i quali vogliono mantenere il controllo dell'azienda hanno incentivi corretti a comportarsi in maniera efficiente, anche perché incentivati dalla metodologia di remunerazione *pay-for-performance*, per la quale il compenso sarà proporzionale ai risultati conseguiti dall'impresa.

Secondo alcuni studiosi, un ulteriore fattore estremamente importante per allineare gli interessi del *management* a quelli 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. 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, ma anche reputazionale, incentiverebbe il *manager* a non perseguire i propri interessi privati ma a massimizzare quelli dell'impresa. Tuttavia secondo alcune evidenze empiriche l'incentivo reputazionale diminuisce con gli anni di incarico e a fine carriera.

4.2 Meccanismi interni

Tra i meccanismi interni di *Corporate Governance* il **Consiglio di Amministrazione** (CdA) è, forse, lo strumento più importante di disciplina del *manager*. Si tratta dell'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, caratterizzato da eterogeneità in termini di età, sesso, nazionalità. Se il CEO rappresenta il "braccio esecutivo" del governo, il CdA è, invece, il "braccio legislativo", in cui gli amministratori riuniti "agiscono e deliberano con cognizione di causa ed in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti", 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. 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.

In altri termini il CdA rappresenta l'istituzione alla 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.

Si possono adottare due tipologie di sistema: duale o monistico. Nel primo caso il CdA è costituito da due livelli, un comitato esecutivo e uno di supervisione, separato dal primo, che ne monitora l'operato. Nel caso monistico, invece, è definito un comitato interno di controllo e gestione dei rischi, costituito dagli amministratori del CdA stesso.

Per poter operare in maniera efficace, allineando gli interessi tra *manager* e azionisti, il Consiglio di Amministrazione è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, con e senza azioni, ed esterni o indipendenti.

La gestione complessiva è compito degli amministratori delegati (o del Comitato esecutivo), i quali rappresentano il braccio *esecutivo* del governo.

Gli amministratori non esecutivi, invece, hanno due ruoli principali: quello di consiglieri per il *top manager* e quello di monitoraggio. Questi, dunque, hanno un peso significativo nell'assunzione delle decisioni e contribuiscono fortemente al perseguimento dell'interesse sociale, tuttavia, generalmente, rispetto agli amministratori esecutivi, hanno anche minori informazioni sulla gestione, sui mercati d'impresa, sulla validità dei progetti attuati e sui costi opportunità.

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 indipendenza³⁴, assicurando quindi che si operi nell'interesse esclusivo della società e non del *management* o dei singoli azionisti.

In teoria, pertanto, queste figure rappresentano uno strumento di monitoraggio e pressione sul *manager* in difesa degli interessi dell'impresa stessa e degli azionisti di minoranza; tuttavia, in pratica hanno a disposizione minori informazioni, sono remunerati dalla società e sono facilmente "catturabili" dal *manager*.

³⁴ L'articolo 148 del Testo unico della finanza prevede che non sono indipendenti gli amministratori in rapporto di parentela con altri amministratori e, soprattutto, coloro che sono legati alla società o al gruppo da rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza.

La **remunerazione** del *manager* può determinare incentivi e comportamenti differenti di quest'ultimo in base allo schema definito. In genere si costituisce di una parte fissa (stipendio), una parte variabile collegata alle prestazioni nel breve periodo (bonus), premi azionari costituiti da azioni vendute al manager ad un prezzo scontato, e infine le opzioni su azioni (*stock options*), che danno il diritto di acquistare, entro un certo periodo, le azioni della società al prezzo attuale. Questo incentiva a far aumentare il prezzo azionario e dunque spinge a guardare ad un orizzonte temporale più ampio, per il conseguimento di obiettivi di lungo periodo. Dunque, in generale, lo schema adottato è quello *pay-for-performance*, collegato, cioè, ai risultati conseguiti, a cui si affianca uno schema di incentivi tramite il quale, come suddetto, si cerca di allineare gli interessi del *manager* con quello degli azionisti per ridurre i conflitti e massimizzare il valore della società.

Tra i soggetti costituenti la struttura proprietaria della società si distinguono gli azionisti di maggioranza, quelli di minoranza, i *large shareholders* e gli **investitori istituzionali**.

I *large shareholders* sono costituiti dalle famiglie fondatrici, dalle imprese, e dallo Stato. 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.

Gli investitori istituzionali, chiamati *blockholders*, invece, sono rappresentati da fondi di investimento, pensione, o di *private equity*, compagnie assicurative, banche; ovvero sono 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; inoltre questi rispondono ai risparmiatori ed esprimono pareri nell'interesse di questi ultimi. Pertanto, tali figure sono considerate rilevanti per la disciplina dei comportamenti manageriali: 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 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. Tra gli aspetti negativi, 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 determinando una partecipazione passiva nell'attività di *monitoring*, anche se, negli ultimi anni, queste figure hanno assunto un ruolo sempre più attivo nella società.

Un altro meccanismo di *Governance* di rilevante importanza è quello attribuibile alla funzione disciplinante del **debito**, in quanto, il ricorso a tale fonte di capitale comporta: obbligo di rimborso, minaccia di fallimento e scalata, comportamento efficiente rispetto alla fonte finanziaria del capitale di rischio.

Tralasciando i vantaggi e gli effetti del ricorso al debito esposti nel capitolo 1, altri vantaggi dell'indebitamento riguardano il fatto che questo può vincolare la discrezionalità del *manager*, stimolandolo ad operare nel massimo interesse della società, piuttosto che compromettere le sue abilità e la sua reputazione mediante comportamenti opportunistici. La ragione risiede nel 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, il maggior onere da sostenere in presenza di debiti aziendali scoperti sarebbe a carico dei proprietari dell'impresa; 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 derivante da un elevato livello di indebitamento, genera per il *manager* il timore di *turnover*. Per evitare tutto ciò e poter, quindi, disporre della quantità di liquidità adeguata per 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 ed estrarre benefici non monetari.

Nonostante questi vantaggi il debito presenta anche dei costi, come esposto in precedenza nel modello di Modigliani e Miller, che possono creare inefficienze di mercato, tra i quali i costi di bancarotta e di ristrutturazione, le spese legali, i costi di transazione e di liquidità.

Infine, la **struttura dei diritti di voto** svolge un ruolo rilevante nel determinare il trasferimento o meno del controllo, in particolare tramite scalata, e dunque disciplina i comportamenti manageriali. Le strutture più tipicamente utilizzate sono quella *one share-one vote*, ovvero ad ogni azione è associato il diritto di voto; oppure *dual class*, in cui si distinguono due classi di azioni, generalmente quelle con e quelle senza diritto di voto. Il modello di Grossman e Hart mostrano come, ad eccezione delle società di comunicazione e società che danno visibilità, ovvero quelle che inevitabilmente creano benefici privati di controllo, la struttura ottimale che favorisce il trasferimento efficiente del controllo nelle mani di chi è capace, o comunque aumenta il valore nelle mani degli azionisti, è quella *one share-one vote*. Razionalmente, tale struttura è ottima poiché obbliga chi voglia ottenere il

controllo ad acquisire un quota di proprietà proporzionata alla quota di controllo, dunque fornisce l'incentivo corretto a prendere decisioni che favoriscano gli interessi di tutti (pubblici) e non solo quelli privati; questo perché l'investimento sostenuto è elevato e, pertanto, i dividendi elevati che si ottengono rendono meno attrattivi i benefici privati che si potrebbero estrarre.

Quella della tipologia di struttura dei diritti di voto è una decisione che viene presa in origine, alla nascita della società e un suo cambiamento è difficile e raro. Quindi, quando si osserva una struttura *one share-one vote* è perché si è voluto garantire nel tempo il trasferimento efficiente di controllo; se la scelta è stata *dual class*, invece, l'obiettivo era quello di creare un nucleo stabile; in genere questa struttura è preferita dalle imprese familiari, in cui la famiglia proprietaria vuole mantenere il controllo dell'azienda nel tempo tramite il trasferimento alle future generazioni.

Infine, un ulteriore aspetto rilevante, che potrebbe influire sulla riduzione dei conflitti di interesse tra proprietà e *management* è quello relativo alla struttura proprietaria dell'impresa.

Più precisamente, secondo il modello di Jensen e Meckling 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 che sia coinvolto direttamente dalle conseguenze generate dalle sue decisioni: in tale circostanza, infatti, il *manager* sarà interessato ad aumentare il valore delle azioni societarie, coerentemente con gli obiettivi degli azionisti, perdendo interesse nell'estrazione di benefici non monetari, di cui dovrà sostenere una quota più elevata di costi, proporzionale alla propria quota di partecipazione.

Tuttavia, esistono anche aspetti svantaggiosi dell'eccessiva concentrazione di azioni nelle mani di un unico soggetto; tra questi la riduzione della diversificazione del rischio aziendale, con la conseguente propensione a rinunciare ad alcuni progetti profittevoli, ma ritenuti rischiosi dal *manager*.

Come discusso nel capitolo 2, infatti, con riferimento alle imprese familiari, Anderson e Reeb mostrano come queste presentano una struttura di *governance* in genere 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 *management*, traducendosi in *performance* inferiori e maggiori costi di agenzia. Diverso è il caso in cui i due ruoli sono ricoperti dalla stessa persona, ovvero un membro della famiglia, come spesso accade. In tale circostanza "l'espropriazione" del benessere è inferiore rispetto alle imprese non familiari, in quanto il *manager*, come appartenente al nucleo familiare

controllante, non avrà incentivo a perseguire interessi privati, ma piuttosto la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo.

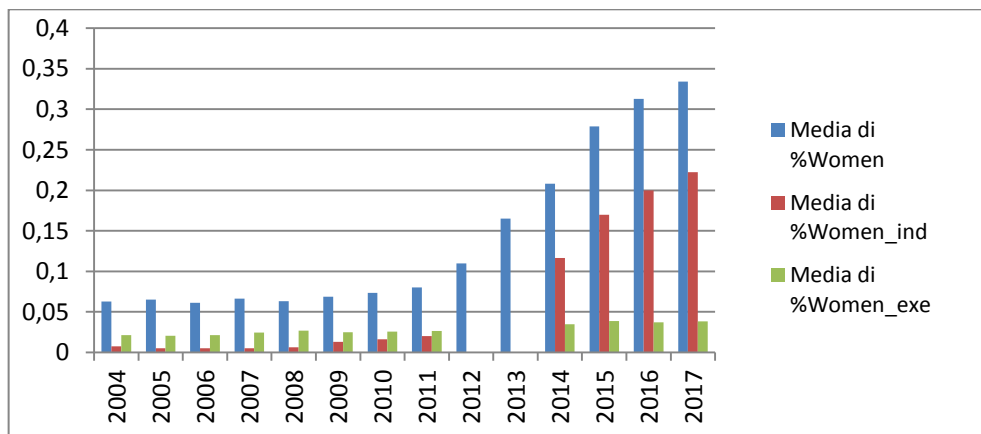
4.3 Effetti della presenza di donne sulla Corporate Governance

La presenza di donne nel board d'impresa, e di conseguenza, la diversificazione di genere dei consigli, può avere impatto positivo su *input* e risultati aziendali e, dunque, sulla *corporate governance* dell'azienda. Si osserva come, i direttori di sesso femminile hanno un numero di presenze migliore di quelli di sesso maschile, i direttori uomini hanno meno problemi di frequenza, più il consiglio è diversificato dal punto di vista del genere e, in tali condizioni, le donne hanno più probabilità di unirsi ai comitati di monitoraggio, suggerendo che i consigli più eterogenei diversificano gli sforzi per questa importante attività. Di conseguenza, il *turnover* dell'amministratore delegato risulta più sensibile all'andamento delle azioni dell'impresa sul mercato e gli amministratori ricevono più compensi basati sui prezzi dei titoli azionari, in società con consigli più diversificati per genere.

Inoltre, la maggior parte delle aziende con direttrici donne ha però solo un esecutivo, un fatto che è spesso considerato una prova di *tokenism*³⁵.

Le donne costituiscono dal 2 all'8% circa degli amministratori, di cui una piccola parte sono anche dirigenti, e sono nella maggior parte dei casi amministratori indipendenti o amministratori affiliati³⁶ nel resto delle situazioni.

Fig.8 Percentuale di donne presenti nei CdA delle imprese quotate come amministratori indipendenti ed esecutivi



³⁵ Azioni che sono il risultato della finzione di dare vantaggio a quei gruppi nella società spesso trattati ingiustamente, al fine di dare l'apparenza di equità. Fare qualcosa solo per dimostrare che si stanno seguendo le regole, e non perché si crede davvero che sia la cosa giusta da fare.

³⁶ forniscono servizi professionali all'impresa, sono legati a un membro del management, agiscono per conto di un fornitore, fungono da sindacati.

Le commissioni di tutto il mondo sono state sottoposte a una crescente pressione per scegliere direttori di sesso femminile, e le molte proposte di riforma sottolineano esplicitamente l'importanza della diversità di genere nei consigli, tra queste le quote rosa che, a partire dalla Norvegia, hanno coinvolto gran parte dei Paesi europei, come già esposto.

La maggior parte di queste iniziative legislative si basa sul fatto che la presenza di donne nel *board* potrebbe influenzare in modo significativo e positivo la *governance* delle società, per diverse ragioni. Gli argomenti a favore riguardano, ad esempio, il fatto che i consigli potrebbero migliorare la loro efficacia sfruttando talenti; oppure che, non appartenendo al cosiddetto "club dei vecchi ragazzi", le registe donne potrebbero corrispondere di più al concetto di amministratore indipendente enfatizzato nella teoria.

Dai vari studi condotti a riguardo emerge che la diversità di genere nei consigli di amministrazione ha effetti significativi sugli *input* del consiglio. Innanzitutto, le donne si comportano in modo diverso rispetto agli uomini: nello specifico, hanno meno probabilità di avere problemi di frequenza rispetto ai colleghi uomini. Inoltre, maggiore è la frazione di le donne nel board, migliore è il comportamento, in termini di presenza, degli amministratori di sesso maschile. A ciò si aggiunge che le donne siedono nei comitati di monitoraggio, audit e nomina, più di frequentemente rispetto agli uomini.

Esistono prove dirette che consigli più diversificati hanno maggiori probabilità di ritenere un amministratore delegato responsabile per le cattive prestazioni dell'impresa registrate sul mercato, ed eventualmente sostituirlo con un soggetto più capace. Il *turnover* del CEO risulta, pertanto, più sensibile alle *performance* dei rendimenti azionari dell'azienda, quando ci sono relativamente più donne nei consigli di amministrazione. In questi casi, inoltre, si rileva che i direttori ricevono una remunerazione relativamente più equa. Non emerge, tuttavia, una relazione statisticamente affidabile tra la diversità di genere e il livello di compensazione dell'amministratore, coerentemente con il fatto che i membri del consiglio di sesso femminile sono in genere sottorappresentati nei comitati per la remunerazione e, quindi, hanno un minore coinvolgimento nel fissare la retribuzione del CEO.

Per verificare se la diversità di genere sia davvero importante in termini di *governance*, una prima questione da esporre riguarda l'effetto del genere sulle misure osservabili degli input del *board*: si distinguono, in tal caso, le presenze e gli incarichi di commissione. La presenza alle riunioni in consiglio è il modo principale in cui gli amministratori ottengono le informazioni necessarie per svolgere le proprie funzioni e prendere decisioni. Inoltre, tale fenomeno è anche l'unica misura disponibile, dal punto di vista pubblico, del comportamento individuale del

direttore d'impresa; quindi, è utile per esaminare se le donne dirigenti si comportano diversamente dai direttori di sesso maschile. Gli incarichi di commissione, invece, sono legati al monitoraggio, *auditing, governance*, selezione e remunerazione dei dirigenti e dei direttori, e sono importanti in quanto, è più probabile che un membro del consiglio di amministrazione sia più influente per la *governance* dell'azienda se siede in una di queste commissioni chiave.

Se la diversità di genere influisce sul funzionamento del consiglio, ci si aspetta che le donne dirigenti si comportino in modo diverso rispetto ai direttori di sesso maschile, almeno in alcuni aspetti rilevanti, quali quello delle **presenze**.

Bisogna tener conto che la percentuale di casistiche in cui gli amministratori non soddisfano la soglia di presenza è piccola, poiché questi non vogliono essere associati ad un comportamento poco presente; i direttori di un'impresa possono avere più incarichi di direzione in altre aziende; e infine che, poiché gli amministratori indipendenti dovrebbero migliorare la *governance*, ci si aspetta che il comportamento del direttore migliori con una maggiore presenza di soggetti indipendenti nel consiglio di amministrazione.

Tenuto conto di ciò, i risultati degli studi condotti da Bianco, Ciavarella e Signoretti, suggeriscono che i direttori di sesso femminile hanno meno problemi di presenza rispetto ai dirigenti uomini (circa del 30%). In generale, si può sostenere che a parità di condizioni, quali indipendenza, età, possesso, stato di pensionamento e numero di altri consigli di amministrazione presieduti, le donne sembrano comportarsi in modo diverso rispetto ai direttori di sesso maschile, coerentemente con una vasta letteratura sperimentale che sostiene che le donne sono intrinsecamente diverse dagli uomini.

Quindi, alcune aziende potrebbero essere più incentivate a nominare donne nei consigli per incoraggiare un comportamento migliore delle presenze degli amministratori, essendo questo importante, come suddetto, in termini di raccolta di informazioni al fine di governare meglio l'impresa.

Ma, affinché la diversità di genere abbia un impatto davvero significativo, non è sufficiente che le donne si comportino in modo diverso rispetto ai direttori di sesso maschile. Il loro comportamento dovrebbe anche influire sul funzionamento complessivo del *board*.

