

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale – LM-31
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



Tesi di Laurea di II livello

Rappresentanza femminile nella Corporate Governance: dai
Consigli di Amministrazione alla C-suite, un'analisi approfondita
dell'influenza del genere nelle posizioni apicali di impresa

Relatrice:
Prof.ssa Laura Rondi

Candidata:
Marianna Giotta

Anno Accademico 2021/22

Alle donne. #BreakTheBias

Abstract

L'uguaglianza di genere è, da tempo, una questione importante in molte nazioni, in politica, nelle comunità imprenditoriali e come argomento di ricerca. Lo scopo del presente lavoro di tesi è quello di delineare una rassegna della letteratura e delle ricerche scientifiche effettuate sulla rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione e nelle posizioni di leadership, in particolare ai più alti livelli executive, con particolare attenzione ai sistemi di remunerazione, implementando un confronto con le più importanti teorie economiche. Sono analizzati i fenomeni che caratterizzano le attuali realtà imprenditoriali fornendo raggugli metodologici e analisi econometriche, legando la letteratura sulla *gender diversity* all'interno dei boards con le riviste che trattano di stipendi dirigenziali, che sono state sviluppate fin ora in modo piuttosto autonomo. I principali risultati empirici evidenziati sono suddivisi in due parti: la prima parte riguarda l'attuazione e l'efficacia delle norme legislative e della *self-regulation* per la parità di genere nell'ambito della rappresentanza femminile nei CdA, delle performance dell'impresa e della progettazione dei sistemi di remunerazione dei manager esecutivi da parte dei comitati di nomina e retribuzione; nella seconda parte, invece, sono fornite prove empiriche dell'esistenza di un divario salariale tra CEO uomini e donne e di quanto questo fenomeno sia legato al contesto normativo nazionale e al contesto aziendale, determinando una profonda differenza tra i due generi nella performance-sensitivity della retribuzione.

Indice

1.	Introduzione.....	4
2.	<i>Gender balance</i> nei consigli di amministrazione	9
2.1.	Dati storici.....	9
2.2.	Azioni politiche e legislative per la rappresentanza di donne dei Consigli di Amministrazione.....	11
2.3.	L'azione dell'Unione Europea.....	15
2.4.	L'Italia	16
2.4.1.	Andamento della presenza delle donne nei CdA italiani.....	19
2.5.	Implicazioni	21
2.5.1.	Gli effetti sulle performance di impresa.....	22
2.5.2.	Gli effetti sulla composizione e altre caratteristiche del CdA.....	31
2.5.3.	Gli effetti sugli organi di vigilanza – Comitato per la Retribuzione	35
3.	Limiti delle Gender Quotas	46
3.1.	Interventi legislativi obbligatori o <i>self-regulation</i>	46
3.2.	Attenzione pubblica all'uguaglianza di genere nei CdA	53
4.	<i>Gender balance</i> ai vertici esecutivi d'impresa.....	60
4.1.	Dati storici.....	61
4.2.	Gender Pay Gap.....	65
4.3.	Donne leader e la <i>performance-sensitivity</i> della retribuzione	80
5.	Conclusioni.....	98
	Bibliografia.....	103

1. Introduzione

Tradizionalmente le donne sono sempre state sottorappresentate nei consigli di amministrazione delle società, ma dopo alcune pressioni sociali e legali, la loro presenza è aumentata negli ultimi anni. A partire dal 2003, in molti paesi sono state adottate diverse iniziative legislative e di autoregolamentazione volte a favorire una maggiore partecipazione delle donne nella vita delle società quotate e a controllo pubblico, anche partendo dall'ipotesi che una maggiore presenza femminile possa avere effetti positivi sulle performance societarie. La Norvegia è stata la prima nazione a introdurre tali quote obbligatorie, poiché il governo non ha ritenuto che meccanismi volontari o ricorsi fossero sufficientemente efficaci nell'aumentare il numero di dirigenti donne. La giustificazione del governo ha posto l'accento, in particolare, sugli effetti positivi sulla performance aziendale quando si aumenta la quota di dirigenti donne (basata su argomenti di capacità e competenza delle donne leader, e sull'aumento della diversità nei consigli di amministrazione), e su argomenti riguardanti il valore democratico di una partecipazione più equa ad importanti processi decisionali (Proposta al Parlamento n. 97, 2002/2003) (Løyning, 2021).

In Italia, nel 2011 è stata adottata la legge 120/2011 Golfo-Mosca, che impone alle società quotate che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi, dovendo il genere meno rappresentato ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti. Secondo le evidenze sulla diversità di genere nei consigli di Amministrazione italiani, nel 2008, solo il 44% delle società quotate italiane aveva una donna nel board, mentre meno del 6% delle cariche amministrative era ricoperta da donne. Successivamente all'adozione della legge n. 120/2011, ci sono stati diversi interventi normativi che hanno inciso sulla disciplina riguardante le quote di genere negli organi delle società quotate e nelle società, non quotate, assoggettate a controllo pubblico. La legge 160/2019, del 27 dicembre 2019, in particolare, ha provveduto a ridefinire i requisiti di composizione di genere per gli organi sociali delle società quotate: è stato ampliato da tre a sei mandati consecutivi il periodo di vigenza delle disposizioni ed

è stata introdotta una modifica del criterio di riparto, stabilendo che il genere meno rappresentato debba ottenere almeno due quinti degli amministratori e dei sindaci eletti. Sebbene nell'ultimo decennio si siano registrati notevoli progressi, la rappresentanza femminile nelle posizioni di vertice delle imprese italiane è ancora nel complesso limitata. Dalle elaborazioni su dati di Banca d'Italia, Consob e Infocamere, per le società quotate e le società a controllo pubblico, la quota nel 2019 era pari rispettivamente al 37% e al 25%.¹ Un altro filone della letteratura valuta interventi alternativi alle regolamentazioni politiche obbligatorie, per aumentare la rappresentanza delle minoranze nelle posizioni di leadership. Sono spesso presentati due diversi percorsi verso l'uguaglianza: l'approccio radicale e l'approccio liberale (Jewson & Mason, 1986). Il primo prevede l'utilizzo di interventi regolatori obbligatori, come le quote, mentre il secondo approcci delicati che mirano ad aumentare gradualmente il numero di donne nei consigli di amministrazione, assumendo un desiderio condiviso di cambiare la cultura e le procedure per la selezione e la nomina dei membri del consiglio di amministrazione. Klettner et al. (2016) ha dichiarato che la discussione sulle alternative da seguire ruota intorno a questa domanda: "È meglio prescrivere i risultati o suggerire i risultati e consentire flessibilità intorno al loro raggiungimento?". L'intenzione è convincere le aziende e gli stakeholder a lavorare verso il cambiamento culturale. Tuttavia, i fautori di approcci radicali dubitano del desiderio condiviso e/o della velocità del cambiamento, supponendo che l'obbligo imposto sia necessario per creare cambiamento. Così, l'intervento radicale delle quote di genere è spesso considerato come l'opzione politica estrema, da attuare quando falliscono i tentativi volontari di aumentare la rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione (Grosvold & Brammer, 2011).

Inoltre, è dimostrato che anche una maggiore attenzione pubblica alla parità di genere stimola cambiamenti nella composizione dei consigli di amministrazione e nelle pratiche di assunzione (Giannetti & Wang, 2021): le aziende sono più propense a nominare le donne nei loro consigli di amministrazione in periodi di elevata attenzione pubblica alla

¹ Rapporto dell'Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane

parità di genere. Tuttavia, non tutte le imprese sono ugualmente in sintonia con le richieste della società. Gli effetti dell'attenzione pubblica sono più pronunciati nelle aziende con una cultura aziendale ex ante più favorevole all'uguaglianza e all'integrazione.

L'uguaglianza di genere è, quindi, da tempo una questione importante in molte nazioni, in politica, nelle comunità imprenditoriali e come argomento di ricerca. Lo scopo del presente lavoro di tesi è quello di delineare una rassegna della letteratura e delle ricerche scientifiche effettuate sulla rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione (con diversi approfondimenti sul ruolo della politica in tal senso e sulle conseguenze in termini di performance di impresa) e nelle posizioni di leadership, in particolare ai più alti livelli executive, con particolare attenzione ai metodi di remunerazione, implementando un confronto con le più importanti teorie economiche (modello principale-agente, Jensen e Meckling, 1976; modello della *pay for performance* nella Corporate Governance). Saranno analizzati i fenomeni che caratterizzano le attuali realtà imprenditoriali fornendo ragguagli metodologici e analisi econometriche, legando la letteratura sulla *gender diversity* all'interno dei boards con le riviste che trattano di stipendi dirigenziali, che sono state sviluppate fin ora in modo piuttosto autonomo.

Quindi, l'attenzione non sarà posta soltanto sulla diversità di genere all'interno dei Corporate Boards in relazione alle variabili di performance delle imprese, ma anche sul rapporto tra la presenza di donne nei CdA e nei comitati di remunerazione e la paga dei CEO o, più in generale, le remunerazioni degli executive. Il consiglio di amministrazione e il suo comitato per la remunerazione sono entrambi responsabili dell'assunzione, del licenziamento e della definizione della retribuzione dei dirigenti. La determinazione della remunerazione del top management è una delle decisioni più problematiche a livello aziendale, poiché i top manager possono esercitare una forte influenza sugli organi responsabili di questa decisione. Al fine di evitare che eventuali conflitti di interesse interferiscano nella progettazione ottimale delle politiche retributive, il consiglio di amministrazione e il comitato di retribuzione, necessitano di un elevato grado di indipendenza, esperienza, conoscenza, competenza e valori (Hillman & Dalziel, 2003). In questo senso, la diversità di genere può aiutare a fornire queste competenze, necessarie

per la progettazione ottimale delle politiche retributive. Diversi studi hanno esaminato l'effetto della diversità di genere sul comitato retributivo durante la progettazione di accordi salariali per i dirigenti: questa letteratura emergente indaga principalmente se la retribuzione del top management e le prestazioni aziendali sono più allineate nelle aziende in cui sono presenti anche donne nei comitati retributivi, portando a risultati contrastanti che saranno messi in evidenza in questa sede.