A tal proposito, esaminando il comportamento delle presenze dei direttori di sesso maschile, i tre studiosi hanno osservato che un aumento della frazione di donne dirigenti è associato a una riduzione di problemi di partecipazione di un direttore uomo, precisamente del 9%. Quindi, gli amministratori di sesso maschile hanno

meno problemi di frequenza, più è vario il *mix* di genere nel *board* e maggiore è la frazione di donne dirigenti³⁷.

Inoltre, anche il comportamento generale delle presenze degli amministratori, di qualunque sesso, migliora se più donne sono nel consiglio, coerentemente con i risultati precedenti.

Una delle ragioni per cui gli uomini hanno una migliore presenza in commissioni con più donne potrebbe essere, però, che gli amministratori si comportano in modo diverso quando i loro colleghi sono più rispettosi, sono nuovi o se ci sono più dirigenti (effetto di pari), indipendentemente dal sesso.

Infatti, i direttori di nuova nomina hanno una migliore presenza rispetto a quelli in carica e tale comportamento non risulta guidato dalla presenza di più donne, né, tantomeno, l'effetto del genere sulla frequenza delle presenze è influenzato significativamente dal fatto che i direttori siano di nuova nomina o meno.

Si osserva che la frazione di nuovi direttori di sesso maschile sembra ridurre la probabilità di avere problemi di frequenza, che è coerente con l'ipotesi dell'effetto dei pari. Tuttavia, dai risultati ottenuti da Bianco, Ciavarella e Signoretti emerge che questo effetto non è statisticamente significativo nel complesso, poiché, l'effetto della frazione di direttori donne sui problemi di presenza maschile rimane negativo e statisticamente significativo, suggerendo l'esistenza di un puro effetto di genere. In aggiunta, le donne di nuova nomina non hanno una presenza migliore delle donne in carica, quindi il comportamento migliore delle donne non è semplicemente un effetto dovuto all'essere un nuovo arrivato.

Un'altra argomentazione sfavorevole alla diversità di genere è che il frequente *turnover* del direttore potrebbe migliorare la partecipazione, in quanto è più probabile che i direttori con basse presenze vengano sostituiti. In tal caso, la partecipazione potrebbe migliorare semplicemente perché gli amministratori con buone presenze stanno sostituendo amministratori con presenze insufficienti. Nonostante ciò, l'effetto del genere risulta persistente e, di conseguenza, rilevante. Ciò indica che la presenza di donne tra i membri del consiglio di amministrazione migliora il comportamento, in termini di presenze, degli amministratori di sesso maschile. Sebbene una migliore partecipazione non implichi necessariamente un miglioramento del processo decisionale, la presenza è comunque un meccanismo importante attraverso il quale i direttori ottengono le informazioni necessarie per svolgere i loro doveri al meglio. Pertanto, la presenza delle donne può influenzare il comportamento del consiglio di amministrazione in modo che possa portare a una migliore *governance*.

³⁷ M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti, Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections / *Corporate Governance: An International Review*, 2015.

Per quanto riguarda i compiti di comitato o **incarichi di commissione**, a differenza del consiglio nel suo insieme, i comitati di audit, nomine, *corporate governance* e compensazione, sono specializzati in compiti strettamente definiti e meno generici. È plausibile che i direttori che fanno parte di tali comitati abbiano maggiori probabilità di influenzare il governo del consiglio di amministrazione a causa del loro contributo a questi specifici aspetti del monitoraggio e della definizione degli obiettivi. Dunque, la presenza di donne in tali commissioni può avere un impatto ancora maggiore sulla *governance* d'impresa.

Coerentemente con le aspettative, i direttori con un numero ridotto di presenze sono anche meno propensi a partecipare a comitati di monitoraggio chiave. Inoltre, a parità di altre condizioni, la probabilità che i dirigenti di sesso femminile siedano su almeno uno di questi comitati è superiore rispetto a quella dei direttori di sesso maschile, ad eccezione dei comitati di compensazione. Pertanto, ci si aspetta che la remunerazione degli amministratori non sia fortemente influenzata dalla diversità di genere, mentre il monitoraggio e la definizione di obiettivi si.

Dunque, le donne partecipano a più riunioni e hanno maggiori probabilità di essere assegnate a comitati correlati al monitoraggio rispetto agli uomini. Partecipando attivamente alle riunioni dei comitati, le donne potrebbero aumentare l'intensità del **monitoraggio**, uno degli elementi importanti per garantire l'allineamento di interessi tra proprietà e controllo.

La sensibilità del *turnover* del CEO alla *performance* del rendimento azionario potrebbe essere considerata una misura dell'intensità del monitoraggio. Ci sono prove del fatto che il *turnover* del CEO è più sensibile alla *performance* quando i consigli hanno una larga parte di amministratori esterni³⁸.

Inoltre, gli amministratori indipendenti hanno maggiori probabilità di forzare il *turnover* del CEO dopo una cattiva *performance* azionaria. Pertanto, se le direttrici donne sono più severe, si dovrebbe rilevare che il *turnover* del CEO è più sensibile alle prestazioni di aziende con consigli più diversificati.

Ciò è collegato anche alla relazione che sussiste tra diversità di genere e compensi, basati sui rendimenti azionari, per gli amministratori e i CEO, poiché la retribuzione basata sulle prestazioni è un meccanismo importante per garantire che amministratori e *manager* agiscano nell'interesse degli azionisti.

Si osserva, come previsto, che una cattiva *performance* dei rendimenti azionari accresce la probabilità di *turnover* del CEO. Inoltre, nelle aziende con un numero relativamente elevato di dirigenti donne, la sensibilità del fatturato alle prestazioni è più elevata. Pertanto, indirettamente, la remunerazione degli amministratori si può ritenere influenzata dalla maggiore o minore presenza di direttrici di sesso

³⁸ M. Weisbach, Outside directors and CEO turnover / *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

femminile. Quindi, l'effetto ipotetico delle quote di genere sull'intensità del monitoraggio del consiglio fa sì che un calo delle *performance* azionarie aumenta la probabilità di *turnover* del CEO, e tale aumento è più elevato laddove il numero di amministratrici donne è maggiore.

In conclusione, la frazione di donne nei *board* sembra essere un importante fattore determinante della sensibilità del *turnover* alle *performance*, e, dunque, della capacità di monitoraggio. Questo effetto è più forte rispetto all'effetto determinato dalla presenza di amministratori indipendenti.

A questo punto, resta da esaminare la relazione tra la remunerazione del direttore e la diversità di genere a livello di impresa, considerando due aspetti: la frazione di retribuzione basata sui rendimenti azionari e la retribuzione totale. La prima componente, in particolare, è importante in quanto, l'andamento delle azioni e opzioni sul mercato potrebbe fornire più incentivi per una buona gestione, rispetto alla compensazione fissa ricevuta.

Da un lato, le imprese meglio governate hanno meno probabilità di pagare più del dovuto i loro dirigenti. D'altra parte, se è più bassa la parte variabile di compenso, le teorie standard prevedono che dovrebbe esserci una retribuzione totale più elevata per compensare il rischio *extra* assunto o a causa di vincoli di responsabilità limitata.

I risultati ottenuti da Weisbach mostrano che il grado di indipendenza del consiglio di amministrazione è correlata positivamente con la frazione variabile della retribuzione, quella legata ai risultati azionari, e lo stesso vale per la volatilità. Sebbene ciò sembri contrario alla teoria del principale e agente, la quale sostiene che la retribuzione legata alle prestazioni azionarie dovrebbe diminuire in presenza di maggiore incertezza, non è incoerente con i diversi effetti della volatilità dei prezzi azionari stimati in letteratura.

Per quanto riguarda la parte di remunerazione fissa, l'effetto della diversità di genere non risulta guidare le caratteristiche della società variabili nel tempo, tra le quali la composizione dei membri del *board*.

Inoltre, è rilevato che la frazione di donne è negativamente correlata alla compensazione totale, sebbene non in modo significativo³⁹. Tuttavia, l'effetto della diversità di genere cambia in presenza di effetti fissi, indicando che le variabili aziendali omesse rappresentano un'importante fonte di endogeneità, e suggerendo che il vero effetto della diversità di genere è positivo. Non è del tutto chiaro, comunque, se una certa remunerazione per gli amministratori sia coerente con una migliore *governance* o meno. Tuttavia, la teoria del principale e agente prevede che la retribuzione totale debba aumentare, tenuto conto dell'importo necessario a

³⁹ M. Weisbach, Outside directors and CEO turnover / *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

compensare il rischio. Poiché la diversità di genere è correlata positivamente alla frazione della retribuzione basata sui risultati di mercato, anche i risultati per la retribuzione totale sembrano coerenti con la teoria.

In conclusione, esistono prove evidenti del fatto che la percentuale più elevata di donne dirigenti è associata a una maggiore remunerazione basata sulle *performance*, il che è indicativo di un consiglio più allineato agli interessi degli azionisti. Ci sono, inoltre, alcune deboli prove di una maggiore remunerazione totale degli amministratori, nei consigli di amministrazione con un numero relativamente maggiore di dirigenti di sesso femminile.

Relativamente alla parte di remunerazione variabile e totale del CEO, non si rileva alcun effetto statisticamente significativo dovuto alla frazione di dirigenti donne, né sulla frazione di remunerazione determinata da incentivi né sulla remunerazione media totale, sostiene Weisbach. I contratti degli amministratori delegati, infatti, sono piuttosto eterogenei e complessi, pertanto il comitato di compensazione dovrebbe dedicare tempo e sforzi considerevoli a discuterne i dettagli. Poiché le donne hanno meno probabilità di essere nominate per il comitato di compensazione rispetto agli uomini, non hanno così tanta influenza sulla struttura del compenso degli amministratori delegati, come le loro controparti maschili. Tuttavia, è più probabile che facciano parte del governo societario e nominino commissari che sono generalmente responsabili della determinazione della retribuzione degli amministratori e del CEO. Pertanto, non sorprende che la frazione di donne nel *board* sembri influenzare indirettamente la retribuzione del direttore.

In conclusione, si può sostenere che la diversità di genere del consiglio di amministrazione è un tema centrale negli sforzi di riforma della *governance* adottati in tutto il mondo, spesso poco capiti. Un'ampia letteratura mostra che le donne si comportano diversamente in una varietà di contesti, tra cui quello delle sale riunioni; la composizione di genere del consiglio di amministrazione riduce il problema legato alle assenze, associato principalmente ad amministratori di genere maschile; la presenza di donne dirigenti, inoltre, sembra avere un impatto simile a quello degli amministratori indipendenti descritti nella teoria della *governance*, determinando un miglioramento dell'attività di monitoraggio.

Pertanto la diversità sembra avere un impatto, nel complesso, positivo per le aziende che altrimenti avrebbero una *governance* debole; anche se, non è escluso che in aziende con un governo già forte, l'elevata quota di donne dirigenti e il monitoraggio intenso potrebbero risultare controproducenti, in particolar modo sul mercato finanziario.

Parte seconda: analisi descrittive ed econometriche delle differenze in termini di remunerazione e redditività aziendale e degli effetti della variabile del *gender* sulle *performance* e la struttura del capitale

Premessa

La seconda parte dell'elaborato procede con un'analisi empirica volta a chiarire l'impatto che, potenzialmente, può avere la presenza di figure femminili nei consigli delle imprese quotate su Borsa italiana, e in particolare in posizioni dirigenziali quali CEO e CFO. Prima di procedere con l'analisi vera e propria risulta interessante analizzare il quadro della situazione tramite un'analisi descrittiva, utile a fornire in prima battuta risposte più o meno significative alla tematica trattata, andando ad osservare a tal proposito anche l'aspetto delle differenze che persistono in termini di remunerazione. A questa seguono due analisi di regressione: la prima utile a valutare un potenziale effetto della variabile del gender sulle *performance* delle imprese, una questione molto discussa e analizzata, in quanto ha condotto gli studiosi che se ne sono occupati a risultati differenti, lasciando un punto interrogativo ancora aperto; la seconda analisi, invece, è incentrata maggiormente sull'aspetto finanziario e mira a constatare o meno gli effetti sulle variabili inerenti la struttura del capitale.

5 Dataset

5.1 Raccolta dei dati

Come primo passo per le analisi successive, si è costituito un dataset contenente le informazioni relative a 131 imprese private quotate su Borsa Italiana, per un totale di 1781 osservazioni, relative agli anni di quotazione delle società stesse. Precisamente, i dati raccolti comprendono le informazioni che coprono un arco di tempo compreso tra il 2000 ed il 2017, laddove l'impresa fosse stata quotata in quell'arco temporale, oppure che coprono l'intervallo di tempo di quotazione, se più ristretto.

Il dataset finale è stato ottenuto a partire da due database esistenti messi a disposizione: il primo contenente un numero più ristretto di imprese, la maggior parte delle variabili di interesse, e i dati relativi fino all'anno 2014; il secondo, più ampio, contenente un numero più elevato di aziende e i dati aggiornati al 2017 di una parte delle variabili. Oltre questi, è stato successivamente fornito un database completo utile all'analisi descrittiva relativa alle differenze di remunerazione.

Dopo aver eseguito un *merge* dei due dataset iniziali, in quanto contenenti gran parte di informazioni comuni, si è potuto procedere all'aggiornamento e integrazione delle informazioni per il database finale.

In particolar modo, il lavoro compiuto ha riguardato le attività di aggiornamento dei dati per le variabili di *Corporate Governance* e di *performance* per le imprese comuni ai due dataset e per l'intervallo di tempo compreso tra il 2015 ed il 2017, se l'azienda risultava quotata. Per le società presenti solo nel secondo dataset, invece, per l'arco temporale di quotazione, i dati di *Corporate Governance* sono stati integrati. Infine, ai fini di un'analisi più approfondita sulla parte finanziaria sono state inserite integralmente le informazioni sui CFO, introducendo per questi le stesse variabili caratterizzanti i CEO.

5.1.1 Fonti

Le fonti utilizzate per la raccolta dei dati di *Corporate Governance* sono state principalmente tre:

- I. L'archivio web di Borsa Italiana. Tale portale mette a disposizione gran parte dei documenti societari delle aziende quotate, oltre che le informazioni prettamente finanziarie sull'andamento delle quotazioni. I documenti di interesse visionati sono stati le "Relazioni sul Governo Societario e sugli *Asset Proprietari*", ovvero relazioni annuali che

racchiudono i dati di interesse sulla struttura del Consiglio di Amministrazione, i comitati interni (controllo e remunerazione), il numero di riunioni tenute e le relative partecipazioni e le cariche ricoperte dai vari membri del *board*. Tutte queste informazioni sono spesso racchiuse in una tabella riassuntiva presente a fine relazione, altre volte sono collocate in diverse sezioni del documento e vanno, pertanto, ricercate singolarmente.

- II. Il sito web dell'azienda. Laddove tali documenti non fossero reperibili nel database di Borsaitaliana, si è fatto riferimento al sito web specifico della singola impresa, dove nella sezione *Corporate Governance* è possibile accedere, nella gran parte dei casi, all'archivio contenente i documenti societari dell'azienda, dai più recenti fino a quelli datati 2010 o 2006 in rari casi. Anche attraverso questa fonte, i documenti consultati sono stati quelli inerenti le relazioni sul governo societario e, se necessario, i Bilanci consolidati, dai quali risulta, però, più complesso reperire tali informazioni.
- III. Archivio web di Consob. Infine, se non sono stati reperiti i dati utilizzando le prime due fonti, si è consultato l'archivio delle società quotate sul portale Consob. Questa modalità di ricerca di dati ha riguardato principalmente quelle imprese che sono state quotate solo per brevi periodi di tempo o non più quotate allo stato attuale. Tuttavia i documenti presenti nell'archivio Consob mostrano esclusivamente la composizione del CdA con i corrispettivi nominativi, dunque non le informazioni complete.

Per quanto concerne le variabili aggiunte da zero riferite alla figura del CFO, le informazioni, non essendo reperibili dai documenti utilizzati in precedenza, sono state ottenute tramite ricerche mirate oppure consultando siti web di natura prettamente finanziaria tra i quali "*marketscreener*", "*reuters*".

Infine, l'aggiornamento dei dati per le variabili di *performance* ha richiesto esclusivamente dei calcoli e operazioni matematiche tra variabili di Stato Patrimoniale e Conto Economico già presenti nel dataset.

A questo punto, i dati raccolti, sono stati inseriti in un file *Excel* contenente il "*merge*" dei due database iniziali, sono stati organizzati individuando le variabili di interesse per le analisi successive e suddivisi per tipologia (*Corporate Governance*, CFO, CEO, Struttura Proprietaria, Conto Economico, Stato Patrimoniale, *Performance*, Settore, Remunerazione).

Va precisato che il database finale così ottenuto non è completo di tutti i dati: infatti, già i due dataset iniziali presentavano delle lacune sulle informazioni dei primi anni del 2000, difficilmente reperibili, in particolar modo per le variabili di

Governance; inoltre le informazioni sugli aspetti del CFO integrate non sono complete, non essendo facilmente individuabili in quanto non espressamente contenute nei documenti richiesti alle società, come per il CEO, ma solo reperibili da siti di natura prettamente finanziari privi di archivi che mostrano, pertanto, esclusivamente dati recenti.

5.2 Descrizione delle variabili

Di seguito è riportata la definizione delle variabili contenute nel dataset finale, utili alle successive analisi, raggruppate per categoria:

Corporate Governance:

le variabili di *Corporate Governance* descrivono le informazioni inerenti la composizione del consiglio di amministrazione, del comitato di controllo interno e del comitato di remunerazione con informazioni su riunioni, presenze, partecipazione familiare e dirigenza.

CG	<i>board_size</i>	Numero di amministratori totali presenti nel consiglio di amministrazione dell'impresa.
	<i>wom_num</i>	Numero di amministratrici presenti nel <i>board</i> .
	<i>wom_nontoken</i>	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.
	<i>aud_com</i>	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.
	<i>aud_num</i>	Numero di membri del consiglio di amministrazione che compongono il comitato di controllo interno della società.
	<i>aud_wom_num</i>	Numero di amministratrici che fanno parte del comitato di controllo.
	<i>aud_ind_num</i>	Numero totale di amministratori indipendenti appartenenti al comitato di controllo.
	<i>aud_ind_wom_num</i>	Numero di amministratrici indipendenti presenti nel comitato di controllo.
	<i>aud_nonex_num</i>	Numero totale di amministratori non esecutivi che fanno parte del comitato di controllo.
	<i>aud_wom_nonex_num</i>	Numero di amministratori non esecutivi di sesso femminile all'interno del comitato di controllo.
	<i>comp_com</i>	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.
	comp_num	Numero di membri del consiglio di amministrazione che compongono il comitato per la remunerazione.
	comp_wom_num	Numero di amministratrici che appartengono al comitato di remunerazione.
	comp_ind_num	Numero totale di amministratori indipendenti facenti parte del comitato di remunerazione.
	comp_ind_wom_num	Numero di amministratori indipendenti di sesso femminile presenti nel comitato per la remunerazione.
	comp_nonex_num	Numero complessivo di amministratori non esecutivi che fanno parte del comitato per la remunerazione.
	comp_nonex_wom_num	Numero di amministratori donna non esecutivi appartenenti al comitato per la remunerazione.
	board_meet	Numero di riunioni effettuate dal consiglio di amministrazione, durante l'anno di riferimento.
	aud_meet	Numero di riunioni tenute dal comitato di controllo interno della società, durante l'anno di riferimento.
	comp_meet	Numero di riunioni tenute dal comitato di remunerazione della società, durante l'anno di riferimento.
	board_attendance	Variabile che indica la percentuale media di partecipazione dei membri del board alle riunioni effettuate dal consiglio di amministrazione, nell'anno di riferimento. Esprime la qualità del processo del CdA.
	aud_attendance	Variabile che esprime in termini percentuali la partecipazione alle riunioni tenute dal comitato di controllo interno della società, nell'anno di riferimento.
	comp_attendance	Variabile che misura la percentuale di partecipazione alle riunioni del comitato per la remunerazione, nell'anno di riferimento.
	board_ex_num	Numero totale di amministratori esecutivi.
	board_ex_wom_num	Numero di amministratrici esecutive.
	board_nonex_wom_num	Numero di amministratrici non esecutive.
	board_ind_num	Numero totale di amministratori indipendenti.
	board_ind_wom_num	Numero di amministratrici indipendenti.
	wom_family_num	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 board, il numero di donne indipendenti e quelle aventi legami familiari.
	wom_nonfamily	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. Si osservi che nel caso non siano presenti amministratrici nel board, tale variabile dummy non avrebbe alcun motivo di esistere: per il seguente motivo si è preferito fare in modo che, in tale circostanza, assuma valore pari a 0, senza influire quindi sull'esito dell'analisi.
	chairman_wom	Variabile binaria pari a 1 se il presidente del consiglio di amministrazione è una donna; 0 altrimenti.
	chairman_wom_family	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.
	ceo_wom	Variabile binaria che indica se il CEO dell'impresa è di sesso femminile.
	ceo_family	Variabile binaria che indica se il CEO appartiene alla famiglia che controlla il pacchetto azionario di maggioranza della società nell'anno di riferimento.
	vicechairman_dummy	Variabile dummy pari a 1 se all'interno del consiglio di amministrazione è presente un vicepresidente.
	vicechairman_wom	Variabile dummy che indica se il vicepresidente presente è di sesso femminile.
	vicechairman_wom_family	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.
	ceoduality	Variabile binaria pari a 1 se il CEO della società ricopre anche la carica di presidente; 0 altrimenti.
	busydirectors_num	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.

	<i>busydirectors_wom</i>	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.
--	---------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Chief Financial Officer:

tali variabili racchiudono le informazioni del CFO relative al genere, il legame familiare, l'istruzione e l'età.

CFO	<i>cfo_wom</i>	Variabile binaria che indica se il CFO dell'impresa è di sesso femminile.
	<i>cfo_fam</i>	Variabile binaria che indica se il CFO appartiene alla famiglia che controlla il pacchetto azionario di maggioranza della società nell'anno di riferimento.
	<i>cfo_name</i>	Variabile che indica il nome del CFO nell'anno di riferimento.
	<i>cfo_lau</i>	Dummy pari a 1 se il CFO è in possesso di un titolo di laurea; 0 altrimenti.
	<i>cfo_ing</i>	Dummy pari a 1 se il CFO è in possesso di un titolo di laurea in ingegneria; 0 altrimenti.
	<i>cfo_birth_date</i>	Esprime la data di nascita completa del CFO.
	<i>cfo_birth_year</i>	Esprime l'anno di nascita del CFO.
	<i>cfo_age</i>	Esprime l'età del CFO nell'anno di riferimento.

Chief Executive Officer:

tali variabili racchiudono le informazioni del CEO (in parte contenute della categoria di *Corporate Governance*, come quelle inerenti il genere e il legame familiare) relative, l'istruzione e l'età e la carriera professionale (*tenure, turnover*).

CEO	<i>azionistidimaggioranza</i>	Variabile che indica il nome dell'azionista di maggioranza, al fine di poter popolare le variabili <i>presid_wom_fam, ceo_fam, ceo_wom_fam, vicepres_wom_fam, family</i> , e individuare i legami familiari con la proprietà, nell'anno di riferimento.
	<i>newceo_nome</i>	Variabile che indica il nome del CEO nell'anno di riferimento.
	<i>int_hiring</i>	Esprime il tasso di assunzione interno del CEO.
	<i>turnover</i>	Esprime il tasso di ricambio del CEO.
	<i>tenure</i>	Esprime il numero di anni di incarico ricoperti.

		dal CEO. È una variabile che generalmente esprime l' <i>entrenchment</i> del CEO. 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.
	<i>ceo_birth_date</i>	Esprime la data di nascita completa del CEO.
	<i>ceo_birth_year</i>	Esprime l'anno di nascita del CEO.
	<i>laurea</i>	Dummy pari a 1 se il CEO è in possesso di un titolo di laurea; 0 altrimenti.
	<i>ingegnere</i>	Dummy pari a 1 se il CEO è in possesso di un titolo di laurea in ingegneria; 0 altrimenti.
	<i>ceo_age</i>	Esprime l'età del CEO nell'anno di riferimento.

Struttura Proprietaria:

le variabili contengono le informazioni sulla tipologia di proprietà dell'impresa, in particolare permettono di identificare le imprese a conduzione familiare.

PROPRIETA'	<i>privateown</i>	Dummy pari a 1 se l'impresa analizzata è privata; 0 altrimenti.
	<i>family</i>	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.
	<i>stateown</i>	Dummy pari a 1 se l'impresa analizzata è statale; 0 altrimenti.

Variabili di bilancio:

le informazioni contenute nel bilancio societario permettono di definire le variabili di *performance* e di struttura del capitale utili alle analisi.

- **Conto Economico**

CE	<i>sales</i>	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.
----	--------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	valadd	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).
	labcost	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.
	fincha	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.
	taxes	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.
	depr	Esprime il valore degli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni immateriali e materiali.
	ris_az	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.
	empl	Rappresenta il numero di dipendenti della società nell'anno di riferimento.

- **Stato Patrimoniale**

ATTIVO	itn	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.
	IL	Investimenti Lordi
	gwc	Somma delle voci relative a: giacenze, crediti commerciali e cassa, banche e titoli.
	partecipaz	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

		seguinte voce le azioni proprie.
	totasset	Rappresenta l'attivo dello stato patrimoniale della società in esame: è dato quindi dalla somma delle variabili precedenti.
PASSIVO	equity	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.
	capsoci	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.
	debtml debtst	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.
	debtot	Rappresenta la somma delle due variabile di debito finanziario definite precedentemente.
	tradebt	Esprime l'ammontare dei debiti di natura non finanziaria.
	dividend	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.

Performance:

Si distinguono sia misure di *performance* di medio-lungo termine di natura contabile (ROA e ROE) sia misure di mercato di breve termine (mktcap, MTB, Q di Tobin). Le prime si basano su eventi accaduti, pertanto offrono indicazioni di *performance* passate, 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.

PERFORMANCE	mktcap	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.
	MTB	$MTB = mktcap / equity$

	q_tobin	$q_tobin = (mktcap - equity + totasset) / totasset$
	ROA	$ROA = EBITDA / totasset = (risulazionisti + of + taxes + depr) / totasset$
	ROE	$ROE = risulazionisti / capsoc$

Struttura del capitale:

Si distinguono le variabili di natura finanziaria che esprimono informazioni inerenti la struttura del capitale d'impresa. Tra queste, due di natura contabile (*lev_book*, *rap_indeb*) e una di natura economica (*lev_market*).

ST. CAPITALE	lev_book	$debtot / (debtot + equity) = (debtml + debtst) / (debtml + debtst + equity)$
	lev_market	$debtot / (debtot + mktcap) = (debtml + debtst) / (debtml + debtst + mktcap)$
	rap_indeb	$(debtot + tradebt) / totasset$

Settore industriale:

vengono riportate le informazioni relative al singolo settore industriale tra quelli in cui operano le imprese in esame.

SETTORE	settore_mediobanca	Definisce il settore di mercato in cui opera l'impresa.
	sales_settore	Esprime le vendite complessive registrate dal singolo settore nell'esercizio di riferimento.
	valadd_settore	Rappresenta il valore aggiunto generato dal singolo settore nell'esercizio di riferimento.
	labcost_settore	Esprime il costo del lavoro sostenuto nell'anno di riferimento.
	depr_settore	Esprime il valore degli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni immateriali e materiali del singolo settore.
	totasset_settore	Rappresenta l'attivo dello stato patrimoniale di tutte le società in esame appartenenti allo stesso settore.

Remunerazione del CEO:

Tali variabili esprimono aspetti della remunerazione del CEO che saranno utilizzati nell'analisi descrittiva in proposito.

REMUNERAZIONE	<i>totcomp</i>	Esprime la remunerazione del CEO.
	<i>rtotcomp</i>	Esprime la remunerazione del CEO convertita in termini reali in base al potere d'acquisto dell'euro, utilizzando l'indice FOI.
	<i>Stock_option</i>	Variabile dummy pari a 1 se il CEO possiede opzioni su azioni; 0 altrimenti.

6 Analisi descrittiva

Una volta definite le variabili contenute nel dataset, si procede presentando i principali risultati emersi dalle statistiche descrittive inerenti il campione di imprese private quotate su Borsa italiana nell'arco temporale compreso tra il 2000 ed il 2017. Tali statistiche permettono di avere un'idea iniziale sugli effetti che la presenza crescente di donne nei *board* aziendali o in posizioni dirigenziali, quali CEO e CFO, potrebbe avere sulle *performance* economiche dell'impresa e sulle condizioni di lavoro, quali la remunerazione. Particolare attenzione è rivolta alle differenze che si presentano tra le condizioni in cui ci siano legami con la famiglia di controllo, per le imprese familiari, e non. A ciò precede una panoramica sulla composizione dei *board* delle imprese analizzate.

Nella seguente sezione distinguono tre macro argomenti:

- Le statistiche descrittive relative alla composizione del *board*, mediante una panoramica generale sulla presenza di donne, il tipo di posizione amministrativa (esecutiva, indipendente) ed i ruoli dirigenziali ricoperti, evidenziando eventuali legami con la famiglia proprietaria.
- Le statistiche descrittive inerenti le *performance* aziendali, distinguendo in base al genere del CEO e CFO, e al legame delle due figure citate con la famiglia di controllo.
- Le statistiche descrittive relative la remunerazione del CEO e l'eventuale divario tra i due sessi, distinguendo oltre che in base al genere, anche in base all'appartenenza alla famiglia proprietaria dell'impresa.

6.1 Sguardo generale sulla Corporate Governance

Consiglio di amministrazione:

Sono mostrate di seguito le statistiche inerenti la composizione del *board*, in particolare lo stato degli amministratori (esecutivo, indipendente) con attenzione al fattore del *gender*.

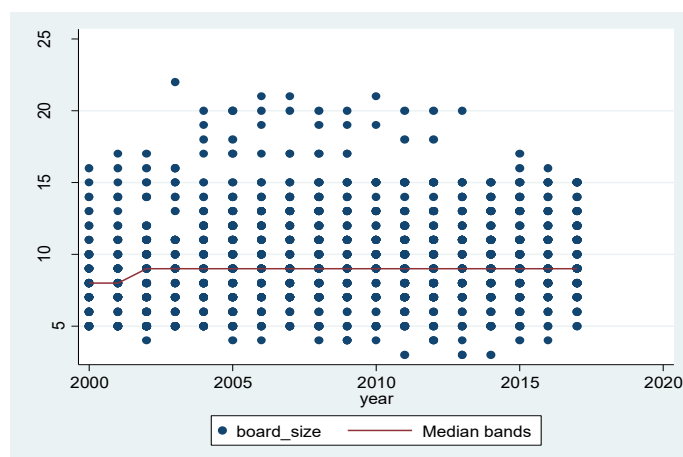
Tab.1 Statistica descrittiva relativa alla *corporate governance* nelle imprese del campione. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del *board*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
board_size	1767	9.544992	2.993403	3	22
%Women	1767	.1236705	.1257682	0	.5714286
%Men	1767	.8763295	.1257682	.4285714	1

%Independent	1767	.3626124	.1735728	0	.9333333
%Women_ind	1767	.0518965	.0961141	0	.4444444
%Men_ind	1767	.9481035	.0961141	.5555556	1
%Executive	1767	.3170068	.1814019	0	1
%Women_exe	1767	.02815	.0571228	0	.3333333
%Men_exe	1767	.97185	.0571228	.6666667	1
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
%Imprese con almeno il 20% di donne	1781	.26895	.4435385	0	1
%Imprese con almeno il 30% di donne	1767	.1007357	.3010637	0	1

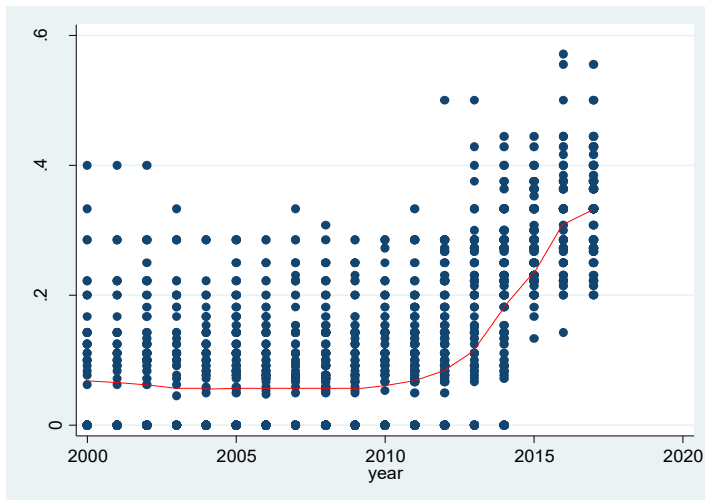
Dalle statistiche inerenti la composizione del Consiglio di Amministrazione si può osservare che la dimensione media dei consigli per le imprese in analisi è di 9-10 componenti, con il 12% di amministratori di sesso femminile. Gli amministratori indipendenti costituiscono il 36,3% circa dei membri, mentre gli esecutivi sono il 31,7% (considerando la dimensione media infatti gli amministratori che hanno poteri esecutivi sono, in genere, circa 3, tra cui l'amministratore delegato, il presidente del consiglio, talvolta identificabile nello stesso AD, ed il vicepresidente laddove presente). Di questi, la percentuale di donne risulta essere in media del 5,2% circa per quanto riguarda gli amministratori indipendenti e poco al di sotto del 3% (2,8%) per gli esecutivi, calcolata sul totale di amministratori del consiglio. Infine, si osserva che, in media, il 27% circa delle imprese possiede all'interno del proprio consiglio almeno il 20% di amministratrici, mentre le aziende con almeno il 30% di figure femminili nel *board* sono solo il 10%. Tale soglia del 30%, oltre ad essere stata imposta come soglia minima di rappresentanza di genere dalle "quote rosa", è anche considerata dalla teoria del *Tokenism* la massa critica necessaria affinché le minoranze, le amministratrici di sesso femminile in tal caso, possano esercitare una certa influenza all'interno di un gruppo, in questo contesto cioè, avere un potere a livello decisionale reale.

Fig.9 Andamento della dimensione del *board* nel tempo



Il grafico mostra che tra il 2000 ed il 2002 la dimensione media dei *board* delle imprese in analisi è cresciuta, per poi stabilizzarsi intorno al valore di 9 membri.