Anche la disuguaglianza di genere nei posti di lavoro a livello dirigenziale e nel top management è un problema in prima linea nell'Agenda globale. Un vasto numero di studi e ricerche precedenti, in continuo aumento, ha documentato la relativa assenza di donne CEO e quanto le donne dirigenti sono pagate significativamente meno delle loro controparti maschili. Utilizzando la letteratura a disposizione sulla diversità di genere, leadership e sulla teoria Principale-Agente, sarà quindi esaminato il fenomeno del divario salariale di genere nelle posizioni dirigenziali e, in particolare, le cause, le conseguenze e le relazioni con le performance di impresa. Uno studio condotto da C. Kulich e altri ricercatori dell'università di Exeter, nel 2010, mostra come il divario salariale di genere sia un fenomeno estremamente specifico del contesto in cui si manifesta: il *gender pay gap* è pervasivo, ma la sua dimensione varia in funzione di una serie di fattori contestuali, ad esempio differisce tra i settori di mercato, con il livello di occupazione o di anzianità di servizio. Anche in tal senso, quindi, le performance di impresa giocano un ruolo fondamentale essendo uno dei fattori contestuali con l'effetto più importante sulla disuguaglianza retributiva: lo stesso studio dell'università di Exeter, ispeziona la relazione tra i bonus manageriali e le variabili di performance, dimostrando come i premi concessi agli uomini non sono solo più ampi di quelli assegnati alle donne, ma anche molto più sensibili alle prestazioni rispetto a quelli della controparte femminile. La performance aziendale svolge un ruolo critico non solo nell'attribuzione dei bonus manageriali ma anche nella valutazione dei leader aziendali stessi, con la ricerca che suggerisce che le prestazioni di impresa tendono ad essere attribuite direttamente al leader, con relativamente poca attenzione a fattori esterni come le forze di mercato. Questo fenomeno è indicato come il *romanticismo della leadership* (Romance of leadership,

Meindl, Ehrlich, e Dukerich, 1985), che sarà analizzato impiegando diverse ricerche sociologiche e sociopsicologiche trattanti il concetto di leadership e come questo può essere condizionato dal genere. Infatti, nonostante gli studi suggeriscano che le prestazioni dell'azienda possono giocare un ruolo importante nella formazione delle percezioni delle abilità dei capi, e quindi delle ricompense che ricevono, ci sono diversi motivi per sostenere che la valutazione dei leader e della loro leadership non funzioni nello stesso modo per uomini e donne.

Con l'obiettivo di definire una continuità con gli argomenti trattati nella prima parte di questa sezione, nell'elaborato saranno scandagliati, inoltre, diversi studi che evidenziano quanto la mancanza di diversità di genere nei consigli di amministrazione delle imprese influisce sulla dimensione del gap retributivo: nelle imprese con una percentuale più elevata di amministratori di sesso femminile nel consiglio di amministrazione, i divari retributivi e i livelli retributivi totali sono più bassi (Carter et al., 2017). In questo contesto, saranno approfonditi il livello di avversione al rischio delle dirigenti donne e il livello di monitoraggio dei consigli di amministrazione soggetti alle regolamentazioni sulla diversità di genere.

2. *Gender balance* nei consigli di amministrazione

2.1. Dati storici

Tradizionalmente le donne sono sempre state sottorappresentate nei consigli di amministrazione delle società, ma dopo alcune pressioni sociali e legali, la loro presenza è aumentata negli ultimi anni. Tuttavia, il persistente squilibrio di genere tra i principali responsabili delle decisioni delle grandi imprese e delle istituzioni finanziarie rimane motivo di preoccupazione.

A partire dal 2003, diversi paesi europei hanno cominciato a prestare grande attenzione politica sul tema della diversità di genere all'interno dei consigli di amministrazione, in particolare delle società quotate. Dopo più di 20 anni, quello della *gender balance* resta un tema molto dibattuto in tutto il mondo.

Dati antecedenti alle norme legislative introdotte per aumentare la presenza delle donne nelle più alte posizioni aziendali, descrivono una situazione critica a livello mondiale: la percentuale di amministratrici donne in Australia, Canada, Giappone ed Europa è stata stimata essere del 8,7%, 10,6%, 0,4% e 8,0% rispettivamente (EOWA, 2006; EPWN 2004)². Negli Stati Uniti d'America, invece, le donne occupano il 14,8% dei posti nei consigli di amministrazione delle *Fortune 500*.

Stringendo l'attenzione sull'Unione Europea, in accordo con i dati forniti dall'EIGE (Istituto Europeo per la Gender Equality), negli ultimi 10 anni la proporzione di donne nei CdA delle più grandi società quotate di 28 stati dell'UE è pressoché duplicato: dal 12% del 2010, al 23% del 2016 fino al 30% del 2021. L'incremento risulta maggiore per gli Stati membri che hanno introdotto le leggi sulle quote di genere, mentre è molto lento per gli altri paesi membri che hanno introdotto soltanto raccomandazioni nei propri codici di Corporate Governance. (Figura 1.1)

² Equal Opportunity for Women in the Workplace Agency – EOWA; European Professional Women's Network - EPWN

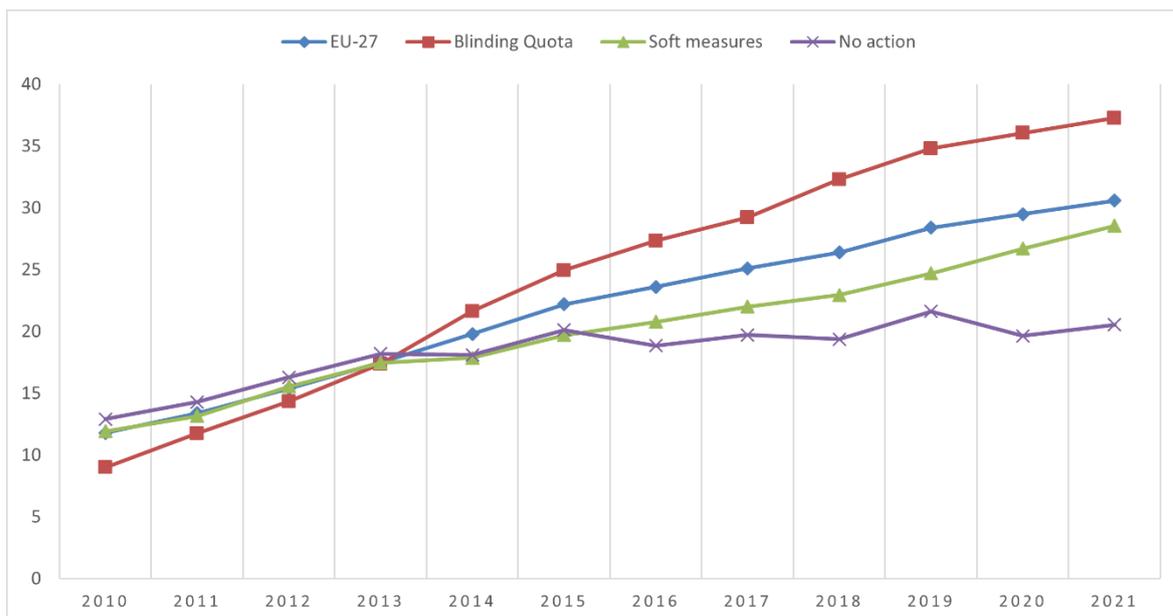


Fig. 2.1 - Andamento della % di donne (%/anno) presenti nei CdA, in base all'attività legislativa attuata (Ottobre 2010 - Ottobre 2021); fonte: EIGE Gender Statistic Database

Questi sono gli andamenti della presenza delle donne all'interno dei CdA in generale; tuttavia, è fondamentale studiare lo stesso tema effettuando una distinzione tra posizioni esecutive e non esecutive: tale suddivisione è molto importante in quanto mette in evidenza differenze notevoli nella gestione della rappresentanza in base al genere. Come sarà evidenziato nei paragrafi successivi, la maggior parte delle azioni legislative attuate fin ora riguardano soltanto le posizioni non esecutive, che svolgono per lo più ruoli di supervisione e monitoraggio, con l'idea che la loro diversità potrebbe migliorare la capacità di controllo del consiglio. Di conseguenza, i progressi verso la parità di genere tra gli amministratori esecutivi sono più lenti e pochissime donne raggiungono posizioni di livello più alto nelle grandi società. Nell'ottobre 2020, le donne detenevano solo il 19,3% delle posizioni dirigenziali nelle più grandi società quotate e meno di una su dieci posizioni di CEO (European Union, 2021). (Fig. 2.1)

In questi anni, molte proposte di riforma della governance sottolineano esplicitamente l'importanza dell'uguaglianza di genere in seno ai consigli di amministrazione. Nel 2003, il Ministero Britannico del Commercio e dell'Industria commissiona la relazione Higgs, che sostiene che la diversità potrebbe migliorare l'efficacia del consiglio di

amministrazione e raccomanda specificatamente alle imprese di costituire gruppi professionali in cui le donne sono meglio rappresentate. In effetti, la maggior parte delle iniziative legislative si basa sull'opinione che la presenza delle donne nei consigli di amministrazione potrebbe incidere in modo significativo sulla performance delle imprese.