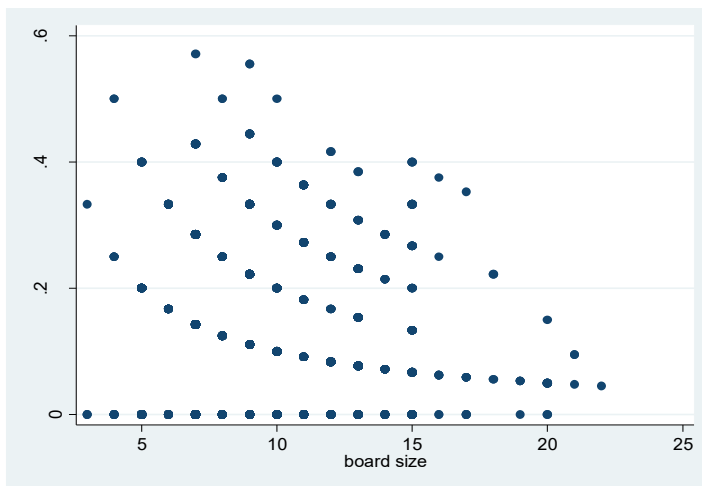
Fig.10 Andamento della percentuale di donne nel *board*



Per quanto riguarda la percentuale media di amministratrici, si può osservare come questa si sia mantenuta stabile negli anni, al di sotto del 10%, fino al 2011-12, anni in cui si è registrato un notevole incremento che ha portato tale valore medio oltre la soglia del 20% dopo il 2014, fino a raggiungere il 30%

dal 2016. Essendo quelli gli anni dell'introduzione della legge sulle quote di genere, in prima analisi si può sostenere che la riforma abbia determinato un importante risultato in termini di incremento della rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione delle imprese quotate, coerentemente con quanto riportato dagli innumerevoli studi condotti in materia, come esposto in precedenza.

Fig.11 Relazione tra la percentuale di donne e la dimensione del consiglio



Il grafico in figura mostra, inoltre, come sussiste una relazione negativa tra la percentuale di donne amministratrici e la dimensione del consiglio. Si osserva, infatti, una certa tendenza decrescente della percentuale di donne al crescere della dimensione del *board*, coerentemente

con il fatto che la presenza femminile è più marcata nelle imprese a conduzione familiare, le più diffuse nel Paese, le quali sono in genere società di piccole dimensioni con consigli, perciò, più ristretti.

Fig.12 Andamento nel tempo della percentuale di imprese aventi almeno il 20% di amministratrici nel *board*

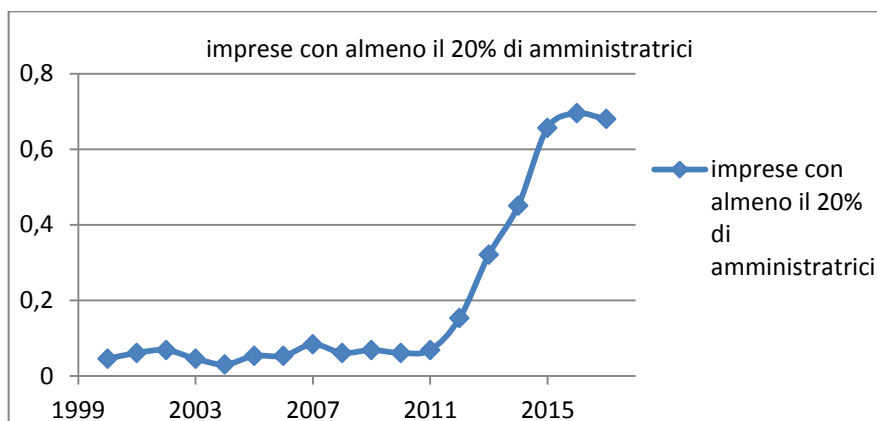
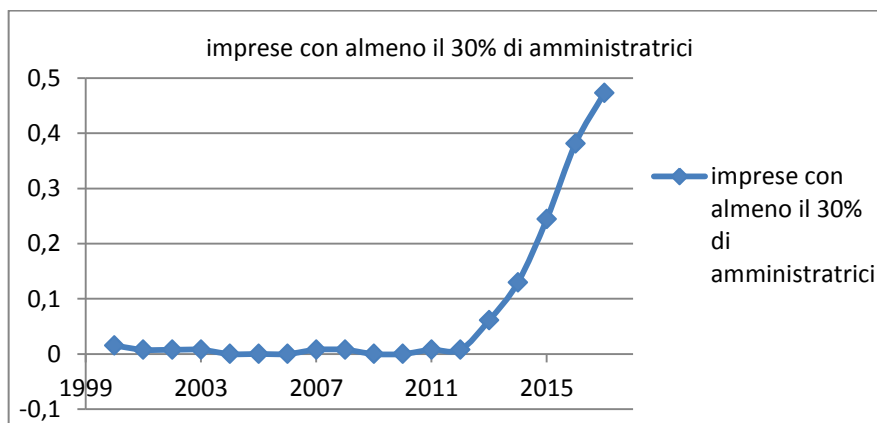


Fig.13 Andamento nel tempo della percentuale di imprese aventi almeno il 30% di amministratrici nel *board*



Nelle due figure (12, 13) riportate, emerge nuovamente l'impatto sulla *governance* societaria che la legge sulle quote di genere ha determinato:

a partire dal 2011 si è registrato un incremento sempre maggiore della percentuale di imprese aventi almeno il 20% di amministratrici nel *board*, passando dal valore pressoché stabile del 10% circa, al 70% raggiunto nel 2016.

Per quanto riguarda, invece, il valore di soglia critica del 30%, si può osservare che, anche in tal caso, la norma sembra aver influito facendo registrare, dal 2012, un aumento delle imprese che soddisfano tale valore, fino a raggiungere una percentuale di poco al di sotto del 50%, nel 2017.

Oltretutto, un'importante considerazione riguarda il fatto che, il notevole aumento della percentuale di imprese aventi una certa soglia di donne nel *board*, si è registrato in pochi anni, ciò a supporto delle considerazioni di diversi studiosi, esposte in precedenza, per le quali la legge sulle quote ha contribuito a velocizzare un processo di emancipazione già messo in atto.

Posizioni dirigenziali:

Tab.2 Statistica descrittiva relativa ai ruoli dirigenziali ricoperti nelle imprese del campione. Le percentuali sono calcolate sulla dimensione del board

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
%Vicechairm_wom	1758	.112628	.3162275	0	1
%Chairman_wom	1759	.0443434	.2059154	0	1
%CEO_wom	1764	.0430839	.2031036	0	1
%CFO_wom	1116	.0483871	.214679	0	1

Osservando ora le statistiche relative alle principali posizioni dirigenziali occupate all'interno della società, si può rilevare che, relativamente alla variabile del genere, le percentuali per le donne sono alquanto basse. Nell' 11,3% circa delle imprese del campione la carica di vicepresidente è affidata ad una donna (va precisato inoltre che non tutti i consigli nominano un vicepresidente); inferiore risulta la percentuale media di aziende con presidente del CdA donna, nello specifico 4,4%. Per quanto concerne le posizioni di CEO e CFO si rileva, rispettivamente, che nel 4,3% nel 4,8% dei casi sono occupate da donne. C'è da precisare che, nonostante la percentuale di donne CFO risulti superiore, il numero di osservazioni relative alla variabile analizzata sono molto inferiori alle altre, per la difficoltà di reperimento delle informazioni, come esposto in precedenza; dunque, potrebbe non essere corretto sostenere che le donne sono assegnate più frequentemente al ruolo di CFO piuttosto che di CEO nelle imprese quotate analizzate.

Partecipazione familiare:

Tab.3 Statistica descrittiva relativa al ruolo della famiglia nel consiglio delle imprese del campione.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Family owner	1773	.7721376	.4195717	0	1
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Women family num	1759	.3115406	.5307794	0	3
%women family sul totale	1767	.0354202	.0622247	0	.4
%women family	1781	.2116227	.3717762	0	1

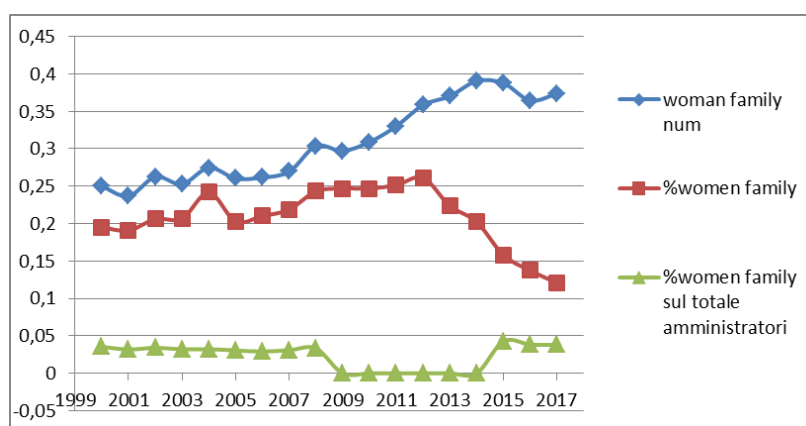
A questo punto, risulta interessante osservare qual è il livello di presenza attiva della famiglia nelle aziende in analisi.

Anzitutto, si rileva che il 77,2% delle imprese è di proprietà di un nucleo familiare, una percentuale che risulta elevata ed è coerente con i diversi studi condotti in merito dai quali emerge che nel nostro Paese, ed in generale in Europa,

le aziende sono per gran parte familiari con proprietà concentrata. Con riferimento alla variabile del genere, si osserva che, in media, solo il 3,5% circa di amministratori totali è una donna legata alla famiglia controllante; mentre, considerando il totale di donne presenti nel consiglio, si rileva che di queste poco più del 21% in media ha legami familiari. Per alcune imprese tale percentuale è del 100% (Max = 1), indicando che le amministratrici presenti sono tutte appartenenti alla famiglia proprietaria.

Queste statistiche potrebbero, in un primo momento, far ipotizzare che una ristretta parte di imprese, a seguito dell'introduzione della legge sulle quote di genere, abbia assegnato il ruolo di amministratore a donne legate alla famiglia sulla base di tale legame e con lo scopo di raggiungere la quota imposta, e non invece per merito; tuttavia, il numero di tali aziende non risulta eccessivo.

Fig.14 Andamento nel tempo del numero e relativa percentuale di donne aventi legami con la famiglia di controllo



Inoltre, se con l'introduzione delle quote è cresciuto il numero di donne nel *board* con legami familiari, si è ridotta di conseguenza la percentuale di tali donne appartenenti alla famiglia proprietaria, essendo mantenuta pressoché costante la dimensione del consiglio.

Tab.4 Statistica descrittiva relativa al ruolo della famiglia nelle posizioni di CEO e CFO delle imprese del campione

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
%CEO family	1758	.4596132	.498508	0	1
%CFO family	1116	.0501792	.2184125	0	1

Infine, si osserva che in media il 45,9% delle imprese analizzate, dunque circa la metà, ha un CEO legato alla famiglia di controllo. Ciò è coerente con quanto esposto in precedenza in merito alle imprese familiari ed al livello di partecipazione attiva

della famiglia alla *governance*. Infatti, tenuto conto che circa il 70% di imprese è a conduzione familiare e, dati gli obiettivi di sopravvivenza e benessere futuro sia della famiglia che dell'azienda stessa, non sorprende che quasi nella metà dei casi l'amministratore delegato appartenga al nucleo familiare, in modo tale da poter allineare al meglio gli interessi della famiglia con quelli societari e garantire l'ereditarietà per le generazioni future. Ciò è possibile anche perché, come suddetto, i consigli non sono molto ampi e le scelte decisionali del CEO sono, pertanto, difficilmente ostacolate.

Ben diversa sembra essere la situazione che riguarda i CFO, di cui solo il 5% risulta avere legami con la famiglia di controllo.

6.2 Performance aziendali

L'analisi sulle *performance* mira ad analizzare le differenze, laddove sussistono, tra i risultati aziendali delle aziende sulla base del gender, in particolare sulla base della presenza di donne nelle posizioni di CEO e CFO, osservando i casi distinti in cui ci sia o meno un legame con la famiglia di controllo.

Tab.5 Statistica descrittiva relativa alle *performance* delle imprese del campione

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
mktcap	1739	1236971	3508580	0	4.59e+07
MTB	1729	4.311158	84.44907	-12.33215	3504.229
q_tobin	1729	1.422688	1.246776	.2814709	38.34852
ROA	1729	.0970219	.1438855	-1.270425	3.157769
ROE	1729	.8992449	4.007795	-52.01866	58.82813

Anzitutto, ciò che si osserva nella prima tabella descrittiva è che la variabile di capitalizzazione di mercato, *mktcap*, è caratterizzata da maggiore varianza nei dati (Std. Dev. = 3508580) rispetto alle altre variabile, per le quali si registra un valore di deviazione standard decisamente inferiore.

Questo fenomeno può essere spiegato dal fatto che i risultati di mercato di un'azienda sono molto più volatili rispetto ai quelli contabili, anche perché determinati da un insieme di fattori talvolta soggettivi, non misurabili.

Lo si può osservare meglio nelle tabelle seguenti.

Fig.15 Relazione tra mktcap e Percentuale di donne nel board

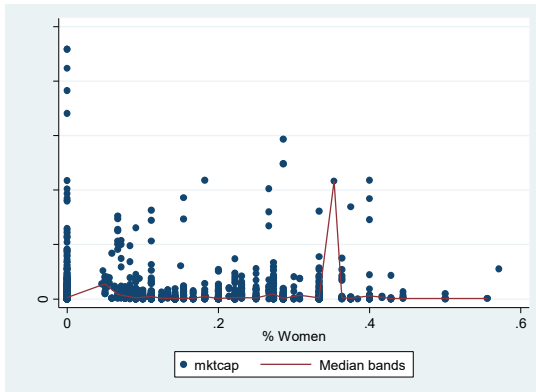


Fig.16 Relazione tra MTB e percentuale di donne nel board

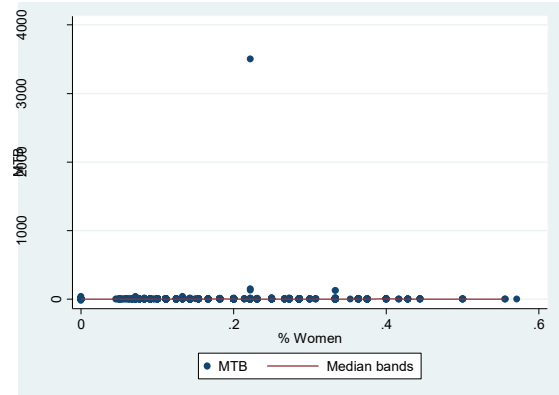


Fig.17 Relazione tra q_tobin e percentuale di donne nel board

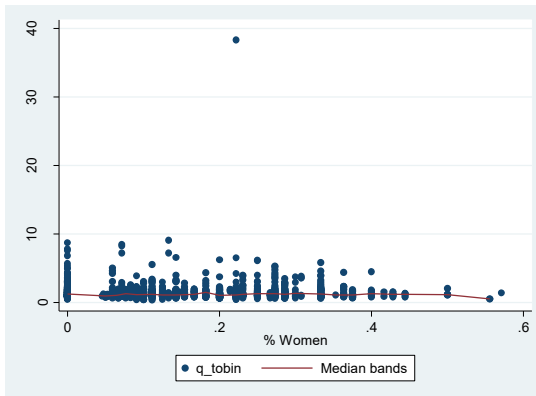


Fig.18 Relazione tra ROA e percentuale di donne nel board

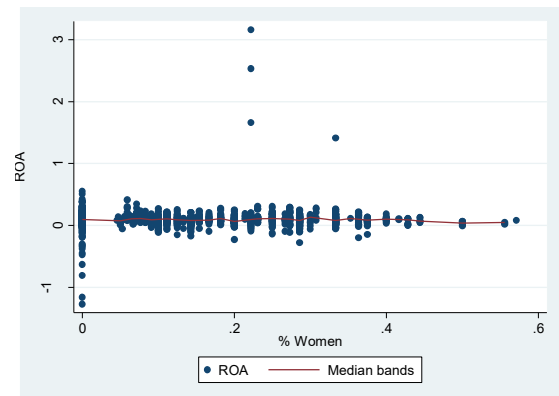
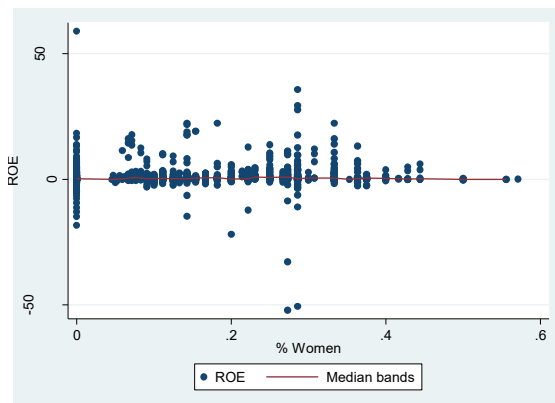


Fig.19 Relazione tra ROE e percentuale di donne nel board



Al variare della percentuale di donne presenti nel consiglio di amministrazione, infatti, i valori relativi alla prima variabile di *performance* (Fig.15) si distribuiscono in modo più vario, come mostra la banda della media, che assume valori differenti, in particolare per le percentuali del 5% e 35% circa. Per le altre variabili, invece, la

media sembra essere costante al variare della percentuale di amministratrici e i dati appaiono uniformemente distribuiti attorno ad essa con termini di errore apparentemente piccoli, in particolare per la variabile del MTB. Emergono, infine, dalle figure 16 e 17, due valori anomali molto distanti dalla media e dalla distribuzione del resto dei dati, valori che potrebbero essere dovuti ad errori nell'osservazione e raccolta dei dati o di compilazione del dataset.

A questo punto, risulta interessante osservare le statistiche descrittive che mostrano le prime differenze di *performance*, laddove effettivamente ci siano, dovute alla presenza o meno di donne nelle posizioni di CEO o CFO.

Tab.6 Statistica descrittiva relativa alle *performance* distinguendo imprese con CEO donna e non

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
mktcap	Total	1737	1237740	3510502	0	4.59e+07	
	Ceo woman	0	1661	1287607	3581822	0	4.59e+07
		1	76	147871.9	183452.6	14065	757085
	Difference		1139735.1				
MTB	Total	1714	4.344565	84.81716	-12.33215	3504.229	
	Ceo woman	0	1638	4.488209	86.76075	-12.33215	3504.229
		1	76	1.248657	1.001697	.1144364	6.553577
	Difference		3.239552				
q_tobin	Total	1714	1.42865	1.249774	-1.270425	38.34852	
	Ceo woman	0	1638	1.442963	1.274112	.3160151	38.34852
		1	76	1.120175	.3757222	.6092862	1.967361
	Difference		0.322788				
ROA	Total	1714	.09686	.1444559	-1.270425	3.157769	
	Ceo woman	0	1638	.0975173	.1470427	-1.270425	3.157769
		1	76	.0826937	.0668911	-.1136203	.2324049
	Difference		.0148236				
ROE	Total	1714	.9069424	4.023415	-52.01866	58.82813	
	Ceo woman	0	1638	.9032282	4.071687	-52.01866	58.82813
		1	76	.9869931	2.804958	-2.169827	16.10522
	Difference		-.0837649				

Dai dati riportanti in tabella, inerenti i due sottogruppi di imprese, emerge che i valori medi di capitalizzazione di mercato, Q di Tobin e ROA (*Return on Assets*) sono superiori per le imprese in cui il CEO è un uomo, in particolare come si evince dai valori di *mktcap* e *MTB*, che risultano molto differenti nei due casi. Nello

specifico, la capitalizzazione è circa il doppio per il primo gruppo di imprese. Il valore medio del ROE (*Return on Equity*), invece, è leggermente superiore nelle imprese con CEO donna (0.9869931 contro 0.9032282).

Inoltre, le due variabili di *performance* quali Q di Tobin e ROA, rispettivamente variabile di mercato e di libro, risultano avere una deviazione standard molto inferiore rispetto le altre variabili, indicando, quindi, la stabilità di tali indicatori. Queste due misure infatti, insieme al MTB, saranno le principali variabili di *performance* sulle quali verterà la successiva analisi di regressione.

Tab.7 Statistica descrittiva relativa alle *performance* distinguendo imprese con CFO donna e non. Tutte le donne CFO nel campione non hanno legami con la famiglia di controllo

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
mktcap	Total	1091	1697755	4296932	0	4.59e+07
	Cfo woman	0	1497876	3243868	0	2.94e+07
		1	53	5612367	1.27e+07	4848
	Difference		-4114491			
MTB	Total	1078	5.938747	106.9279	-4.602269	3504.229
	Cfo woman	0	6.176329	109.6543	-4.602269	3504.229
		1	53	1.344013	1.686397	-3.4
	Difference		4.832316			
q_tobin	Total	1078	1.52522	1.459715	.3160151	38.34852
	Cfo woman	0	1.545915	1.492196	.3160151	38.34852
		1	53	1.124972	.3345195	.5726836
	Difference		.420943			
ROA	Total	1078	.1100728	.1673452	-1.270425	3.157769
	Cfo woman	0	.1119283	.1697758	-1.270425	3.157769
		1	53	.0741887	.1050074	-.2791922
	Difference		.0377396			
ROE	Total	1078	1.263675	4.530745	-52.01866	35.68417
	Cfo woman	0	1.414351	4.280098	-52.01866	35.68417
		1	53	-1.650342	7.436983	-50.60588
	Difference		3.064693			

Per quanto riguarda le statistiche dei due sottogruppi di aziende con CFO donna e non, come nel caso precedente, i valori medi di MTB, Q di Tobin e ROA sono superiori per le imprese con CFO di sesso maschile; ma al contrario, i risultati si invertono per le due variabili di *mktcap*, i cui valori sono superiori per le imprese

con CFO donna, e ROE, dove avviene l'opposto, in linea con quanto accade per le altre variabili di *performance*.

In particolare il valore negativo del ROE medio per le imprese con CFO di sesso femminile, può riflettere il fatto che, come mostrato da vari studiosi, i dirigenti donne tendono a prediligere fonti di finanziamento meno rischiose, quali profitti reinvestiti e debito, di conseguenza, i rendimenti azionari registrati sul mercato si riducono, essendo ridotto il rischio legato all'impresa stessa.

Tab.8 Statistica descrittiva relativa alle *performance* distinguendo imprese con CEO e CFO entrambi donna e non

Variable			Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
mktcap	Ceo&cfo women	0	996	1551354	3300579	0	2.94e+07
		1	3	26469.33	1113.558	25467	27668
	Difference			1524884.67			
MTB	Ceo&cfo women	0	982	6.38905	112.0268	-4.602269	3504.229
		1	3	.2557662	.0555669	.2160928	.3192744
	Difference			6.1332838			
q_tobin	Ceo&cfo women	0	982	1.563203	1.519775	.3160151	38.34852
		1	3	.8014294	.0317096	.7764836	.8371139
	Difference			.7617736			
ROA	Ceo&cfo women	0	982	.1121829	.1731633	-1.270425	3.157769
		1	3	-.0283957	.073875	-.1136203	.0173938
	Difference			.1405786			
ROE	Ceo&cfo women	0	982	1.405266	4.322146	-52.01866	35.68417
		1	3	-1.044262	.9955092	-2.169827	-.2793247
	Difference			2.449528			

Analizzando ora i dati congiunti, si può osservare che in sole 3 osservazioni (in particolare in 3 anni per l'impresa "Il Sole 24 Ore") entrambe le figure di CEO e CFO sono di sesso femminile. Confrontando i due campioni i risultati non sono diversi dai precedenti: per le variabili MTB, Q di Tobin e ROA, i valori sono inferiori per le imprese aventi dirigenti entrambi donne; il valore del ROE è invece coerente con quanto ottenuto nel caso del confronto del solo genere del CFO; mentre il valore del *mktcap*, con quanto ottenuto nel caso del confronto del solo genere del CEO, facendo perciò prevalere l'uno o l'altro fattore.

Per tutte le misure di *performance*, in ogni caso, le deviazioni standard risultano più basse per le imprese in cui entrambi i ruoli sono ricoperti da una donna,

indicando maggiore stabilità rispetto al caso complementare, anche se tali valori potrebbero essere influenzati dal numero molto ristretto di osservazioni.

La prossima analisi verte, invece, sull'aspetto della famiglia e dell'eventuale legame con essa delle figure dirigenziali donne. Le considerazioni che seguono, riguardano esclusivamente la figura di CEO, in quanto, come emerge dai dati raccolti nel dataset, non ci sono osservazioni per le quali i CFO donne siano anche legati alla famiglia di controllo.

Tab.9 Statistica descrittiva relativa alle *performance* distinguendo imprese con CEO donna legata alla famiglia di controllo e non

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
mktcap	Total	76	147871.9	183452.6	14065	757085	
	Ceowom family	0	23	221475.1	258133.8	22824	757085
		1	52	116944.8	131109.9	14065	691750
	Difference		104530.3				
MTB	Total	76	1.248657	1.001697	.1144364	6.553577	
	Ceowom family	0	23	1.192201	1.003557	.1144364	3.580241
		1	52	1.274546	1.0193	.2823958	6.553577
	Difference		-.082345				
q_tobin	Total	76	1.120175	.3757222	.6092862	1.967361	
	Ceowom family	0	23	1.104811	.3968934	.6092862	1.920349
		1	52	1.127971	.3733973	.6901755	1.967361
	Difference		-.02316				
ROA	Total	76	.0826937	.0668911	-.1136203	.2324049	
	Ceowom family	0	23	.088603	.0884157	-.1136203	.2324049
		1	52	.0798039	.0563875	-.0838641	.2075614
	Difference		.0087991				
ROE	Total	76	.9869931	2.804958	-2.169827	16.10522	
	Ceowom family	0	23	.1328709	.8311452	-2.169827	1.397681
		1	52	1.382814	3.281202	-2.095656	16.10522
	Difference		-1.2499431				

Tenendo conto esclusivamente del sottogruppo di imprese per le quali il CEO è di sesso femminile, si distinguono ulteriormente i due casi in cui questo abbia o meno un legame con la famiglia di controllo.

Si rileva, anzitutto, che le osservazioni in cui sussiste questo legame sono superiori (circa 2/3), coerentemente con i diversi studi in materia. I valori medi delle

performance, poi, sono più o meno differenti nei due casi: *mktcap* e ROA risultano inferiori per le aziende con donne CEO legate alla famiglia di controllo; mentre per MTB, Q di Tobin e ROE avviene il contrario. In generale tuttavia i valori per i due sottogruppi non risultano eccessivamente differenti, se non per *mktcap* e ROE. Ciò fa presumere che la presenza di un CEO donna con legami familiari riduce la capitalizzazione dell'impresa, ma aumenta il rendimento per gli azionisti, essendo l'azienda percepita probabilmente come più rischiosa.

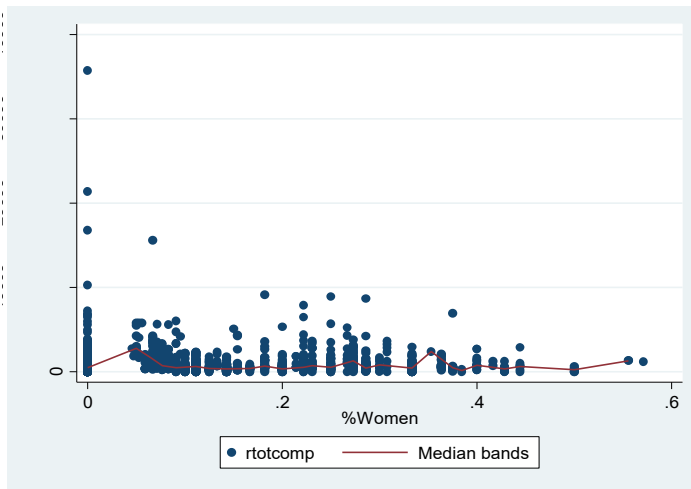
Non emerge, dunque, una netta differenza di *performance* tra imprese con maggiore presenza di figure femminili e non nelle principali posizioni dirigenziali, facendo presumere che non ci siano ragioni, economicamente consistenti, per le quali un dirigente dell'uno o dell'altro sesso possono gestire meglio un'azienda.

6.3 La remunerazione del CEO

Un secondo fattore analizzato è quello che riguarda la remunerazione del CEO. Come esposto in precedenza, la tipologia di remunerazione costituisce un importante meccanismo di *corporate governance*, nonché strumento di disciplina del *manager*, tramite il quale si vuole allineare l'interesse del singolo con quello della società. Oggigiorno, il divario retributivo di genere sembra persistere nella nostra società, dove, secondo alcuni studi condotti non molti anni fa, le donne sono pagate meno per svolgere lo stesso carico di lavoro di un uomo. Un'analisi descrittiva può aiutare a capire quale sia la situazione e se il fattore del genere, effettivamente, incide nella definizione della compensazione di un CEO.

Prima di procedere, va precisato che la variabile di compensazione espressa in termini nominali (descritta precedentemente) è stata convertita in termini reali in base al potere d'acquisto dell'Euro nell'anno di riferimento, tenendo in considerazione i fenomeni inflattivi. Tale conversione è stata effettuata ricorrendo all'indice FOI (*Indice Nazionale dei Prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati*) al netto dei tabacchi definiti dall'Istat. La base di riferimento impiegata per l'indice FOI è il 2015 (102,7) e i valori sono espressi in base 100. La nuova variabile così definita viene indicata con lo stesso nome della corrispondente variabile nominale, ma antepoendo il prefisso "r_".

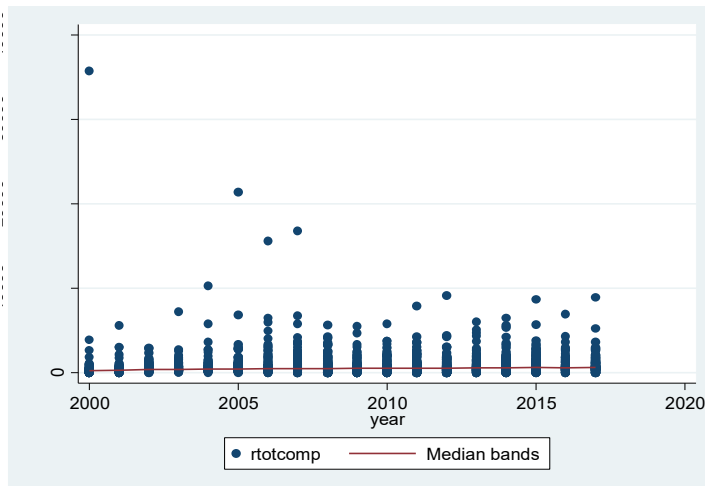
Fig.20 Relazione tra compensazione e percentuale di donne nel *board*. La variabile di compensazione è espressa in termini reali



Anzitutto, un fattore che potrebbe incidere sul differente livello retributivo, è la presenza più elevata o meno di donne nel *board*. Dal grafico in figura si può osservare che i livelli di compensazione sono abbastanza stabili al variare della percentuale di amministratrici nei consigli, con leggeri picchi in

corrispondenza del 5% e 30%; il che risulta coerente con il fatto che spesso i comitati di remunerazione, rispetto ad altri, sono caratterizzati da una presenza femminile più scarsa, di conseguenza la presenza di donne nel CdA non incide sostanzialmente sulla remunerazione del CEO.

Fig.21 Andamento nel tempo del livello di remunerazione del CEO. La variabile di compensazione è espressa in termini reali



Allo stesso modo, si rileva nel tempo un andamento medio dei livelli contributivi alquanto stabile, con un valore medio di 850€ circa, con un numero minimo di osservazioni posizionate al di sopra dei 10.000€.

I livelli di remunerazione non sembrano, quindi, aver subito notevoli variazioni nel corso degli anni o a seguito dei cambiamenti che hanno interessato i consigli delle imprese.

Tab.10 Statistica descrittiva relativa alla remunerazione del CEO distinguendo imprese con una donna nel ruolo di CEO e non

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
totcomp	Total	1746	890.4347	1559.027	0	36720
	Ceo woman	0	917.2376	1587.972	0	36720
		1	293.2667	173.5039	0	695
	Difference		623.9709			
rrotcomp	Total	1764	858.1778	1512.784	0	35754.63
	Ceo woman	0	884.1285	1540.997	0	35754.63
		1	281.7993	170.9793	0	676.7283
	Difference		602.3292			
Stock option	Total	1623	.3154652	.4648441	0	1
	Ceo woman	0	.3193548	.4663772	0	1
		1	.2328767	.4255894	0	1
	Difference		.086478			

La prima statistica descrive le sostanziali differenze di compensazione in base al genere, in termini nominali, reali e di possesso di *stock option* (opzioni su azioni), le quali costituiscono un elemento della remunerazione concessa al fine di incentivare il *manager* a guardare a risultati di lungo periodo.

Come si può osservare i due valori di compensazione media sono molto più elevati per i CEO di sesso maschile, con cifre circa tre volte superiori; la deviazione standard è poi molto alta, soprattutto nel caso in cui c'è un uomo alla dirigenza, il che indica instabilità e grande variabilità dei dati, coerentemente con il fatto che la remunerazione è costituita da diversi elementi in gran parte legati al raggiungimento di obiettivi imposti dall'azienda. Per quanto riguarda il possesso di opzioni su azioni, si ha che il 23,3% circa di CEO donna ne possiede in media, mentre per i CEO di sesso maschile il livello medio sale al 31,9%; valori non eccessivamente distanti ma comunque differenti se si tiene conto che dei 1623 CEO analizzati, solo 73 sono donne.

A questo punto, un importante elemento da analizzare è quello che riguarda il legame del CEO con la famiglia di controllo, in quanto, indipendentemente dal sesso, questo potrebbe ricevere compensi più o meno elevati dato tale legame, incidendo così sulle statistiche precedenti.

Tab.11 Statistica descrittiva relativa alla remunerazione del CEO distinguendo imprese con una donna nel ruolo di CEO legata alla famiglia di controllo e non

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
totcomp	Total	74	293.2667	173.5039	0	695
	Ceowom family	0	346.5652	190.9176	0	695
		1	267.451	162.3711	77	638
	Difference		79.1142			
rtotcomp	Total	75	281.7993	170.9793	0	676.7283
	Ceowom family	0	337.454	185.8983	0	676.7283
		1	255.4116	160.6562	0	621.2269
	Difference		82.0424			
Stock option	Total	72	.2328767	.4255894	0	1
	Ceowom family	0	0	0	0	0
		1	51	.3333333	.4760952	0
	Difference		-.3333333			

Considerando i CEO di sesso femminile, si osserva che laddove c'è un legame con la famiglia di controllo, il livello medio di remunerazione, sia nominale che reale, è inferiore, al contrario di quanto ci si potrebbe aspettare. Ciò può essere dovuto al fatto che l'incentivo remunerativo concesso al *manager* per allineare i propri interessi con quelli degli azionisti e dell'azienda stessa, non si rende necessario essendo il CEO legato alla famiglia di controllo e come tale è sia azionista che *manager*. Dunque, i suoi interessi sono già principalmente allineati con quelli dell'impresa e pertanto della famiglia, prediligendo la sopravvivenza di questa, l'ereditarietà futura e obiettivi di lungo periodo, al contrario di quanto normalmente farebbe un *manager* esterno.

Differentemente, la percentuale di CEO con legami familiari che possiede opzioni su azioni è superiore, pari al 33,3% circa, contro lo 0% del caso complementare.

Tale situazione potrebbe essere dovuta al fatto che, nei casi in cui il CEO è un membro della famiglia proprietaria, come tale potrebbe essere agevolato e ricevere incentivi per incrementare il benessere futuro della famiglia e garantire la sopravvivenza dell'azienda.