2.2. Azioni politiche e legislative per la rappresentanza di donne dei Consigli di Amministrazione

La promozione più estrema della *gender diversity* avviene in Norvegia, dove dal gennaio 2008 tutte le società quotate devono rispettare una quota di genere del 40% per i direttori di genere femminile. Nel paese scandinavo, il governo non ha ritenuto che meccanismi volontari o ricorsi fossero sufficientemente efficaci nell'aumentare il numero di dirigenti donne. Il governo ha posto l'accento, in particolare, sugli effetti positivi che questa riforma potesse avere sulla performance aziendale, giustificazione che si basa sulla capacità e sulla competenza delle donne leader e sul valore democratico di una partecipazione più equa ad importanti processi decisionali (Proposta al Parlamento n. 97, 2002/2003) (Løyning, 2021).

Le **quote di genere** definiscono una percentuale o un numero di posizioni che le donne e gli uomini devono ricoprire o che devono essere a loro assegnate, per riequilibrare la composizione dei CdA (ma che possono essere utilizzate anche in altri settori, come quello elettorale) in base al genere. L'Istituto Europeo della Gender Equality (EIGE) definisce le quote di genere come "strumento di misura positiva volto ad accelerare la realizzazione di una partecipazione e rappresentanza equilibrate in termini di genere tramite la definizione di una proporzione (percentuale) o di un numero prestabiliti di posti che devono essere coperti/assegnati dalle/alle donne e/o dagli/agli uomini, di solito in base a determinate regole o criteri".

Quello della Norvegia è sempre stato considerato il caso guida per l'implementazione delle quote di genere (CBQ: Corporate Board Quotas) in molti altri Paesi. Da allora, gli Stati membri dell'Unione Europea hanno seguito l'esempio, adottando vere e proprie

leggi con conseguenti sanzioni, oppure interventi “soft”, come **raccomandazioni** per la rappresentanza delle donne nei consigli di amministrazione nei codici di Corporate Governance, oppure leggi che impongono la **divulgazione** di informazioni sulla rappresentanza delle donne nei consigli di amministrazione, per aumentarne la consapevolezza. Nella Tabella 2.1 sono schematizzate gli approcci utilizzati dagli Stati membri dell’UE.

Fino ad oggi, nove Stati membri dell'UE hanno introdotto leggi sulle quote di genere per i consigli di amministrazione delle società: la Spagna ha subito seguito il caso guida della Norvegia, introducendo le quote nel 2007; Belgio, Italia, Francia e Paesi Bassi sono stati i successivi nel 2011; più recentemente la Germania si è mobilitata politicamente nel 2015 e, infine, Austria e Portogallo nel 2017. L’ultimo tra gli Stati membri dell’UE a adottare delle vere e proprie leggi per l’aumento delle quote femminili è stata la Grecia, nel 2020.

Tuttavia, non tutti questi Stati hanno seguito il livello di percentuale di quota imposto dalla Norvegia: il 40%, infatti, rimane il livello più alto adottato da Spagna, Francia e, più recentemente, anche dall'Italia. A seguire, le leggi del Belgio, Portogallo e, fino a poco tempo fa, Italia prevedono una quota del 33%; il 30%, invece, per Olanda, Austria e Germania, e il 25% per la Grecia.

Tutti questi paesi hanno anche raccomandazioni per la rappresentanza delle donne nei consigli di amministrazione nei codici di Corporate Governance.

Altri nove Stati membri dell'UE hanno formulato raccomandazioni nei loro codici di Corporate Governance, ma non hanno una legge sulle quote di genere. Un gruppo finale di Stati membri dell'UE non ha né una quota di genere né raccomandazioni per la diversità di genere: questi sono Bulgaria, Croazia, Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lituania, Malta e Slovacchia.

I **codici di Corporate Governance** sono misure volontarie e non vincolanti intese a migliorare le pratiche di governo societario. La diffusione di tali codici in tutto il mondo

TABELLA 2.1 - Approcci politici di alcuni stati membri dell'UE (fonte: European Union, 2021)

<i>Paese</i>	<i>Legge sulle quote di genere</i>	<i>Raccomandazioni nei codici di CG</i>	<i>Obbligo di divulgazione</i>
Austria	●	●	●
Belgio	●	●	●
Bulgaria			●
Croazia			●
Czech Republic			●
Danimarca		●	●
Estonia			●
Finlandia		●	●
Germania	●	●	●
Grecia	●	●	●
Francia	●	●	●
Italia	●	●	●
Lituania			●
Lussemburgo		●	●
Paesi Bassi	●	●	●
Portogallo	●	●	●
Romania		●	●
Spagna	●	●	●
Svezia		●	●

ha avuto luogo a partire dagli anni '90. I codici possono essere definiti a livello internazionale, per diffondere pratiche di buona gestione nelle società di tutto il mondo, un esempio è il codice emesso dall'istituzione transnazionale OECD (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico); nazionale, emesso dalle Borse nazionali o dai singoli Stati, per migliorare la gestione delle imprese nazionali; infine, a livello di singola impresa, principalmente per comunicare le proprie pratiche di buona *governance* agli stakeholders.

Come indicato precedentemente, tutti gli Stati membri che hanno emesso leggi sulle quote di genere, prevedono anche raccomandazioni in tal senso nei propri codici di governo societario e, generalmente, riflettono la formulazione delle stesse leggi. Per i Paesi senza quote imposte per legge, questo tipo di raccomandazioni risulta piuttosto generico e vago; molti, infatti, non hanno un obiettivo numerico da raggiungere per la rappresentanza femminile, ma raccomandano soltanto che il tema sia preso in considerazione nella composizione dei consigli di amministrazione.

Da uno studio dell'Unione Europea del 2021, "Women on Boards Policies in Member States and the Effects on Corporate Governance", si ricavano alcuni esempi di raccomandazioni nei codici di Corporate Governance: il codice della **Lettonia** del 2020 raccomanda che entrambi i sessi siano rappresentati nel consiglio di vigilanza; il codice **rumeno** del 2015 raccomanda la diversità nel Consiglio e nei comitati in senso più ampio, affermando che questi dovrebbero avere "un adeguato equilibrio di competenze, esperienza, genere, conoscenza e indipendenza per consentire loro di svolgere efficacemente i rispettivi compiti e responsabilità". Per il codice **finlandese** la rappresentanza femminile all'interno dei CdA è solo una delle tematiche da affrontare per avere una giusta composizione del Consiglio. Mentre, già nel 2004, la Svezia indica nei propri codici che la parità di genere deve essere un obiettivo di tutte le società.

I codici di Corporate Governance non sono l'unico modo per favorire la divulgazione dei temi sulla rappresentanza femminile all'interno dei consigli di amministrazione, infatti, alcuni Stati membri hanno utilizzato, come intervento legislativo, delle leggi che impongono la divulgazione di informazioni sulla parità di genere. In questo modo, i legislatori non sono i diretti regolatori della questione, ma lasciano flessibilità alle imprese per affrontare i problemi nel modo più adeguato. Tale regolamentazione indiretta potrebbe anche mitigare la resistenza politica che spesso nasce dall'imposizione diretta, come le leggi sulle quote di genere.

Un esempio di misura indiretta è costituito dalla *Non-Financial Reporting Directive*, la quale impone ad alcuni grandi società la divulgazione, nella propria dichiarazione di

Corporate Governance, delle loro politiche per l'uguaglianza nei loro organi di amministrazione, gestione e vigilanza. Se non presentano una tale politica, la direttiva obbliga le società a fornirne una motivazione.

2.3. L'azione dell'Unione Europea

In questa sezione sono sintetizzate le azioni, in termini di quote di genere, attuate dall'Unione Europea per gli amministratori non esecutivi.

Dal 2010, a seguito della crisi finanziaria avvenuta nel 2007-2008, la Commissione Europea mette in evidenza profonde carenze nella gestione e nelle prestazioni dei CdA di molte società finanziarie, poiché non sono state prese decisioni in maniera oggettiva sulla gestione della crisi da parte di molti amministratori non esecutivi. In particolare, la mancanza di equilibrio di genere all'interno dei consigli di amministrazione potrebbe in alcuni casi aver contribuito all'incapacità dei membri non esecutivi di affrontare efficacemente le decisioni di gestione.

Così, nel 2012, la Commissione Europea ha proposto una direttiva³ sull'uguaglianza di genere tra gli amministratori non esecutivi, da applicare a tutte le società quotate in borsa, escluse le PMI. L'obiettivo della direttiva era quello di raggiungere il 40% di quota per il genere meno rappresentato tra i membri non esecutivi del CdA. Per gli Stati che avrebbero introdotto la quota sia per i direttori non esecutivi che esecutivi, il target era fissato al 33%. L'obiettivo doveva essere raggiunto entro il 2020 per le società private ed entro il 2018 per il settore pubblico. Inoltre, la proposta impone agli Stati membri che le società quotate:

- incarichino i membri non esecutivi sulla base di criteri prefissati, chiari e neutrali,
- diano vantaggio al genere sottorappresentato in caso di parità di qualifica dei candidati, e

³ Directive of the European Parliament and of the Council (COM (2012) 614).

- dichiarino con chiarezza i criteri di selezione e la valutazione comparativa dei candidati.

Per gli amministratori esecutivi, l'UE lascia alle singole imprese la flessibilità di assumere misure sviluppate *ad hoc* in materia di rappresentanza equilibrata di genere, senza imporre particolari regole nazionali. Inoltre, l'azione impone obbligo di divulgazione: ogni Stato deve verificare che le società riferiscano ogni anno alle autorità nazionali competenti informazioni in merito alla composizione di genere dei loro consigli di amministrazione, distinguendo tra amministratori non esecutivi ed esecutivi e alle azioni legislative adottate per raggiungere gli obiettivi di quota. Gli Stati, infine, devono prevedere delle sanzioni per il mancato raggiungimento dell'obiettivo nazionale indicato dalla direttiva.