Tab.12 Statistica descrittiva relativa alla remunerazione del CEO distinguendo imprese con una donna nel ruolo di CFO e non

Variable		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
totcomp	Total	1100	1015.348	1484.195	0	21942
	Cfo woman	0	972.7841	1206.435	0	16002
		1	1856.189	4064.641	0	21942
	Difference		-883.4049			
rtotcomp	Total	1116	974.4803	1439.578	0	21365.14
	Cfo woman	0	933.8308	1171.733	0	15581.3
		1	1773.919	3927.973	0	21365.14
	Difference		-840.0882			
Stock option	Total	993	.3776435	.4850421	0	1
	Cfo woman	0	.375	.4843795	0	1
		1	.4285714	.5	0	1
	Difference		-.0535714			

Per quanto riguarda la presenza di CFO donna o meno, dai risultati delle statistiche emerge che laddove il CFO è una donna i valori medi di compensazione e *stock option* sono decisamente superiori rispetto al caso in cui il responsabile finanziario è un uomo e rispetto alla media totale osservata. Questo potrebbe indicare che un direttore finanziario può incidere sulla contribuzione del CEO e, in particolare, che nel caso di una donna, l'impatto si traduce con la definizione di stipendi più elevati nel complesso, oppure più elevati per un direttore dello stesso sesso, il che contribuisce comunque ad aumentare la media generale.

Nel complesso si può sostenere che le differenze retributive di genere sono un fattore ancora oggi persistente, che viene ampliato ulteriormente dalla presenza di legami con la famiglia proprietaria dell'azienda, la quale riduce i livelli di retribuzione medi per le donne CEO.

7 Analisi di regressione

Le seguenti analisi dei modelli di regressione sono volte a chiarire ulteriormente gli effetti generati dalla presenza di diversità di genere su alcune caratteristiche della società. Il primo studio segue l'analisi descrittiva condotta sulle *performance* per determinare se la presenza consistente di donne nel *board* dell'impresa o in posizione di CEO o CFO genera degli effetti positivi sulle prestazioni aziendali, in particolare in termini di MTB(capitalizzazione di mercato), Q di Tobin e ROA. Anche in questo caso viene preso in considerazione l'eventuale legame con la famiglia di controllo.

La seconda analisi mira, invece, a determinare gli effetti della presenza femminile sulla struttura del capitale dell'impresa, utilizzando le variabili di leva e rapporto di indebitamento; si vuole mostrare, cioè, se la presenza di un amministratore di sesso femminile piuttosto che di sesso maschile incide sulle scelte di finanziamento dell'impresa, configurandosi come uno degli elementi che determina, eventualmente, uno scostamento dalla struttura ottima così come esposta dalle teorie economiche.

Come si è potuto constatare dalla realizzazione del dataset, i dati utilizzati a tal proposito sono dati panel, ovvero riguardano più entità, in questo caso imprese, osservate per più di un periodo di tempo (dal 2000 al 2017). Inoltre, bisogna sottolineare che il campione così costituito non è bilanciato, in quanto per ogni entità non è presente lo stesso numero di osservazioni nell'arco temporale di riferimento, a causa della difficile reperibilità di alcuni dati o della mancata quotazione sul mercato della società stessa.

Dunque, i dati panel permettono di analizzare le variazioni temporali della variabile dipendente, controllando inoltre l'effetto delle variabili omesse, quelle variabili non presenti nell'analisi che potrebbero generare distorsione nella stima dei coefficienti del modello (distorsione da variabili omesse⁴⁰).

Si distinguono, a tal proposito, due modelli di regressione, così come definiti da Stock e Watson, quello ad effetti fissi e quello ad effetti temporali:

- modello di regressione ad **effetti fissi**: controlla l'effetto delle variabili specifiche per ogni impresa che restano costanti nel tempo. Più precisamente, il modello utilizza dati longitudinali, ovvero quelli con una

⁴⁰ Affinché si verifichi la distorsione la variabile omessa Z deve essere:

1. Determinante della variabile dipendente Y;
2. Correlata al regressore X.

struttura caratterizzata da numerosità delle entità elevata e numerosità delle dimensioni temporali piuttosto contenuta.

Analiticamente il modello si presenta in tal modo:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + u_{it} \quad \text{con } i=1, \dots, n \text{ e } t=1, \dots, T$$

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 da stimare;

α_i sono le intercette per ogni entità e rappresentano gli effetti fissi dell'impresa;

u_{it} è il termine di errore, o residuo, delle regressioni.

- modello di regressione multipla ad **effetti temporali**: controlla l'effetto dei fattori comuni a tutte le imprese che variano nel tempo, considerando nel modello variabili binarie temporali. Ad esempio, permette di confrontare la situazione antecedente e quella successiva l'introduzione della normativa sulle quote di genere.

Analiticamente il modello si presenta in tal modo:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + (\delta_2 B_{2t} + \dots + \delta_T B_{Tt}) + (\gamma_2 D_{2i} + \dots + \gamma_n D_{ni}) + u_{it}$$

Dove: $\delta_2 \dots \delta_T$ sono i coefficienti ignoti che esprimono gli effetti fissi-entità;

$\gamma_2 \dots \gamma_n$ sono i coefficienti ignoti che esprimono gli effetti temporali (ossia l'effetto sulla Y relativo al periodo t);

$D_{2i} \dots D_{ni}$ sono n-1 indicatori binari che rappresentano le entità;

$B_{2t} \dots B_{Tt}$ sono T-1 indicatori binari del tempo;

In entrambi i casi, i coefficienti del modello di regressione rappresentano i parametri dell'intera popolazione; tuttavia ciò di cui si dispone è solo un campione della popolazione, tramite cui si vuole stimare una relazione di carattere generale. Pertanto, ciò che si ottiene dalla regressione è la stima di tali coefficienti, che viene effettuata tramite il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS), il quale minimizza la somma dei residui quadrati.

Inoltre, si utilizza la formula corretta di White dello SE (*Standard Error*), in modo da correggere l'eteroschedasticità dei termini residui che si assume in partenza, ovvero il fatto che la varianza di questi non è costante per ogni valore assunto dalla variabile indipendente X, come accade nella realtà nella gran parte dei casi.

7.1 Performance e diversità di genere

Come osservato precedentemente, ed in linea con innumerevoli studi, la presenza di donne nel *board* delle imprese apporta miglioramenti dal punto di vista della *governance* in termini di presenze e processo di selezione; tuttavia, resta molto discusso il potenziale effetto sulle prestazioni aziendali, tenendo conto che non vi è una ragione economica di fondo per la quale imprese dirette da una donna dovrebbero essere migliori di quelle dirette da un uomo e viceversa. Non si esclude, però, che la diversità di genere può essere percepita in maniera differente sul mercato, laddove reputazione, trasparenza e fiducia rappresentano dei fattori fondamentali nella valutazione del valore dell'impresa e per i potenziali investitori.

7.1.1 Metodologia e variabili

I modelli di regressione adottati in questo paragrafo controllano per gli effetti fissi e ricorrono a funzioni di tipo lineare-logaritmo. L'arco temporale di riferimento ricopre il periodo di tempo che intercorre tra il 2000 ed il 2017.

Va precisato, inoltre, che non sono state prese in considerazione nelle analisi le imprese non familiari, in minoranza nel campione e in generale nel panorama nazionale, al fine di cogliere meglio l'influenza del legame familiare e poter confrontare i risultati ottenuti senza eventuali distorsioni.

Le variabili utilizzate come variabili dipendenti sono *MTB* e *Q* di Tobin, come misure di *performance* di mercato nel breve periodo e il *ROA*, come indicatore di bilancio che cattura gli effetti di medio/lungo periodo.

Per quanto riguarda le misure di performance di mercato, l' ***MTB*** esprime il valore della capitalizzazione di mercato dell'impresa relativamente all'*equity* di questa; fornisce, pertanto, informazioni relative alla valutazione sul mercato della società. La ***Q di Tobin***, invece, è utilizzata nel modello in quanto, secondo molti, rappresenta la migliore misura per esprimere le aspettative sulle *performance* future dell'impresa, e dunque, le opportunità di crescita ed il vantaggio competitivo della stessa. Queste due variabili indicano, dunque, come il mercato valuta l'impresa nel suo complesso, e non solo dai risultati contabili, e cosa si aspetta da un eventuale investimento su di essa.

Le misure contabili, differentemente dalle prime, permettono di catturare gli effetti di lungo periodo offrendo una visione delle *performance* passate; tuttavia possono essere distorte a causa di convenzioni contabili e politiche di tassazione, per questo motivo non sono le uniche misure di prestazione utilizzate. In particolare il

ROA, considerato nell'analisi, esprime la capacità dell'impresa di generare profitti a partire dagli *asset* che possiede.

La principale variabile di interesse è la percentuale di donne presenti nel CdA (***perc_wom***), mentre le altre variabili di controllo contenute nel modello sono: la percentuale di donne aventi legami con la famiglia di controllo, ***perc_wom_fam***; variabili relative al CEO di carattere binario, quali ***ceo_wom***, la quale indica se il CEO è una donna o meno, ***ceo_family***, che esprime la presenza o meno di un CEO avente legami con la famiglia di controllo, e la variabile relativa all'istruzione, ***laurea***. Si sono poi introdotte le variabili di remunerazione del CEO (***rtotcomp*** e ***Stock_option***), in quanto meccanismi volti ad allineare gli interessi di quest'ultimo con quelli della società e massimizzare il valore della stessa, e le variabili di ***tenure***, anni ricoperti nel ruolo di CEO, e ***ceoduality***, dummy pari a 1 se la carica di CEO e presidente del CdA sono ricoperte da una stessa persona.

Si considerano, poi, le stesse variabili relative alla figura del CFO, quali ***cfo_wom***, ***cfo_fam***, ***cfo_lau***.

Si distinguono, inoltre, variabili di *governance* utili a cogliere meglio gli effetti generati sulle *performance*, quali la dimensione dei consigli, ***board_size*** e la percentuale di amministratori indipendenti, ***perc_ind***. Infine, si tiene conto della misura relativa le vendite ***In_sales***, indicatore di redditività, in termini logaritmici.

7.1.2 Risultati

Per determinare la significatività o meno dei coefficienti stimati delle variabili e, dunque, osservare se l'effetto generato è rilevante, si confrontano i valori della stima del coefficiente e del relativo SE (*Standard Error*).

L'effetto generato dalla variabile risulterà significativo se:

$$|t| = \frac{\beta_i - \beta_{i,0}}{SE_{\beta_1}} > Z_{1-\frac{\alpha}{2}}$$

Dove: $\beta_{i,0}$ è per ipotesi pari a 0;

β_i è la stima del coefficiente ignoto;

α è il livello di significatività che in genere assume valori pari a 10, 5, 1%.

Se risulta verificata la diseguaglianza infatti, si rifiuta l'ipotesi per la quale il coefficiente della variabile *i*-esima è nullo, il che vuol dire che il regressore genera un effetto rilevante sulla variabile dipendente.

Tab.13 Analisi econometriche sulle *performance* a valore contabile (ROA)

Variables	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA	(5) ROA
perc_wom	.0020657 (.0085758)	.0067352 (.008773)	-.0011215 (.0067632)	.0089445 (.0071276)	.0096826 (.0071408)
perc_wom_fam					-.0000598 (.2891786)
ceo_wom	-.009956 (.0192581)	-.0077054 (.0195775)	-.0059178 (.0147)	.0118598 (.0158081)	.0175233 (.1028123)
ceo_family					-.0041276 (.0061843)
laurea				-.0347937* (.0082045)	-.0362278* (.0083913)
tenure		-.0005299 (.000416)		-.0011077* (.0003696)	-.0010122* (.0003843)
ceoduality		.0068784 (.0071074)		.0293138* (.00654)	.0335207* (.006746)
rtotcomp			3.74e-06 1.76e-06	4.45e-06 (2.20e-06)	4.24e-06 (2.21e-06)
Stock_option			-.0004177 .0059447	-.0038379 (.0063801)	-.0011978 (.0064812)
cfo_wom	-.0620349* (.0148153)	-.0601952* (.0148532)		-.0433156 (.0170073)	-.0422867 (.0169594)
cfo_fam					.030226 (.0130212)
cfo_lau				.0070701* (.0019377)	.0072157* (.0019344)
board_size		.003069* (.0011029)	.0023989 (.0010152)	.001528 (.0011377)	.0013212 (.0011453)
perc_ind		.0205138 (.0518823)	-.0019347 (.0425568)	.1098301 (.0982732)	.1242331 (.0986867)
ln_sales			.0033821 (.0025442)	.0018433 (.0027304)	.0035543 (.0028165)
_cons	.1054792 (.0035161)	.0762895 (.0128785)	.0258864 (.0294326)	.0856895 (.0330252)	.0634385 (.0344082)
Observations	781	778	1045	530	530
R-squared	0.0224	0.0335	0.0286	0.1129	0.1235
Adj R-squared	0.0186	0.0247	0.0220	0.0923	0.0979
Root MSE	.08691	.08674	.08529	.06431	.06411
*	P < 0,01		P < 0,05		P < 0,1

Come si può osservare dalla prima analisi econometrica, la quale tiene conto esclusivamente del fattore del gender, i coefficienti stimati di *ceo_wom* e *cfo_wom* sono entrambi negativi, indicando una relazione inversa tra la presenza di donne in posizione di CEO o CFO e le prestazioni contabili dell'impresa. Tuttavia, solo il coefficiente della variabile *cfo_wom* risulta significativo al 99%. Ciò implica che,

escludendo i possibili effetti dei diversi fattori aziendali, la presenza di un CFO donna impatta negativamente sulle *performance* in termini di ROA (*Return On Asset*), le quali risultano in media inferiori rispetto al caso in cui il direttore finanziario dell'impresa è un uomo. La percentuale di donne nel *board*, invece, principale variabile di interesse, sembra non avere impatto sulle prestazioni, in nessuna delle analisi, ovvero anche tenendo conto degli altri possibili fattori incidenti.

Introducendo le variabili relative all'occupazione del CEO e le variabili di *governance*, emerge nuovamente il legame inverso tra la presenza di un CFO di sesso femminile ed il ROA. Inoltre, come mostrato in innumerevoli studi, la dimensione del *board* è correlata positivamente alle *performance* con una significatività al 99%: un aumento di una unità delle dimensioni del consiglio incrementa di 0,003069 unità il ROA aziendale. Non risultano, invece, significativi gli effetti delle variabili relative al CEO, tra cui gli anni di incarico e il fatto di ricoprire entrambe le posizioni di CEO e presidente del consiglio.

Nella terza regressione si tiene conto del fattore della remunerazione per determinare se questa può incidere sulle *performance* e ampliare l'effetto dovuto al genere. Come si può osservare, la remunerazione totale del CEO risulta positivamente correlata al ROA con significatività del 95%, indicando che la compensazione incentiva il CEO ad allineare i propri interessi con quelli dell'impresa e, così facendo, incrementare il rendimento di quest'ultima.

Un ulteriore fattore che può incidere sui risultati societari riguarda l'istruzione delle figure dirigenziali. Il possesso di una laurea non sembra, innanzitutto, influenzare l'effetto generato dalla presenza di donne nel *board* e in posizione di CEO, che resta non significativo. La relazione con un CFO donna, invece, risulta ancora significativa al 95%, tuttavia l'effetto negativo è ridotto dalla presenza della variabile di possesso di una laurea (-0.0433156 anziché -0.0601952). Per quanto riguarda il CEO, invece, il possesso di una laurea è negativamente correlata alle *performance* con significatività al 99%. La presenza di tale effetto incide, poi, anche sulla *tenure* del CEO, avente coefficiente negativo e sulla variabile di *ceoduality*, la quale incide positivamente sul ROA.

Perde di significatività, invece, la variabile di *board_size*, il cui effetto sulle prestazioni è ridotto dal fattore relativo l'istruzione.

Il modello di regressione completo di tutte le variabili di controllo, inclusivo del fattore familiare, infine, mostra come, allo stesso modo del modello precedente, l'effetto della presenza di donne nel *board* e in posizione di CEO non risulta significativo, pur essendo significativi al 99% gli effetti delle variabili legate al CEO stesso, quali *tenure*, *ceoduality* e *laurea*, ed al 90% la variabile di remunerazione. Per quanto riguarda il CFO, invece, l'effetto generato dalla presenza di donne in

tale posizione resta significativo al 90% e negativo, ma ridotto leggermente dalla presenza di legami con la famiglia di controllo (-.0422867), coerentemente con le teorie per le quali la presenza di tale legame fa sì che l'interesse della famiglia di sopravvivenza ed ereditarietà sia anche quello del singolo dirigente e della società stessa, determinando un incremento delle prestazioni nel lungo periodo.

Tab.14 Analisi econometriche sulle performance a valore di mercato (MTB)

Variables	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) MTB	(5) MTB
perc_wom	.3151413 (.3567369)	.4994488 (.3648535)	.1620176 (.2546025)	.7337293 (.4125587)	.6733747 (.4137906)
perc_wom_fam					11.41325 (16.75709)
ceo_wom	-1.336631 (.8010983)	-1.233957 (.8141908)	-.8714585 (.5533854)	-1.21732 (.9150029)	-5.485266 (5.957683)
ceo_family					.4045398 (.3583643)
laurea				-1.050479 (.4748894)	-1.03745 (.4862544)
tenure		-.0397358 (.0173017)		-.0450735 (.0213943)	-.0521311 (.0222673)
ceoduality		.0017771 (.2955809)		.358783 (.3785438)	.139046 (.3909111)
rtotcomp			.0000602 (.0000662)	-2.11e-06 (.0001272)	-1.61e-06 (.0001279)
Stock_option			-.0657076 (.223788)	-.1497064 (.3692911)	-.2561398 (.3755691)
cfo_wom	-1.032724 (.6162883)	-.9655406 (.6177169)		-.3111952 (.9844133)	-.3609237 (.982752)
cfo_fam					-1.288398 (.7545419)
cfo_lau				-.1002545 (.1121551)	-.1036287 (.1120948)
board_size		.0945499 (.0458672)	.0803945 (.0382184)	.195738* (.0658503)	.207884* (.0663664)
perc_ind		-.8923638 (2.157683)	.9464111 (1.602058)	-3.178247 (5.688224)	-3.5035 (5.718618)
ln_sales			-.0121949 (.0957762)	-.2151207 (.1580428)	-.2859235 (.1632106)
_cons	2.460262 (.1462618)	1.871794 (.53559)	1.51265 (1.107996)	4.538185 (1.911558)	5.408676 (1.993858)
Observations	781	778	1045	530	530
R-squared	0.0076	0.0202	0.0102	0.0349	0.0444
Adj R-squared	0.0038	0.0113	0.0036	0.0125	0.0444
Root MSE	3.6155	3.6072	3.2109	3.7224	3.715
*	P < 0,01		P < 0,05		P < 0,1

Analizzando, ora, gli effetti generati sulla variabile economica di capitalizzazione di mercato, si osserva che nel modello semplice, che tiene conto solo del fattore del gender, ancora una volta l'effetto della percentuale di donne nel consiglio è positivo ma non significativo, mentre la presenza di donne in posizione di CEO e CFO risulta negativamente correlata alla capitalizzazione (-1.336631 e -1.032724 rispettivamente) con significatività del 90%. Ciò potrebbe derivare dal fatto che sul mercato, diversamente dai risultati registrati contabilmente, il fattore del genere può generare segnali più o meno positivi per i potenziali investitori, i quali, secondo il modello, potrebbero prediligere figure maschili alla dirigenza esecutiva e finanziaria della società.

Il secondo modello vede l'introduzione delle variabili di *governance*, le quali fanno sì che i fattori relativi al genere del CEO e CFO perdono di significatività, mentre, l'effetto della dimensione del CdA risulta ancora significativo: l'incremento di una unità nella dimensione del *board* determina un incremento della capitalizzazione di mercato dell'impresa di 0,0945499 unità. È interessante osservare come, al contrario, l'effetto generato dagli anni di incarico del CEO sia negativo, indicando che, probabilmente, i potenziali investitori prediligono un cambio dirigenziale frequente.

La dimensione del consiglio continua ad incidere positivamente sulle *performance* anche introducendo le variabili di remunerazione, seppur con un effetto ridotto (0.0803945) mentre non sembrano impattare significativamente i fattori relativi al genere degli amministratori.

Se si tiene conto dei fattori legati all'istruzione emerge un legame positivo e significativo al 90% tra la percentuale di donne nel consiglio e la capitalizzazione di mercato, in particolare un incremento di un punto percentuale nella quantità di donne nel *board*, determina un incremento di 0,7337293 unità di MTB. L'effetto generato dalla dimensione del consiglio è poi ampliato, così come quello legato agli anni di incarico del CEO.

Il modello complessivo dei fattori familiari, infine, conferma la significatività della relazione negativa tra *tenure* e capitalizzazione, e positiva tra dimensione del CdA e MTB, entrambi amplificati. La variabile relativa alla percentuale di donne non risulta più significativa, mentre emerge una relazione negativa con la variabile di *cfo_fam* e di vendite, per cui un incremento dell'1% nelle vendite riduce la capitalizzazione di 0,2859235 unità, in contrasto con quanto ci si aspetterebbe.

I risultati sulle *performance* di mercato presentano importanti differenze se si considera la misura della Q di Tobin, la più indicativa delle aspettative future di crescita che gli investitori hanno sulla società.

Tab.15 Analisi econometriche sulle *performance* a valore di mercato (Q di Tobin)

Variables	(1) q_tobin	(2) q_tobin	(3) q_tobin	(4) q_tobin	(5) q_tobin
perc_wom	.2042919*	.2583469	.1445255	.3310857*	.3213404*
	(.0947431)	(.0970325)	(.0694176)	(.1066219)	(.1072547)
perc_wom_fam					5.114418
					(4.343443)
ceo_wom	-.4136532	-.3616148	-.229315	-.269222	-2.082304
	(.2127576)	(.2165334)	(.150881)	(.2364738)	(1.544234)
ceo_family					.0695326
					(.0928882)
laurea				-.2839657	-.2927949
				(.1227306)	(.1260373)
tenure		-.0073577		-.0072578	-.0080693
		(.0046014)		(.0055292)	(.0057717)
ceoduality		.1188749		.2796587*	.2594631
		(.0786095)		(.0978311)	(.1013243)
rtotcomp			.0000166	4.86e-07	-1.54e-06
			(.0000181)	(.0000329)	(.0000332)
Stock_option			.0855113	.14532	.1411072
			(.061016)	(.0954398)	(.0973477)
cfo_wom	-.3764896	-.3735563		-.3433928	-.3469121
	(.1636754)	(.1642813)		(.2544123)	(.2547297)
cfo_fam					-.0622105
					(.1955776)
cfo_lau				-.0164408	-.015845
				(.0289854)	(.029055)
board_size		.0261079	.0241103	.0467173*	.0476304*
		(.0121983)	(.0104203)	(.0170184)	(.0172022)
perc_ind		-.1210285	.09486	-.6223626	-.573361
		(.5738341)	(.4368024)	(1.470067)	(1.482268)
ln_sales			-.0150479	-.0482178	-.0502817
			(.0261134)	(.0408446)	(.0423043)
_cons	1.486533	1.246624	1.29277	1.780204	1.795706
	(.0388446)	(.1424397)	(.3020961)	(.4940241)	(.5168088)
Observations	781	778	1045	530	530
R-squared	0.0159	0.0251	0.0177	0.0543	0.0580
Adj R-squared	0.0121	0.0162	0.0111	0.0323	0.0305
Root MSE	.96021	.95934	.87544	.96201	.96292
*	P < 0,01		P < 0,05		P < 0,1

Già dal primo modello, il quale tiene conto solamente del fattore del gender, emerge il legame tra la percentuale di donne nel consiglio e le prestazioni di mercato: l'effetto generato risulta positivo e significativo al 99% ed è tale che un incremento dell'1% nella percentuale di donne presenti nel CdA, determina un incremento delle *performance* in termini di Q di Tobin di 0,2042919 unità. Al

contrario, si osserva una relazione negativa tra la presenza di donne in posizione di CEO e CFO e le prestazioni economiche della società. Questi risultati potrebbero indicare che il mercato percepisce positivamente la presenza di donne nel *board*, come volontà di innovare la *governance* dell'impresa, ma predilige un uomo nelle principali posizioni di dirigenza per far crescere la società.

L'introduzione delle variabili di *governance* e relative al CEO, conferma i risultati del modello precedente, registrando, tuttavia, un incremento dell'effetto generato dalla percentuale di donne nel consiglio, e una riduzione degli effetti legati al genere del CEO e del CFO, in quanto l'esperienza del CEO riduce l'attenzione del mercato sul genere di quest'ultimo.

Le variabili di remunerazione, come mostra il terzo modello, generano, invece, una riduzione dell'effetto della percentuale di donne sulle prestazioni (0,1445255); mentre la presenza di un CEO di genere femminile non incide significativamente sulla Q di Tobin. I livelli di remunerazione, infatti, costituiscono uno dei meccanismi di *corporate governance* disciplinanti del *manager*, volti ad allineare gli interessi di questo con quelli della società al fine di incrementarne il valore, e contribuiscono a migliorare la reputazione di questo sul mercato, indipendentemente dal genere.

L'effetto della presenza di donne nel consiglio dell'azienda, torna ad aumentare, se si introduce il fattore relativo l'istruzione, che risulta tuttavia negativamente correlato alle prestazioni per quanto riguarda il CEO. Assumono rilevanza, inoltre, le variabili di *ceoduality* e *board_size*, con significatività del 99%.

Risultati simili emergono dal quinto modello: gli effetti significativi sulle *performance* risultano nuovamente quelli positivi generati dalla percentuale di donne nel *board*, *ceoduality* e la dimensione del consiglio, e quello negativo dell'istruzione del CEO. Se però i primi due effetti sono ampliati, risultano ridotti gli ultimi due. Il legame familiare fa sì, dunque, che il mercato percepisca la presenza di donne positivamente ma in modo ridotto, poiché, come esposto da molti studiosi, si potrebbero introdurre donne nei consigli solo sulla base del legame con la famiglia di controllo e non per meritocrazia. Allo stesso modo la presenza di un soggetto unico in posizione di CEO e presidente del consiglio, legato alla famiglia proprietaria, può incidere negativamente sull'effetto generato sul mercato da tale variabile.

Per quanto riguarda i valori di R^2 e RMSE (radice del SER: *Standard Error* della Regressione) questi danno indicazioni sulla variabilità della variabile dipendente; per la precisione, il primo indicatore dà informazioni su quanto la variabile Y sia spiegata dai regressori X_i , il secondo misura la dispersione del residuo. Dai modelli analizzati si osserva che il valore di R^2 è alquanto basso, con un minimo di 0,0076

ad un massimo di 0,1235, indicando che nel caso migliore le variabili indipendenti spiegano solo il 10% della varianza del modello. Per capire, tuttavia, se tali variabili sono rilevanti dal punto di vista economico bisogna analizzare la significatività dei coefficienti, come esposto precedentemente.

Dunque, ciò che si conclude dalle analisi condotte è che il fattore del genere, relativamente alla presenza femminile nei *board* aziendali, genera un effetto positivo sulla variabile economica della Q di Tobin, indicando che la presenza di donne è percepita sul mercato come un fattore positivo per la crescita futura dell'azienda. Tuttavia, in termini di capitalizzazione e *performance* contabili, l'effetto generato non risulta significativo, dunque il fattore del gender non incide sulle prestazioni aziendali, se non per la variabile relativa al CFO, mostrando che sia dal punto di vista contabile che economico, le prestazioni in termini di ROA e MTB sono migliori per le imprese con un direttore finanziario uomo. Nel complesso tuttavia, in linea con quanto osservato dai diversi studi condotti in materia⁴¹ non si può affermare con certezza che un'impresa guidata da una donna sia migliore di quella guidata da un uomo o viceversa.

7.2 Struttura del capitale e diversità di genere

Per quanto concerne l'argomento inerente la struttura finanziaria d'impresa, come esposto nei capitoli precedenti, esistono diversi fattori, sia interni che esterni all'azienda, tali da determinare scostamenti dalla struttura ottima così come è prospettata dalle teorie economiche. Accanto a tali fattori potrebbe aggiungersi quello della diversità di genere, precisamente il fatto che donne e uomini agiscono in modo differente, come mostrano diversi studi, e possono, pertanto, prediligere scelte di finanziamento differenti in termini di rischiosità, oppure essere più o meno in grado di reperire finanziamenti dalle diverse fonti di capitale. A tal proposito, un elemento importante diviene quello della presenza di un legame con la famiglia di controllo, la quale, come già esposto, ad esempio predilige fonti di finanziamento meno rischiose ed è presente maggiormente in imprese più piccole e redditizie.

⁴¹ G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta, C. Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, 2016
R. B. Adams, D. Ferreira, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance / Journal of Financial Economics* 94, 2009

7.2.1 Metodologia e variabili

Come per l'analisi precedentemente esposta, il modello di regressione controlla per effetti fissi e ricorre a funzioni di tipo lineare-logaritmo. L'arco temporale di riferimento, anche in questo caso, ricopre il periodo che intercorre tra il 2000 ed il 2017.

Anche in tal caso, inoltre, non si è tenuto conto nelle analisi delle imprese non familiari, in minoranza nel campione e in generale nel panorama nazionale, al fine di cogliere meglio l'influenza del legame familiare e poter confrontare i risultati ottenuti senza eventuali distorsioni.

Le variabili utilizzate nel modello seguente come variabili dipendenti sono sia indicatori di mercato sia misure espresse in termini contabili, in modo da catturare meglio gli effetti generati dalla variabile indipendente a livello puramente contabile ed anche sul mercato azionario e nei confronti di potenziali investitori. Le misure in questione sono la leva a valore di mercato, **lev_book**, la leva a valore di libro, **lev_market**, ed il rapporto di indebitamento, **rap_indeb**. Le sostanziali differenze tra le prime due misure riguardano il fatto che la prima rapporta il valore del debito a breve e lungo termine con la misura contabile del valore d'impresa contenente *equity*, mentre la seconda utilizza la misura di mercato della capitalizzazione. Il rapporto di indebitamento, invece, rappresenta una variabile di tipo contabile che esprime semplicemente il rapporto tra passivo, in termini di indebitamento, e attivo dell'azienda.

La principale variabile di interesse resta la percentuale di donne presenti nel CdA (**perc_wom**), mentre le altre variabili di controllo contenute nel modello sono: la percentuale di donne aventi legami con la famiglia di controllo, **perc_wom_fam**; variabili relative al CEO di carattere binario, quali **ceo_wom**, la quale indica se il CEO è una donna o meno, **ceo_family**, che esprime la presenza o meno di un CEO avente legami con la famiglia di controllo e la variabile relativa agli anni in cui si è ricoperta tale carica, **tenure**. Si considerano, poi, le stesse variabili relative alla figura del CFO, quali **cfo_wom**, **cfo_fam**.

Inoltre, si distinguono variabili di *governance* utili a cogliere meglio gli effetti generati sulle scelte di finanziamento, quali la dimensione dei consigli, **board_size** e la partecipazione alle riunioni, **board_attendance**, in termini percentuali. Infine, si tiene conto delle misure economiche e patrimoniali espresse in logaritmo: **ln_sales**, **ln_taxes**, **ln_IL** (investimenti lordi), **ln_dividend**, che possono incidere sulla struttura del capitale dell'impresa.

7.2.2 Risultati

Come nella precedente analisi, per determinare la significatività o meno dei coefficienti stimati delle variabili, e dunque osservare se l'effetto generato è rilevante, si confrontano i valori della stima del coefficiente e del relativo SE (*Standard Error*).

L'effetto generato dalla variabile sarà significativo se:

$$|t| = \frac{\beta_i - \beta_{i,0}}{SE_{\beta_1}} > Z_{1-\frac{\alpha}{2}}$$

Dove: $\beta_{i,0}$ è per ipotesi pari a 0;

β_i è la stima del coefficiente ignoto;

α è il livello di significatività che in genere assume valori pari a 10, 5, 1%.

Se risulta verificata la disequazione infatti, si rifiuta l'ipotesi per la quale il coefficiente della variabile *i*-esima è nullo, il che vuol dire che il regressore genera un effetto rilevante sulla variabile dipendente.

Tab.16 Analisi econometriche sulla struttura del capitale a valore contabile (lev_book)

Variables	(1) lev_book	(2) lev_book	(3) lev_book	(4) lev_book
perc_wom	-.080123 (.2454911)	-.0544056 (.247698)	.1663662 (.3954223)	.0395612 (.0398266)
perc_wom_fam		.0952248 (11.13741)	.5317641 (11.87813)	0 (omitted)
ceo_wom	-.1165318 (.5512816)	-.1279133 (3.930207)	-.2475156 (4.203047)	-.1365142 (.0668576)
ceo_family		-.1656498 (.1825513)	-.2330238 (.2150928)	.0488319 (.0231084)
tenure			.0053509 (.0133381)	-.002985 (.0017841)
cfo_wom	2.447995* (.4241032)	2.452199* (.4253737)	2.517961* (.4634534)	.0329295 (.0816707)
cfo_fam		-.1428954 (.3950862)	-.1257221 (.4713429)	-.0339415 (.0452427)
board_size			-.0368313 (.0341036)	.0136186* (.0045808)
board_attendance			-.0021949 (.0155874)	.0028496 (.0017837)

ln_sales				.0249608 (.0145281)
ln_taxes				-.0395683* (.0150605)
ln_IL				.0681479* (.0108141)
ln_dividend				-.0183111 (.011379)
_cons	.4716811 (.1006511)	.5507218 (.1312505)	1.086176 (1.535342)	-.4879582 (.1975133)
Observations	781	781	692	287
R-squared	0.0417	0.0428	0.0471	0.3616
Adj R-squared	0.0380	0.0353	0.0346	0.3336
Root MSE	2.488	2.4914	2.6453	.18049
*	P < 0,01		P < 0,05	P < 0,1

Le analisi condotte sulla struttura del capitale, in particolar modo sulla leva a valore di libro, mostrano come sussiste una relazione positiva tra quest'ultima e la presenza di donne in posizione di CFO, come ci si aspetta, tenendo conto che, in linea con le teorie economiche, le donne tendono a prediligere scelte finanziarie meno rischiose, quali il ricorso al debito piuttosto che al mercato azionario. Non sembrano, invece, significativi gli effetti generati dalla presenza femminile in generale nel consiglio o in posizione di CEO.

Gli stessi risultati emergono introducendo il fattore relativo al legame familiare; in particolare, l'effetto generato dalla variabile *cfo_wom* permane con significatività al 99% ed è ampliato (da 2,447995 a 2,452199); ciò coerentemente con quanto già esposto, inerente al fatto che l'interesse principale della famiglia è quello di sopravvivenza ed ereditarietà nel lungo periodo, il che spinge a prediligere fonti di finanziamento meno rischiose e costose quali il debito, in assenza di disponibilità di profitti da reinvestire.