Questa direttiva dell'UE prevede anche delle eccezioni: infatti, le società in cui gli amministratori del genere sottorappresentato coincidono con una percentuale inferiore del 10% della forza lavoro, sono esenti dalle imposizioni delle quote di genere. Inoltre, gli Stati che già presentano una legislazione nazionale in tali materie, possono continuare ad applicare le proprie regole, purché queste siano di efficacia equivalente a quelle proposte nella direttiva fin ora analizzata, al fine di raggiungere l'obiettivo del 40% di quota per gli amministratori non esecutivi del genere meno rappresentato.

La scadenza della direttiva è prevista per il 31 dicembre 2028, con possibilità di proroga, ma decade nel momento in cui sono raggiunti risultati ritenuti sostenibili.

2.4. L'Italia

In Italia, nel 2011 è stata adottata la **legge 120/2011 Golfo-Mosca**, che impone alle società quotate che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi, dovendo il genere meno rappresentato ottenere almeno un terzo delle quote degli amministratori eletti. La legge Golfo-Mosca è applicata a tutte le società quotate e alle società pubbliche.

Le società quotate possono essere costituite da tre diversi modelli di governance:

- il modello *ordinario*: tradizionale italiano, è costituito dall'organo amministrativo (CdA) e dal collegio sindacale, ovvero l'organo di controllo della gestione, entrambi nominati dall'assemblea dei soci;
- il modello *monistico*: simile al sistema anglo-americano, in cui è presente il solo consiglio d'amministrazione;
- il modello *dualistico*: l'amministrazione della società è ripartita nel consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza, appartenente alla tradizione tedesca.

In assenza di diversa scelta statutaria, nelle società quotate italiane, si applica il sistema ordinario (o dualistico orizzontale). La legge Golfo-Mosca è applicata sia all'organo amministrativo che all'organo di controllo di gestione, sia ai direttori esecutivi che ai direttori non esecutivi (o indipendenti). Inizialmente prevedeva le quote obbligatorie per i tre mandati successivi al 2012, fissando un obiettivo minimo di un terzo delle posizioni del consiglio per il genere sottorappresentato, abbassando successivamente il target a un quinto dei seggi per il primo mandato. Avendo validità di tre mandati, che durano circa 3 anni ciascuno, la legge avrebbe perso di validità nel 2022. Tuttavia, nel 2019, con la **legge 160/2019** sono stati ridefiniti i requisiti di composizione di genere per gli organi sociali delle società quotate: è stato ampliato da tre a sei mandati consecutivi il periodo di vigenza delle disposizioni ed è stata introdotta una modifica del criterio di riparto, stabilendo che il genere meno rappresentato debba ottenere almeno due quinti delle quote degli amministratori eletti.

Il compito della verifica del rispetto della legge da parte delle società quotate è affidato alla Commissione di Borsa Italiana CONSOB: questa, in caso di non conformità, emette un primo avviso; dopo quattro mesi dal primo avviso, è emessa una multa che varia tra i 100.000 e 1.000.000 euro per i consigli di amministrazione e tra i 20.000 e i 200.000 euro per i collegi sindacali. Il consiglio è dichiarato sciolto se, dopo altri tre mesi, non risulta ancora conforme agli obblighi di legge. (Monaco e Venchiarutti 2017; Rigolini & Huse 2017).

Nei paragrafi successivi saranno analizzati i risultati empirici di alcune ricerche che caratterizzano la letteratura sul tema della rappresentanza di genere nei CdA; tali risultati mettono in evidenza sia l'efficacia della legge in termini di effetti sulla parità di genere e su altri attributi del consiglio di amministrazione, sia l'impatto delle quote di genere sulla redditività delle aziende **italiane** quotate nel periodo 2008-2016. Le analisi confermano un effetto positivo della riforma: si stima, infatti, un aumento immediato di 17 punti sulla percentuale di donne direttrici e un effetto *follow-up* che segna un aumento di 11 punti percentuali (G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano, 2018).

L'ingresso di nuove donne come direttrici nei CdA delle società italiane ha anche contribuito a influenzare altre caratteristiche del consiglio, abbassando l'età media, aumentando la diversità in termini di età e di formazione professionale, aumentando il livello di istruzione e aumentando anche il numero di direttrici che lavorano simultaneamente nei consigli di amministrazione di due o più società che hanno interessi alleati (i cosiddetti direttori *Interlockers*).

Non sono mancate le critiche all'introduzione della legge delle quote: diversi studiosi, infatti, hanno sollevato alcune preoccupazioni circa la clausola dei tre mandati durante i quali le società sono vincolate all'applicazione della legge. Il Codice civile prevede che la durata dei mandati dei consigli di amministrazione sia fissata ad un massimo di tre anni, ma nulla vieta alle imprese di ridurre questo periodo per ridurre conseguentemente il tempo in cui sono soggetti alla legge delle quote. Inoltre, gli studiosi pongono l'attenzione sull'assenza di una **clausola di eccezione** nella legge Golfo-Mosca: la legge, infatti, non prevede alcuna motivazione legittima per permettere alle società di essere esonerate dall'applicazione della stessa.

Nel paragrafo precedente sono stati illustrati i diversi interventi attuati dagli Stati membri dell'UE per aumentare la parità di genere nei consigli di amministrazione e, oltre alle leggi, le raccomandazioni da inserire nei codici di Corporate Governance. In Italia, il primo codice di governo societario è stato introdotto nel 1999 e non conteneva nessuna specifica raccomandazione sulla composizione dei consigli. Dopo l'introduzione della

legge Golfo-Mosca, nel 2011, il codice è stato modificato introducendo un vago riferimento all'uguaglianza di genere nei CdA: citando, "il Consiglio di Amministrazione effettua almeno una volta l'anno una valutazione del rendimento del Consiglio di Amministrazione e dei suoi comitati, nonché della loro dimensione e composizione, tenendo conto della competenza professionale, dell'esperienza, del genere dei suoi membri e del numero di anni come direttore" (articolo 1, criterio 1.C.1.g).⁴

Prima del 2020, il codice è stato modificato ulteriormente per fornire una formulazione più specifica per quanto riguarda la composizione di genere del consiglio. La modifica definisce un principio secondo cui "la società applica criteri di diversità, compresi quelli di genere, alla composizione del consiglio di amministrazione, garantendo l'obiettivo primario di competenza e professionalità adeguate dei suoi membri" (articolo 2, principio VII). Il codice modificato contiene anche la raccomandazione secondo cui "la società definisce i criteri di diversità per la composizione del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo e identifica lo strumento più adatto per la loro attuazione, tenendo conto dei suoi assetti proprietari. Almeno un terzo del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo, qualora quest'ultimo sia autonomo, è composto da membri del genere meno rappresentato. Le imprese adottano misure per promuovere la parità di trattamento e di opportunità tra i sessi all'interno dell'intera organizzazione, monitorandone l'attuazione specifica" (articolo 2, raccomandazione 8).⁵

2.4.1. Andamento della presenza delle donne nei CdA italiani

Utilizzando i dati ricavati dal database dell'EIGE, nella Fig. 2.2 è rappresentato l'andamento delle percentuali della presenza di donne all'interno dei CdA delle società quotate italiane, in particolare sono stati raccolti i dati delle società che compongono l'indice azionario FTSE MIB. Prima dell'attuazione della legge Golfo-Mosca, la percentuale di donne era più bassa del 6%; l'entrata in vigore della legge ha provocato

⁴ Corporate Governance Code, dicembre 2011

⁵ Corporate Governance Code, gennaio 2020

un aumento progressivo e veloce, tuttavia, senza raggiungere l'obiettivo fissato per il 2015 del 33%: in questo anno, infatti, la percentuale raggiunge solo il 29%. Successivamente la crescita si fa più lenta e il target viene raggiunto nel 2017, raggiungendo nel 2021 circa il 39%.

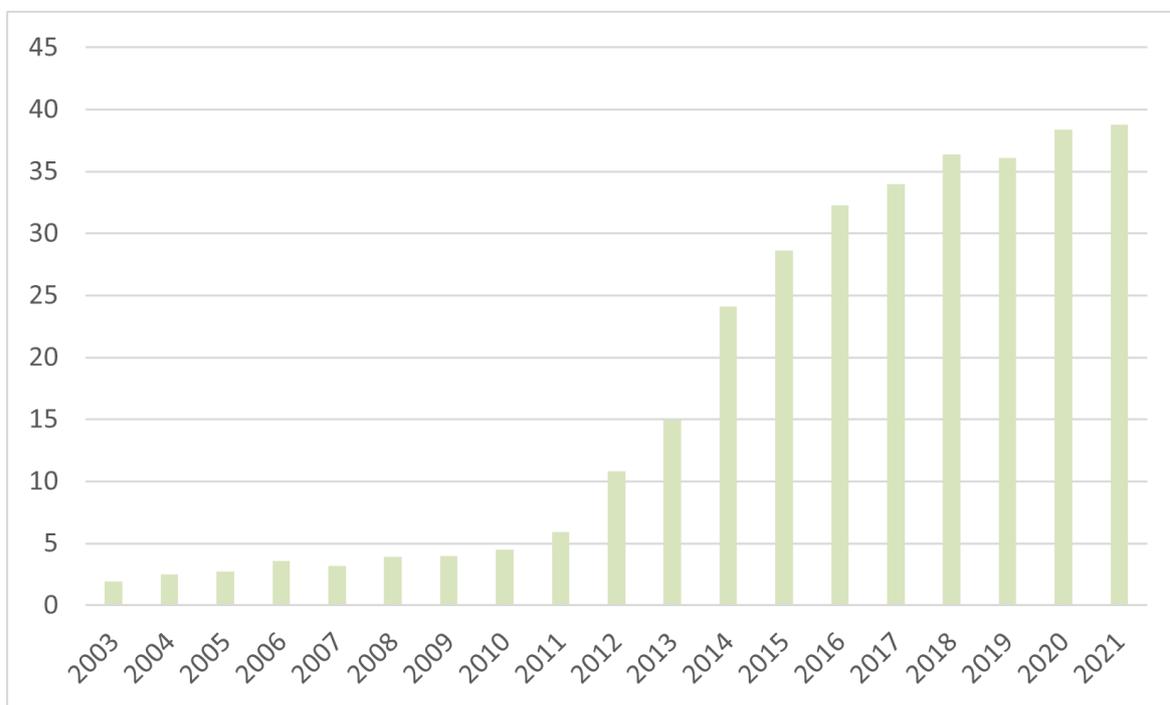


FIG. 2.2 - Andamento % delle donne presenti nei CdA delle società quotate italiane (Ottobre 2003 - Ottobre 2021); fonte: EIGE Gender Statistic Database

La situazione è completamente diversa se si considerano le posizioni per i soli direttori esecutivi: sempre secondo i dati dell'EIGE, c'è una profonda disparità tra le percentuali di donne in posizione esecutive e non esecutive, infatti, nel 2020, la quota di donne tra i direttori esecutivi nelle più grandi società quotate era poco più del 13%, contro il 45% delle direttrici non esecutive.

Un'altra particolarità che caratterizza la situazione italiana è la presenza di numerosi legami familiari delle donne direttrici con le aziende di appartenenza prima dell'attuazione della legge. Con la Golfo-Mosca questo numero è diminuito notevolmente ed è cambiato di conseguenza il background di formazione delle nuove donne dirigenti: tendono ad essere direttori indipendenti e ad avere alte qualifiche accademiche.

2.5. Implicazioni

L'applicazione delle prime attività legislative per la regolamentazione della composizione dei consigli di amministrazione delle società coincide con la diffusione e lo sviluppo di numerose ricerche accademiche circa l'impatto che la maggiore presenza di donne direttrici può avere sulle performance d'impresa e non solo. In questo lavoro di tesi sono analizzati alcuni contributi empirici, ritenuti fondamentali per spiegare l'effetto che le leggi sulle quote hanno avuto sulle società in termini di:

- performance;
- variazione di altre caratteristiche dei consigli, come la struttura anagrafica dei direttori, la formazione accademica e professionale;
- modalità di controllo e monitoraggio, in particolare, nei comitati per la retribuzione.

Un fattore importante da tenere in considerazione nel valutare in modo corretto gli effetti dell'equilibrio di genere all'interno dei CdA è spiegato dalla *critical mass theory*: l'impatto sulle performance delle società, ma anche sulla gestione delle stesse, può dipendere dal raggiungimento o meno di una soglia minima di equilibrio di genere. Questo deriva ancor prima dalla teoria del *tokenism*, secondo la quale le minoranze femminili nei gruppi sono soggette a comportamenti discriminatori e, perciò, se presenti in numero limitato, non sono in grado di influenzare le decisioni di gruppo e quindi le performance dell'impresa.

Il concetto di token è stato utilizzato per la prima volta in riferimento alla figura della donna nel mondo del lavoro da Rosabeth Kanter, nel 1977, nel libro *Men and Women of the Corporation*. Un token è, letteralmente, un simbolo che, in questo caso, rappresenta un gruppo di minoranze. Quando una società nomina nel proprio CdA il numero minimo di donne necessario a soddisfare i vincoli legali delle quote di genere, sta a tutti gli effetti praticando il tokenismo. Il Merriam-Webster Dictionary ha definito il tokenismo come "la pratica di fare qualcosa (come assumere una persona che appartiene a un gruppo di minoranza) solo per prevenire le critiche e dare l'apparenza che le persone siano trattate

in modo equo". Quindi, le donne "token", che lavorano in un ambiente a predominanza maschile, sono "spesso trattati come rappresentazione della loro categoria, come simboli piuttosto che come individui" (Kanter, 1977). Le conseguenze di questa teoria sono rappresentate non solo dalle modalità con cui i token sono trattati dal gruppo dominante, ma anche dai comportamenti delle stesse donne, in risposta ai trattamenti a cui sono riservate: essendo le donne in evidente contrasto con l'ambiente a dominanza maschile, risultano altamente visibili, distinguibili e, di conseguenza, spesso poste sotto scrutinio dai più, determinando una forte pressione che può provocare cattiva gestione o difficoltà ad avanzare in posizioni di maggior livello. Un'altra conseguenza è il "problema dell'assimilazione"⁶: Kanter scopre che, nelle imprese, le donne si adattano all'immagine stereotipata del token creata dal gruppo dominante, per integrarsi nell'ambiente. Anche questo contribuisce alla difficoltà di avanzamento e alla distorsione dei risultati in termini di performance di impresa.

Le conseguenze del tokenismo, insieme alla teoria della massa critica, suggeriscono che nominare una sola donna nei consigli di amministrazione fa pochissima differenza, oltre che creare pressioni, cattive gestioni e distorsioni nei risultati di performance. Adam e Ferreira (2009) ritengono che, l'aggiunta di una donna direttrice può essere considerata come una mossa politica volta a migliorare la reputazione della società, lasciando le nuove direttrici al semplice ruolo di token. Perché l'equilibrio di genere abbia un vero e proprio impatto sulla gestione, sulle prestazioni e su altre caratteristiche delle società, deve essere raggiunta una **massa critica** rappresentante del gruppo minoritario al fine di ottenere comportamenti diversi da parte del gruppo dominante.

2.5.1. Gli effetti sulle performance di impresa

Come affermato nelle sezioni precedenti, le azioni politiche sono state basate sul presupposto che l'equilibrio di genere nella composizione dei CdA possa tradursi in un

⁶ Definizione di Cultural Assimilation: processo mediante il quale un gruppo minoritario si adatta gradualmente agli usi e agli atteggiamenti della cultura e degli usi prevalenti; Wikipedia.

miglioramento della Corporate Governance e dei risultati di impresa. L'analisi delle relazioni tra la presenza di donne nei boards e le performance di impresa è molto rilevante, quindi, anche a livello politico. Tra la vasta letteratura che indaga sugli effetti delle leggi di genere sulle prestazioni delle società, qui sono analizzati e messi in evidenza i risultati dello studio svolto da G.S.F. Bruno, A. Ciaravella e N. Linciano "*Gender Diversity e performance delle società quotate in Italia*". Lo studio ha molteplici obiettivi: in primo luogo analizza l'efficacia della legge Golfo-Mosca in Italia; studia l'effetto dell'equilibrio di genere, migliorato con la legge sopracitata, sui risultati di impresa, rappresentati attraverso diverse variabili di performance, quali il ROE (rendimento sul capitale), il ROA (rendimento sulle attività), il ROIC (rendimento sul capitale investito) e il ROS (rendimento sulle vendite), di alcune società italiane; e, infine, valuta se la legge abbia avuto effetti anche su altre caratteristiche dei consigli di amministrazione, per i quali si rimanda al paragrafo 2.5.2.

Questo studio è adatto allo scopo del presente lavoro per diversi motivi:

- Si riferisce a un periodo di tempo (2008-2016) in cui le società analizzate hanno, auspicabilmente, già applicato le disposizioni legislative più volte. Infatti, la nomina dei CdA soggetta ai vincoli della legge Golfo-Mosca è stata effettuata almeno una volta da più della metà delle società che costituiscono il campione, due volte dal 32% e tre volte da quasi il 5%. In questo modo è possibile analizzare gli effetti di due nomine consecutive, distinguendo un effetto immediato e un effetto *follow-up*.
- Il lungo lasso di tempo considerato permette di strutturare le equazioni per la performance come un modello dinamico di dati panel; quindi, è possibile testare anche piccole variazioni delle prestazioni a seguito dei cambiamenti legislativi. Quando si utilizza un modello statico, come in Ferrari et al. (2016), l'uguaglianza di genere non sembra avere effetti significativi sui risultati (limite che è presente in molti studi sul tema), mentre, incorporando dinamicamente tutti i dati di prestazione precedenti alla legge, risulta che la maggiore rappresentanza

femminile può essere causa di variazioni delle performance. In questo studio, in particolare, si trova come risultato una “forma a U” dell’impatto sulle variabili di performance sopracitate, con un effetto marginale positivo quando la percentuale di donne nei CdA supera il 17%-20% (*critical mass theory*).

Il campione con cui è stato condotto lo studio considera le imprese italiane quotate alla Borsa Italiana e i membri dei rispettivi CdA, nel periodo compreso tra il 2008 e il 2016. Sono stati utilizzati i database di CONSOB. Numericamente il campione è composto da un panel di 22003 direttori di 2219 società. Nella Tabella 2.2 sono elencate le variabili usate nell’analisi econometrica, mentre nella Tabella 2.3 è presente una descrizione del campione e delle statistiche descrittive. Qui si distinguono le variabili finanziarie rappresentative delle prestazioni delle imprese, dalle variabili che descrivono le caratteristiche del board di ogni specifica impresa. Si può notare che, nel periodo considerato, il ROA medio è abbastanza basso (0.4), mentre il ROE e il ROS medi sono negativi (-6.6; -6.3). Il campione si compone di imprese piccole o medie con una capitalizzazione di mercato media circa di 1.674 mln €: la più grande impresa del campione ha una capitalizzazione di circa 71 mln €, mentre la più piccola segna una capitalizzazione di poco più di mezzo milione di euro.