Altri fattori che incrementano ulteriormente tale effetto sono, poi, quelli di *governance*, come mostra il terzo modello di regressione: la presenza di un CFO di sesso femminile determina un livello medio nella leva contabile di 2,516971 unità superiore rispetto al caso opposto. Un consiglio più o meno ristretto e la partecipazione alle riunioni, e di conseguenza il possesso di informazioni aziendali utili, inoltre, possono determinare scelte finanziarie differenti da parte del *manager*, generando un effetto negativo sulla leva, seppur non significativo.

Infine, l'ultimo modello tiene conto di quei fattori economici e patrimoniali che guidano le scelte finanziarie, quali la tassazione e gli investimenti. Questi fattori fanno sì che l'effetto dovuto al genere del CFO perde di significatività; risultano, invece, significativi, gli effetti legati al CEO, in particolare è mostrata una relazione

negativa con il genere di questo, indicando che, tenendo conto di tutti i possibili fattori incidenti, un direttore esecutivo donna è probabilmente visto in modo positivo dal mercato, in termini di crescita e innovazione, piuttosto che in ambito bancario dove è maggiormente richiesta stabilità e sicurezza. Assume rilievo anche l'effetto legato alla dimensione del *board*: un incremento di una unità determina l'aumento della leva di 0,0136186, dovuto al fatto che nei consigli più ampi, il *manager* ha meno discrezionalità per scelte rischiose e costose.

Molto simili sono i risultati che emergono analizzando la variabile di struttura del capitale di mercato, con un'interessante risultato relativo alla presenza femminile nei consigli di amministrazione.

Tab.17 Analisi econometriche sulla struttura del capitale a valore di mercato (lev_market)

Variables	(1) lev_market	(2) lev_market	(3) lev_market	(4) lev_market
perc_wom	-.049714 (.0243467)	-.0552508 (.0245079)	.0050123 (.036187)	.0395612 (.0398266)
perc_wom_fam		-1.113741 (1.101964)	-1.141117 (1.087024)	0 (omitted)
ceo_wom	.035176 (.0546736)	.4173037 (.3888649)	.4414259 (.384641)	-.1365142 (.0668576)
ceo_family		.0297498 (.0180621)	.0366964 (.0196842)	.0488319 (.0231084)
tenure			-.0008136 (.0012206)	-.002985 (.0017841)
cfo_wom	.1856394* (.0420606)	.1823413* (.0420876)	.1841753* (.0424128)	.0329295 (.0816707)
cfo_fam		-.0210753 (.0390909)	.004194 (.0431348)	-.0339415 (.0452427)
board_size			.0002298 (.003121)	.0136186* (.0045808)
board_attendance			-.0014085 (.0014265)	.0028496 (.0017837)
ln_sales				.0249608 (.0145281)
ln_taxes				-.0395683* (.0150605)
ln_IL				.0681479* (.0108141)
ln_dividend				-.0183111 (.011379)
_cons	.3632759 (.0099821)	.3520086 (.0129863)	.4820382 (.1405065)	-.4879582 (.1975133)

Observations	781	781	692	287
R-squared	0.0273	0.0329	0.0370	0.3616
Adj R-squared	0.0235	0.0254	0.0243	0.3336
Root MSE	.24675	.24651	.24208	.18049
*	P < 0,01		P < 0,05	P < 0,1

Dal modello emerge nuovamente una relazione positiva tra la variabile di *cfo_wom* e la leva a valore di mercato, seppur tale effetto appare ridotto rispetto a quello generato sulla leva a valore contabile. Differentemente dal caso contabile, tuttavia, si osserva che l'effetto dovuto alla presenza di donne nel *board* aziendale è significativo al 95% e negativo: l'aumento di un punto percentuale della presenza femminile nel consiglio, genera una riduzione di 0,049714 nella leva a valore di mercato, indicando che un consiglio più vario dal punto di vista del genere, favorisce il ricorso al mercato azionario come principale fonte di finanziamento.

Lo stesso si rileva se si tiene conto del fattore familiare, con un ampliamento di tale effetto, mostrando che, seppur la famiglia predilige fonti quali profitti reinvestiti o debito, può risultare più facile reperire finanziamenti sul mercato, essendo l'impresa vista come meno rischiosa e più stabile, e di conseguenza valutata positivamente dai potenziali investitori.

Introducendo le variabili di *governance*, che possono incidere sulle scelte finanziarie, risulta che la variabile di *perc_wom* perde di significatività; permane, invece, l'effetto generato dalla presenza di una donna CFO, ampliato ulteriormente, ed emerge la relazione positiva tra il legame familiare del CEO e la leva in analisi, significativa al 90%; ciò conferma la predilezione della famiglia a ricorrere maggiormente alla fonte del debito piuttosto che a quella del capitale azionario.

Il modello completo di tutti i fattori determinanti la leva a valore di mercato della società, come per la misura contabile, mostra una relazione negativa con la variabile di *ceo_wom*, e positiva per quanto riguarda la presenza di un legame con la famiglia di controllo, entrambe significative, a supporto dell'ipotesi che una donna dirigente viene vista in modo positivo sul mercato azionario in termini di crescita e sviluppo, mentre il legame familiare rende preferibile il ricorso al capitale di debito con conseguente incremento della leva. La dimensione del consiglio ha un effetto positivo sulla leva di mercato e, dunque, sul debito, in quanto incide indirettamente sulla discrezionalità del *manager*. Infine, come nel caso precedente, in linea con le teorie economiche, risultano significativi per le scelte di finanziamento i fattori legati alla tassazione e agli investimenti dell'impresa.

Tab.18 Analisi econometriche sulla struttura del capitale (rap_indeb)

Variables	(1) rap_indeb	(2) rap_indeb	(3) rap_indeb	(4) rap_indeb
perc_wom	-.0186604 (.0183272)	-.0279879 (.0181658)	.0363459 (.0268897)	.0395612 (.0398266)
perc_wom_fam		.1931423 (.8168016)	.1184468 (.8077419)	0 (omitted)
ceo_wom	-.0724239 (.041156)	-.1548663 (.2882357)	-.1062576 (.2858176)	-.1365142 (.0668576)
ceo_family		.0464992* (.013388)	.050545* (.0146268)	.0488319 (.0231084)
tenure			-.0027822* (.000907)	-.002985 (.0017841)
cfo_wom	.1002835* (.0316615)	.0909966* (.0311963)	.0871686* (.031516)	.0329295 (.0816707)
cfo_fam		-.1053299* (.028975)	-.0906* (.0320525)	-.0339415 (.0452427)
board_size			-.0040386 (.0023191)	.0136186* (.0045808)
board_attendance			-.0002519 (.00106)	.0028496 (.0017837)
ln_sales				.0249608 (.0145281)
ln_taxes				-.0395683* (.0150605)
ln_IL				.0681479* (.0108141)
ln_dividend				-.0183111 (.011379)
_cons	.4820559 (.0075141)	.4688588 (.0096257)	.5534949 (.1044071)	-.4879582 (.1975133)
Observations	781	781	692	287
R-squared	0.0173	0.0528	0.0683	0.3616
Adj R-squared	0.0135	0.0454	0.0560	0.3336
Root MSE	.18574	.18272	.17989	.18049
*	P < 0,01		P < 0,05	P < 0,1

Il rapporto di indebitamento esprime il rapporto tra il livello di debito della società ed il totale degli *asset* che possiede; tiene dunque conto di valori contabili. I risultati che emergono dall'analisi in proposito mostrano che, considerando il solo fattore del genere, l'effetto più significativo è quello generato dalla variabile *cfo_wom*, in linea con le regressioni precedenti, ma al contrario risulta significativo al 90% l'effetto negativo generato dalla variabile di *ceo_wom* (-0,0724239).

L'introduzione del fattore familiare riduce la relazione tra la presenza di un CFO donna ed il rapporto di indebitamento, seguendo in modo simile i risultati ottenuti

relativamente alla variabile di mercato *lev_market*. Inoltre, si può notare come la presenza di un legame familiare abbia impatto differente a seconda che riguardi il CEO (effetto positivo) o il CFO (effetto negativo).

La terza analisi vede l'introduzione dei fattori di *governance*; differentemente dai modelli precedenti permangono gli effetti relativi il legame familiare, il primo ampliato, il secondo ridotto, e quelli sul genere del CFO, che viene ridotto a 0,0871686. Assume rilievo, poi, la variabile di *tenure* del CEO: un anno in più di occupazione del CEO riduce il rapporto di indebitamento di 0,0027822 unità; ciò può essere dovuto al fatto che, inizialmente, un nuovo *manager* tende a muoversi con cautela prediligendo fonti meno rischiose, per poi rivolgersi sempre di più al mercato azionario una volta accumulata esperienza nell'azienda ed aver rafforzato la propria reputazione nei confronti di potenziali investitori. Anche la dimensione del consiglio sembra inversamente correlata all'indebitamento con significatività del coefficiente del 90%.

Infine, tenendo conto delle variabili economiche e patrimoniali, perde di significatività l'effetto generato dal sesso del CFO, mentre diviene rilevante il genere del CEO, che incide negativamente sul rapporto di indebitamento, ed il suo legame con la famiglia proprietaria, che risulta invece avere un effetto positivo, in linea con gli obiettivi di stabilità e predilezione di fonti poco rischiose da parte della famiglia stessa. L'effetto della dimensione del consiglio invece, subisce un'inversione, dovuta al fatto che l'impatto della tassazione e degli investimenti ristabilisce la relazione predetta dalla teoria per la quale i consigli più grandi lasciano poca discrezionalità al *manager* per compiere scelte rischiose e costose.

Per quanto riguarda i valori di R^2 e RMSE (radice del SER), anche in tal caso il modello non risulta ampiamente spiegato, in particolar modo per quanto riguarda le prime tre regressioni dei modelli, in cui si individuano valori tra l' 1% ed il 3% di R^2 . Al contrario, rispetto le analisi condotte sulle *performance*, nel modello completo si rileva che le variabili indipendenti spiegano il 36% circa della varianza. Per capire, tuttavia, se tali variabili sono rilevanti dal punto di vista economico, bisogna analizzare la significatività dei coefficienti, come esposto precedentemente.

I risultati delle analisi sulla struttura del capitale mostrano, pertanto, in linea con quanto predetto dalle teorie economiche, che vi sono diversi fattori interni l'azienda, oltre quelli esterni esposti, che guidano le scelte di finanziamento al di là del semplice bilanciamento tra benefici e costi del debito. Tra questi: la presenza di legami con la famiglia proprietaria, che direziona le scelte verso fonti meno rischiose come profitti da reinvestire e, se non disponibili, debito; la discrezionalità

del *manager*, influenzata a sua volta dalle dimensioni del consiglio; e la presenza di figure femminili, nel *board* o in posizioni dirigenziali, che fa prediligere anch'essa la stabilità di fonti di capitale sicure, ma al contempo viene considerata positivamente dal mercato con i suoi potenziali investitori, rendendo il capitale azionario facilmente accessibile.

Conclusione

In conclusione, come si è potuto osservare nel corso del lavoro di tesi, la maggior parte delle imprese pesa benefici e costi dell'indebitamento, in linea con la teoria del *trade-off*, stabilendo obiettivi di leva e tenendo conto, inoltre, dei costi predetti dal modello di ordine gerarchico. Tuttavia, i flussi di cassa, le esigenze di investimento e le realizzazioni del prezzo delle azioni portano a deviazioni da tali obiettivi, a cui si torna in modo relativamente lento.

I risultati delle analisi sulla struttura del capitale mostrano, pertanto, in linea con quanto predetto dalle teorie economiche, che vi sono diversi fattori interni l'azienda che guidano le scelte di finanziamento, al di là del semplice bilanciamento tra benefici e costi del debito. Tra questi: la presenza di legami con la famiglia proprietaria, che direziona le scelte verso fonti meno rischiose e costose come profitti da reinvestire e debito, tant'è che la proprietà familiare in parte aiuta a spiegare il "puzzle" finanziario della leva zero o quasi nulla; la discrezionalità del *manager*, influenzata a sua volta dalle dimensioni del consiglio; e la presenza di figure femminili, nel *board* o in posizioni dirigenziali, che fa prediligere anch'essa la stabilità di fonti di capitale sicure, ma al contempo viene vista positivamente dal mercato, rendendo il capitale azionario facilmente accessibile.

In proposito alla presenza femminile nel mondo del lavoro si è potuto rilevare che oggi l'Italia si classifica fra i Paesi dell'Unione Europea come quello con la minore uguaglianza di genere, con risultati superiori alla media, nel solo settore della salute. Il fenomeno della presenza di donne nelle posizioni decisionali, appare ancora molto limitato ed è più probabile trovare un dirigente di sesso femminile in imprese a conduzione familiare, piccole, con proprietà concentrata e in alcuni settori aziendali piuttosto che in altri. Accanto a ciò, le differenze retributive di genere sono un fattore ancora oggi persistente, che viene ampliato ulteriormente dalla presenza di legami con la famiglia proprietaria dell'azienda, la quale riduce i livelli di retribuzione medi per le donne CEO.

Tuttavia, l'imposizione di un sistema di quote nei consigli di amministrazione delle società quotate e delle società pubbliche ha migliorato notevolmente il processo di selezione generale dei membri del *board*, stimolando una ristrutturazione positiva della classe dominante. La diversità di genere del CdA è, infatti, un tema centrale negli sforzi di riforma della *governance*, in quanto riduce il problema legato alle assenze e determina un miglioramento dell'attività di monitoraggio. Pertanto la presenza femminile sembra avere un impatto, nel complesso, positivo per le aziende che altrimenti avrebbero un governo societario debole.

Più controversa appare la questione inerente l'effetto generato sulle prestazioni aziendali. Dalle analisi in proposito non è emersa una netta differenza di

performance tra imprese con maggiore presenza di figure femminili e non nelle principali posizioni dirigenziali.

Infatti, se da un lato la presenza femminile nei *board* aziendali, genera un effetto positivo sulla variabile economica della Q di Tobin, indicando che la presenza di donne è percepita sul mercato come un fattore positivo per la crescita futura dell'azienda, d'altra parte, in termini di capitalizzazione e *performance* contabili, l'effetto non risulta significativo. Dunque, il fattore del gender non incide sulle prestazioni aziendali, se non per la variabile relativa al CFO, per la quale è mostrato che, sia dal punto di vista contabile che economico, le prestazioni sono migliori per le imprese con un direttore finanziario uomo. Nel complesso tuttavia, in linea con i diversi studi condotti in materia, non ci sono ragioni consistenti per poter affermare che un'impresa guidata da una donna sia migliore di quella guidata da un uomo o viceversa, o che la maggiore presenza di donne nel consiglio di amministrazione garantisce *performance* più elevate.

Bibliografia

A. Kayhan, S. Titman, Firms' histories and their capital structures / *Journal of Financial Economics* 83, 2007.

A. Rosselli direzione generale delle politiche interne, la politica sull'uguaglianza di genere in Italia analisi approfondita, 2014.

Ahern K. R. and Dittmar A. K. (2012) The changing of the boards: the impact on firm valuation of female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127.

B. Yang, Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing, 2011.

Bertrand M., Black S. E., Jensen S. and Lleras-Muney A. (2014), Breaking the glass ceiling? The effect of board quotas on female labor market outcomes in Norway. NBER Working Paper No. 20256.

E. F. Fama, K. R. French, Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt / *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, 2002.

Frank, M., Goyal, V., 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67.

Frank, M., Goyal, V., 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.

G. Ferrari, V.Ferraro, P.Profeta, C. Pronzato, Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market, 2016.

H. DeAngelo, R. Masulis, 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, 8.

H. Demsetz, K. Lehn, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1985.

I.A. Strebulaev, B. Yang, The mystery of zero-leverage firms / *Journal of Financial Economics* 109, 2013.

J. Graham, K. Narasimhan. Corporate survival and managerial experiences during the Great Depression, 2004.

J. R. Graham, C. R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 2001.

L. Lang, E. Ofek, R. M. Stulz, Leverage, investment, and firm growth / *Journal of Financial Economics* 40, 1996.

M. Baker, J. Wurgler, 2002. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, 2002.

M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti, Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections / *Corporate Governance: An International Review*, 2015.

M. Weisbach, Outside directors and CEO turnover / *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

Matsa D. A. and Miller A. R. (2013), A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5.

Nygaard, K. (2011). Forced board changes: Evidence from Norway. Institutt for Samfunnsøkonomi, The Norwegian School of Economics and Business Administration.

Ø. Bøhren, B. Stacescu, L. F. Almlı, K. L. Søndergaard, "When does the family govern the family firm?", 2018.

R. B. Adams, D. Ferreira, Women in the boardroom and their impact on governance and performance / *Journal of Financial Economics* 94, 2009.

R. C. Anderson and D.M. Reeb Founding-Family Ownership and Firm Performance / *The journal of finance* Vol. LVIII, No. 3, 2003.

R. C. Andersona, S. A. Mansib, D. M. Reeb, Founding family ownership and the agency cost of debt / *Journal of Financial Economics* 68, 2003.

S. C. Myers, N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Finns Have Information the Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13.

Scheda tematica per il semestre europeo: Le donne sul mercato del lavoro, 2017.

Sitografia

<http://www.consob.it/it/web/area-pubblica/quotate>

<http://www.puntodonne.it/i-diritti/il-difficile-percorso-delle-donne-nel-mondo-del-lavoro>

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester-thematic-factsheet-labour-force-participation-women-it.pdf

[https://valored.it/wp-content/uploads/2019/03/Donne ai vertici Sintesi 05.2009.pdf](https://valored.it/wp-content/uploads/2019/03/Donne-ai-vertici-Sintesi-05.2009.pdf)

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<https://www.istat.it/it/archivio/30440>

<https://www.marketscreener.com/>

<https://www.reuters.com/finance/markets/indices>

https://www.wired.it/economia/lavoro/2018/10/04/lavoro-femminile-europa/?refresh_ce=