L’analisi valuta se la legge delle quote di genere è stata efficace non solo nell’aumentare il numero di donne nel board, ma anche nel beneficiare i risultati di impresa.

L’equazione di base del modello è:

$$y_{it} = \beta_1 \cdot perc_{wit} + \beta_2 \cdot perc_{wit}^2 + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

(2.1)

con $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$. Si tratta di un modello di regressione quadratico, con β_2 coefficiente non lineare. L’introduzione del termine quadratico della variabile esplicativa determinerà una forma a U o una forma a “gobba” dell’impatto.

Nelle Tabella 2.4, Tabella 2.5, Tabella 2.6, Tabella 2.7 sono illustrati i risultati della stima econometrica.

TABELLA 2.2 - Descrizione delle variabili analizzati

<i>Nome</i>	<i>Descrizione</i>
<i>ROA</i>	Return on assets
<i>ROE</i>	Return on equity
<i>ROS</i>	Return on sales
<i>ROIC</i>	Return on invested capital
<i>Lcapit</i>	Logaritmo naturale della capitalizzazione delle azioni ordinarie
<i>Wedge</i>	Differenza tra diritti di voto e diritti sui flussi di cassa
<i>Percentage Independent</i>	Percentuale di direttori indipendenti nel CdA
<i>Percentage Interlockers</i>	Percentuale di direttori interlocker nel CdA
<i>perc_w_interlockers</i>	Percentuale di direttrici interlocker nel CdA
<i>Percentage women</i>	Percentuale di donne nel CdA

NOTA: fonte Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018.

TABELLA 2.3 - Descrizione del campione (statistiche descrittive)

	<i>Nome</i>	<i>Oss.</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Impresa</i>	<i>ROA</i>	2137	0.4	13.6	-191.0	227.6
	<i>ROS</i>	2158	-6.3	67.8	-935.8	75.2
	<i>ROE</i>	2078	-6.6	62.0	-901.1	564.7
	<i>ROIC</i>	2143	1.0	54.8	-534.1	1614.6
	<i>Capitalizzazione di mercato (mln€)</i>	2218	1.674	5.819	0.6	71.338
	<i>Wedge</i>	2219	3.8	10.8	0.0	66.3
<i>Board</i>	<i>Percentage women</i>	2219	14.8	13.1	0	75
	<i>Percentage Independent</i>	2219	42.9	18	0	100

NOTA: fonte Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018

TABELLA 2.4 - Effetti della legge delle quote sul ROA

Variabili	Regressione statica		Regressione dinamica		
	(1) OLS	(2) 2SLS	(3) AB	(4) AB	(5) AB
<i>Perc_w</i>	-0.0575 (0.0881)	-0.165 (1.238)	-1.006*** (0.382)	-1.098** (0.471)	-0.985** (0.496)
<i>Perc_w</i> ²	0.00345 (0.00232)	-0.00153 (0.0306)	0.0253** (0.00990)	0.0230** (0.0112)	0.0208* (0.0116)
<i>L.roa</i>			0.0966 (0.173)	0.159 (0.138)	0.162 (0.138)
<i>L2.roa</i>			0.0615 (0.0846)	0.0477 (0.0773)	0.0434 (0.0775)
<i>L3.roa</i>			-0.204 (0.154)	-0.130 (0.123)	-0.122 (0.111)
<i>Wedge</i>				0.134 (0.121)	0.135 (0.120)
<i>Age</i>				-0.643** (0.276)	-0.610* (0.350)
<i>Lcapit</i>				3.978** (1.937)	2.973 (4.632)
<i>% Independent</i>				0.0643 (0.0508)	0.0546 (0.0513)
<i>% Interlocker</i>				-0.00493 (0.0403)	0.000856 (0.0365)
<i>Costante</i>	1.699*** (0.626)	3.056 (4.590)			
<i>Osservazioni</i>	2137	2137	939	939	939
<i>N di aziende</i>	312	312	224	224	224
<i>R</i> ²	0.014				
<i>Year dummies</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F-test pvalue per perc_w & perc_w2 = 0</i>	0.320	0.211	0.030**	0.022**	0.089*
<i>F-test perc_w2 primo stage parziale</i>		93.89			
<i>F-test perc_w primo stage parziale</i>		129.3			
<i>Perc_w</i> *= $-\beta_1/2\beta_2$			19.9%***	23.9%***	23.7%***
<i>F-test pvalue per coeff. Dinamici</i>			0.012**	0.001***	0.002***
<i>AR(2) test p-value</i>			0.561	0.479	0.464
<i>Hansen test p-value</i>			0.107	0.461	0.511

NOTA: in parentesi sono inseriti gli standard error robusti; nella colonna (5) la variabile *Lcapit* è considerata come endogena. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018

Per prima cosa è stata stimata l'equazione base del modello (2.1) con il **metodo dei minimi quadrati**, esplicitata nella colonna 1 di ogni tabella. Nella colonna 2, invece, è utilizzato il metodo dei **minimi quadrati a due stadi (2SLS)** che tratta entrambe le variabili *perc_w* e *perc_w*² come

TABELLA 2.5 - Effetti della legge delle quote sul ROE

Variabili	Regressione statica		Regressione dinamica		
	(1) OLS	(2) 2SLS	(3) AB	(4) AB	(5) AB
<i>Perc_w</i>	-1.275* (0.764)	-5.329 (5.738)	-3.873** (1.737)	-5.593** (2.328)	-5.002* (2.880)
<i>Perc_w</i> ²	0.0299** (0.0132)	0.114 (0.135)	0.0935** (0.0423)	0.134** (0.0546)	0.117* (0.0679)
<i>L.roe</i>			-0.291** (0.137)	-0.278* (0.144)	-0.303* (0.162)
<i>L2.roe</i>			-0.190*** (0.0658)	-0.160 (0.121)	-0.169 (0.107)
<i>L3.roe</i>			-0.0593 (0.0944)	-0.0554 (0.0942)	-0.0617 (0.0894)
<i>Wedge</i>				0.937 (1.531)	0.865 (1.560)
<i>Age</i>				-0.408 (1.426)	-0.716 (1.615)
<i>Lcapit</i>				15.13* (8.129)	-1.433 (52.50)
<i>% Independent</i>				0.0641 (0.269)	0.129 (0.305)
<i>% Interlocker</i>				-0.166 (0.269)	-0.150 (0.201)
<i>Costante</i>	4.768 (3.709)	21.53 (23.20)			
<i>Osservazioni</i>	2078	2078	917	917	917
<i>N di aziende</i>	309	309	215	215	215
<i>R²</i>	0.013				
<i>Year dummies</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F-test pvalue per perc_w & perc_w2 = 0</i>	0.0567	0.400	0.083*	0.050*	0.221
<i>F-test perc_w2 primo stage parziale</i>		139.1			
<i>F-test perc_w primo stage parziale</i>		113.6			
<i>Perc_w</i> *= $-\beta_1/2\beta_2$			20.7%***	20.9%***	21.4%***
<i>F-test pvalue per coeff. Dinamici</i>			0.002***	0.263	0.222
<i>AR(2) test p-value</i>			0.497	0.634	0.583
<i>Hansen test p-value</i>			0.820	0.865	0.873

NOTA: in parentesi sono inseriti gli standard error robusti; nella colonna (5) la variabile *Lcapit* è considerata come endogena. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018.

variabili *endogene*. Questo metodo è uno dei più utilizzati poiché, sotto particolari condizioni (come può essere l'*omoschedasticità*), corrisponde al metodo più efficiente nell'ambito dei metodi di stima con variabili strumentali. In presenza di endogeneità, infatti, il metodo dei minimi

TABELLA 2.6 - Effetti della legge delle quote sul ROS

Variabili	Regressione statica		Regressione dinamica		
	(1) OLS	(2) 2SLS	(3) AB	(4) AB	(5) AB
<i>Perc_w</i>	-0.852* (0.514)	-4.119 (2.644)	-11.27*** (4.151)	-14.23*** (5.089)	-16.90*** (5.423)
<i>Perc_w</i> ²	0.0142 (0.0114)	0.0986 (0.0662)	0.302*** (0.110)	0.344*** (0.122)	0.415*** (0.135)
<i>L.ros</i>			0.243 (0.189)	0.266 (0.194)	0.219 (0.186)
<i>L2.ros</i>			0.208* (0.0829)	0.194* (0.103)	0.202* (0.122)
<i>L3.ros</i>			0.0590 (0.104)	0.0759 (0.104)	0.144 (0.104)
<i>Wedge</i>				-0.511 (0.566)	-0.389 (0.988)
<i>Age</i>				-3.666 (3.779)	-1.630 (2.923)
<i>Lcapit</i>				19.52*** (7.484)	140.4** (65.29)
<i>% Independent</i>				1.022* (0.539)	0.850** (0.411)
<i>% Interlocker</i>				0.0437 (0.266)	0.0171 (0.315)
<i>Costante</i>	-0.205 (2.865)	11.11 (0.389)			
<i>Osservazioni</i>	2158	2158	1010	1010	1010
<i>N di aziende</i>	311	311	226	226	226
<i>R</i> ²	0.006				
<i>Year dummies</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F-test pvalue per perc_w & perc_w2 = 0</i>	0.201	0.283	0.023**	0.018**	0.008***
<i>F-test perc_w2 primo stage parziale</i>		137.3			
<i>F-test perc_w primo stage parziale</i>		99.71			
<i>Perc_w</i> * = $-\beta_1/2\beta_2$			18.7%***	20.7%***	20.3%***
<i>F-test pvalue per coeff. Dinamici</i>			0.000***	0.000***	0.000***
<i>AR(2) test p-value</i>			0.480	0.278	0.441
<i>Hansen test p-value</i>			0.112	0.041**	0.633

NOTA: in parentesi sono inseriti gli standard error robusti; nella colonna (5) la variabile *Lcapit* è considerata come endogena. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. **Fonte:** Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018.

quadrati (OLS) produce stimatori inconsistenti. Nelle colonne 3-5 è stata condotta una stima con regressione dinamica. Questo consente di spiegare le prestazioni attuali delle imprese con i dati di performance passati, in particolare con i primi tre *ritardi* della variabile *y*, inclusi come

TABELLA 2.7 - Effetto delle leggi sulle quote sul ROIC

Variabili	Regressione statica		Regressione dinamica		
	(1) OLS	(2) 2SLS	(3) AB	(4) AB	(5) AB
<i>Perc_w</i>	-0.0987 (0.501)	-1.354 (2.237)	-1.497 (0.834)	-1.593** (0.750)	-1.723** (0.818)
<i>Perc_w</i> ²	0.0224 (0.0171)	0.0366 (0.0572)	0.0361* (0.0209)	0.0378** (0.0170)	0.0420 (0.0194)
<i>L.roic</i>			0.477*** (0.133)	0.473*** (0.137)	0.476*** (0.145)
<i>L2.roic</i>			0.0114 (0.0814)	0.0135 (0.0845)	-0.00203 (0.0882)
<i>L3.roic</i>			-0.171*** (0.0473)	-0.172*** (0.0499)	-0.162*** (0.0523)
<i>Wedge</i>				0.195 (0.128)	0.223 (0.169)
<i>Age</i>				-0.244 (0.594)	0.0444 (0.869)
<i>Lcapit</i>				3.333 (2.061)	15.63 (18.60)
<i>% Independent</i>				0.0620 (0.0779)	0.0576 (0.0877)
<i>% Interlocker</i>				0.0492 (0.0667)	0.0652 (0.0788)
<i>Costante</i>	3.901 (3.532)	10.54 (8.499)			
<i>Osservazioni</i>	2134	2134	938	938	938
<i>N di aziende</i>	309	309	223	223	223
<i>R</i> ²	0.021				
<i>Year dummies</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F-test pvalue per perc_w & perc_w2 = 0</i>	0.129	0.814	0.181	0.084*	0.097*
<i>F-test perc_w2 primo stage parziale</i>		137			
<i>F-test perc_w primo stage parziale</i>		106.2			
<i>Perc_w*</i> = $-\beta_1/2\beta_2$			20.7%***	21.1%***	20.5%***
<i>F-test pvalue per coeff. Dinamici</i>			0.000***	0.000***	0.000***
<i>AR(2) test p-value</i>			0.823	0.828	0.783
<i>Hansen test p-value</i>			0.408	0.405	0.481

NOTA: in parentesi sono inseriti gli standard error robusti; nella colonna (5) la variabile *Lcapit* è considerata come endogena. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Bruno, Ciavarella, & Linciano, 2018.

regressori. Infatti, dato che il calendario delle nomine dei CdA è già predeterminato e anche specifico, sono stati utilizzati tre indicatori elettorali come strumenti esterni alla stima:

$d_{pre} = I(\text{board election before 2012})$; $d_{2012} = I(\text{board election in 2012})$; $d_{post} = I(\text{board election after 2012})$. L'equazione per il modello di regressione dinamica è la seguente:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^3 \gamma_j y_{i,t-j} + \beta_1 \cdot perc_{wit} + \beta_2 \cdot perc_{wit}^2 + \alpha_i + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

Nella colonna 4 di ogni tabella, l'equazione (2.2) è estesa includendo una serie di controlli aggiuntivi per rilevare l'eterogeneità idiosincratca tra le aziende, come il logaritmo della capitalizzazione di mercato, il cuneo fiscale, l'età media degli amministratori, la percentuale di direttori *interlockers* e la percentuale di amministratori indipendenti. Per la stima dei modelli dinamici è stato implementato il **metodo dei momenti generalizzato (GMM) di differenza prima Arellano – Bond (AB)**, con il set di strumenti comprendente d_{pre} , d_{2012} , d_{post} : questo modello prevede l'utilizzo del primo ritardo come variabile extra, endogena, per eliminare l'effetto individuale delle singole imprese.

Guardando ai risultati presenti nelle Tabella 2.4, Tabella 2.5, Tabella 2.6, Tabella 2.7, specifici delle variabili di performance rispettivamente ROA, ROE, ROS e ROIC, è possibile notare che, per quanto riguarda le regressioni statiche (colonne 1 e 2), le variabili esplicative $perc_w$ e $perc_w^2$ sono **entrambe statisticamente significative** (con un livello di significatività del 10%) solo nel metodo dei minimi quadrati (OLS) per il ROE, mentre non lo sono nei restanti casi: la percentuale di donne nei CdA, quindi, non esercita un impatto significativo sui risultati di impresa, in qualsiasi modo questo sia valutato.

I risultati dell'analisi cambiano radicalmente se si studiano le regressioni dinamiche (colonne 3, 4, e 5): in questo caso, infatti, sono superati i limiti dei modelli statici, ovvero non poter tenere in considerazione gli effetti che le variazioni di performance passati possono avere sul risultato attuale. Dalle colonne 3 e 4 di ogni tabella si nota come tutte le specifiche della variabile dipendente che considerano il ROA, il ROE, il ROS e il ROIC subiscono sempre un impatto significativo dalla variazione della percentuale di donne

nei CdA. In particolare, riprendendo i concetti della teoria della massa critica, illustrati nel paragrafo 2.5, risulta esserci una soglia del 20% di donne direttrici, oltre la quale le performance delle imprese variano significativamente e positivamente, sottolineando che una percentuale di donne inferiore a tale soglia sarebbe soggetta a comportamenti discriminatori e, quindi, non in grado di influenzare le scelte del CdA.

2.5.2. Gli effetti sulla composizione e altre caratteristiche del CdA

Nel 2016, G. Ferrari, V. Ferraro, P. Profeta e C. Pronzato, in uno studio condotto per analizzare gli effetti post-riforma (*Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance and the Stock Market*) valutano come e quanto la legge Golfo-Mosca abbia influito sulla composizione dei boards delle imprese italiane, non solo rispetto al genere ma anche rispetto ad altre caratteristiche, come l'età dei direttori, la formazione, la presenza di presidenti del consiglio donne o la presenza di CEO donne.

La costruzione del modello prende forma a partire dalla suddivisione delle società che costituiscono il campione in due diversi gruppi in base alla data della prima elezione dei consigli di amministrazione, legata all'assunzione del rinnovo ogni tre anni. I gruppi sono così costituiti:

- Gruppo 1: società in cui le elezioni amministrative si sono svolte nel 2007, 2010, 2013;
- Gruppo 2: società in cui le elezioni amministrative si sono svolte nel 2008, 2011, 2014;

Il modello costruito è del tipo *difference-in-difference*: metodologia utilizzata per studiare l'effetto della riforma su uno o due gruppi di soggetti, relativamente a un ulteriore gruppo non esposto alla riforma, definito "gruppo di controllo". In questo caso, per i gruppi 1 e 2, le prime due elezioni (2007 e 2010 per il gruppo 1 e 2008 e 2011 per il gruppo 2) non sono state esposte alla riforma e saranno definite il **gruppo di controllo**, mentre il terzo anno si riferisce al post-riforma e sarà considerato il **gruppo di "trattamento"**. È possibile, quindi, valutare l'impatto della riforma sulla composizione dei CdA

confrontando i periodi 2007-2010 e 2010-2013 per il primo gruppo e i periodi 2008-2011 e 2011-2015 per il secondo gruppo.

Data questa suddivisione, si stima l'effetto istantaneo della riforma (quindi sulla prima elezione post-riforma) β , sulla caratteristica del CdA I , come la differenza tra le differenze medie:

$$\beta = (\bar{I}_{t+3} - \bar{I}_t) - (\bar{I}_t - \bar{I}_{t-3}) \quad (2.3)$$

Dove \bar{I} è la media dei valori che definiscono una caratteristica e t è l'anno preso in considerazione. L'assunzione alla base di questo modello è che, se la riforma non fosse stata attuata, $(\bar{y}_{t+3} - \bar{y}_t)$ sarebbe stato uguale a $(\bar{y}_t - \bar{y}_{t-3})$.

L'equazione di regressione del modello è definita:

$$I_{ijt} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{second}_{ji} + \beta \text{second}_{jt} * \text{reform}_j + \varepsilon_{ijt} \quad (2.4)$$

Dove I_{ijt} indica la caratteristica del board dell'impresa i nel periodo j e nell'anno t :

- $j = 0, 1$. $j = 1$ se il periodo è 2010-2013, $j = 0$ se il periodo è 2007-2010
- $t = 0, 1$.
 - Per $j = 1$: $t = 1$ se è l'anno 2013, $t = 0$ se è l'anno 2010
 - Per $j = 0$: $t = 1$ se è l'anno 2010, $t = 0$ se è l'anno 2007

Second è una variabile dummy uguale a 1 se l'anno è il 2013 per il periodo 2010-2013 ($j=1$), o è l'anno 2010 per il periodo 2007-2010 ($j=0$), mentre è 0 altrimenti. **Reform** è una variabile dummy uguale a 1 se il periodo considerato è il 2010-2013, 0 altrimenti.

Nella Tabella 2.8 sono presentati i risultati dell'analisi: nella colonna 1 sono esplicitati i risultati della regressione per le società appartenenti al Gruppo 1; nella colonna 2 i risultati della regressione per le società appartenenti al Gruppo 2; infine, nella colonna 3, i risultati della regressione condotta su tutte le società nell'intero periodo 2007-2014.

TABELLA 2.8 - Effetto della legge sulle quote sulle caratteristiche dei Consigli di Amministrazione.

		Gruppo 1	Gruppo 2	Tutte le società
<i>Emancipazione Femminile</i>				
<i>Quota di donne nel board</i>		17.997*** (1.286)	15.896*** (1.516)	16.991*** (0.988)
<i>Presidente Donna</i>		0.151*** (0.018)	0.242*** (0.042)	0.142*** (0.022)
<i>CEO Donna</i>		0.018 (0.031)	0.132*** (0.043)	0.074*** (0.027)
<i>Formazione</i>				
<i>% con laurea</i>	Tutti	2.928 (1.948)	4.239** (1.716)	3.556*** (1.304)
	Donne	40.135*** (4.516)	39.652*** (4.838)	39.903*** (3.297)
	Uomini	3.136 (1.977)	1.209 (1.864)	2.213 (1.363)
<i>% con PhD, MBA</i>	Tutti	1.400 (0.896)	7.149*** (1.235)	4.154*** (9.767)
	Donne	5.404*** (1.600)	12.692*** (2.757)	8.895*** (1.577)
	Uomini	1.333 (1.095)	3.684*** (0.919)	2.459*** (0.721)
<i>Age</i>				
<i>% con più di 60 anni</i>	Tutti	-7.944*** (2.390)	-2.686 (2.646)	-5.426*** (1.778)
	Donne	-45.455*** (4.433)	3.427 (2.883)	-0.882 (1.939)
	Uomini	-1.458 (2.616)	3.427 (2.883)	-0.882 (1.939)
<i>% con più di 70 anni</i>	Tutti	-4.817** (2.141)	-0.495 (2.207)	-2.747* (1.537)
	Donne	-49.040*** (4.588)	-36.044*** (4.922)	-42.816*** (3.363)
	Uomini	-3.052* (2.330)	2.260 (2.445)	-0.507 (1.688)
<i>Legami familiari</i>				
<i>% di legami familiari presenti nel CdA</i>	Tutti	-0.001 (0.957)	0.223 (0.654)	0.106 (0.582)
	Donne	0.000 (1.741)	-2.015 (1.763)	-0.965 (1.238)
	Uomini	0.873 (1.095)	0.763 (0.532)	0.821 (0.624)

NOTA: La tabella riporta i coefficienti stimati con il modello di regressione spiegato dall'equazione (2.4). La colonna 1 mostra i risultati per i CdA le cui elezioni amministrative si sono svolte negli anni 2007-2010-2013, nella colonna due invece per i CdA le cui elezioni amministrative si sono svolte negli anni 2008-2011-2014 e nella colonna 3 i risultati per tutti i CdA. In parentesi sono riportati gli standard error. significatività per *p>0.1; **p>0.05; ***p>0.01); **Fonte:** Ferrari, Ferraro, Profeta, & Pronzato, 2016.

Le caratteristiche *I* analizzate in questa sede sono: la % di donne nel board; la presenza o meno di un presidente o di un CEO donna; la quota di membri con una laurea o un diploma post-laurea, come PhD o MBA (in questo caso, come nei successivi, si distingue tra tutti i membri, i soli membri uomini e le sole donne); la quota di membri con più di 60 o 70 anni e la quota di membri con un legame familiare con i proprietari delle società.

Dall'output riportato in tabella, è possibile notare il primo importante effetto che la riforma ha provocato: in tutte le colonne c'è un significativo aumento della percentuale di donne come membri dei CdA che va oltre il target iniziale del 20% imposto dalla norma. Inoltre, aumenta significativamente anche il numero di società con un presidente o un CEO donna, in particolare per il Gruppo 2 (Colonna 2). Ciò suggerisce che la riforma, oltre a raggiungere gli obiettivi principali prefissati, ha provocato un aumento dell'emancipazione femminile all'interno delle società italiane.

Per quanto riguarda la sezione della formazione, è interessante notare che la legge Golfo-Mosca ha avuto un effetto positivo e statisticamente significativo anche sulla percentuale di membri con titoli di studio di livello più alto (Laurea o post-graduate). L'aumento risulta maggiore per il Gruppo 2, ricordando che le società appartenenti a questo gruppo abbiano avuto più tempo per adattare il CdA alla riforma. Inoltre, tale reazione positiva non è da attribuire alle sole donne, ma, analizzando i dati sulla formazione universitaria, troviamo anche una quota maggiore di membri di genere maschile con un'istruzione più alta (PhD o MBA) rispetto a prima della attuazione della legge.

La terza sezione della tabella si riferisce all'età dei membri dei CdA. L'entrata in vigore della legge delle quote di genere presumeva una diminuzione dell'età media dei membri del board, data l'assunzione di nuove giovani donne nei consigli. I risultati di Ferrari et. al confermano tale effetto individuando una diminuzione statisticamente significativa del numero dei membri con età superiore a 60 e, in particolar modo, a 70 anni, soprattutto se prese in considerazione le sole donne. Questo effetto non deve essere ritenuto scontato in quanto, in Italia, prima della legge del 2011, i membri con più di 70 anni erano

il 15% del totale e l'età media nel periodo subito antecedente alla riforma (2009-2011) era di 55 anni.

Analizzare, infine, il numero dei rapporti familiari tra i membri del consiglio e i proprietari delle società è importante perché l'introduzione della legge delle quote avrebbe potuto aumentare il rischio di assumere figure femminili legate alla famiglia ma meno competenti, in modo tale da raggiungere i target imposti dalla legge. I risultati nella quarta sezione della Tabella 2.8, dimostrano come non ci siano state variazioni statisticamente significative sotto questo aspetto, diminuendo il rischio di aumento delle connessioni familiari.

2.5.3. Gli effetti sugli organi di vigilanza – Comitato per la Retribuzione

Fin ora è stato evidenziato come il contributo delle donne nei consigli di amministrazione, quindi nella gestione delle imprese, può essere utile alle organizzazioni in diversi modi. In questo paragrafo l'attenzione sarà concentrata sugli effetti che un maggior numero di donne può avere nei **consigli di vigilanza** e, in particolare, nello stabilire le politiche di remunerazione dei manager esecutivi.

Il consiglio di amministrazione è stato costituito come organo di controllo governativo, con gli obiettivi di monitorare le attività di gestione delle organizzazioni in modo da mitigare i costi di agenzia causati dalla separazione di proprietà e controllo e, soprattutto, in modo da definire le strategie e gli obiettivi a lungo termine che l'impresa dovrebbe avere. Nei modelli dualistici della *corporate governance*, accanto al CdA, è presente un **organo di vigilanza** (o, in Italia, *collegio sindacale*) incaricato di controllare il rispetto dei principi di corretta amministrazione, l'adeguatezza dell'assetto organizzativo adottato dalla società nonché il suo concreto funzionamento. Inoltre, i compiti dell'organo di vigilanza comprendono il monitoraggio e la valutazione dei CEO, il design e l'implementazione delle politiche di assunzione e licenziamento dei top managers e, in particolare, delle politiche di remunerazione degli stessi (Hillman & Dalziel, 2003).

Ci sono prospettive differenti sulla definizione della remunerazione esecutiva. La prima deriva dalla **teoria principale-agente**, secondo la quale i pacchetti retributivi dei manager devono allineare gli interessi dei direttori delle imprese e dei loro shareholders. In questo caso, la remunerazione deve essere progettata in modo da incentivare gli agenti (manager) alla buona disciplina, garantendo che i benefici marginali derivanti da comportamenti opportunistici siano inferiori al costo opportunità associato al comportamento corretto. Questa prospettiva assume **normali condizioni di mercato** (*arm's length bargaining*) tra amministratori e top managers nella definizione dei compensi, che quindi agiscono in modo indipendente e sono posti su un piano di parità. Tuttavia, non è certo o prevedibile che tale condizione sia rispettata, in quanto non è possibile assumere a priori che gli amministratori o i manager agiscano per massimizzare il valore per gli azionisti.

Da questo limite si sviluppa una seconda prospettiva, opposta, definita dalla **teoria del potere manageriale**: in questo caso, la retribuzione esecutiva è vista sia come un potenziale strumento per affrontare il problema di agenzia, sia come una parte del problema stesso (Bebchuk and Fried, 2003). Infatti, diversi ricercatori hanno riconosciuto come alcune caratteristiche dei pacchetti retributivi sembrano favorire il *rent seeking*⁷ da parte dei manager piuttosto che l'utilizzo di incentivi efficienti, in linea con gli interessi degli shareholders e gli obiettivi dell'azienda. L'approccio del potere manageriale sostiene, quindi, che la progettazione delle politiche retributive per i manager esecutivi può essere fonte di conflitti data dal potere di questi di dirigere il compenso in base ai bisogni individuali.

Per questo, le autorità di autoregolamentazione e i codici di Corporate Governance propongono che il consiglio di amministrazione sia costituito anche da **amministratori**

⁷ Il termine *rent seeking* è utilizzato per indicare il fenomeno che si verifica quando un individuo, un'organizzazione o un'impresa cerca di ottenere un guadagno mediante l'acquisizione di una rendita economica attraverso la manipolazione o lo sfruttamento dell'ambiente economico, piuttosto che mediante la conclusione di transazioni economiche e la produzione di valore aggiunto.

indipendenti, che istituiscano un comitato per le nomine e le retribuzioni (NRC), in modo da valutare e controllare in maniera indipendente l'operato dei dirigenti esecutivi e progettare sistemi di retribuzione e di incentivi che siano allineati agli interessi degli azionisti e degli altri dipendenti, ai risultati dell'impresa, alla strategia a lungo termine e agli impegni in materia di responsabilità sociale e societaria. Come affermato nei precedenti paragrafi, accanto alla progettazione di un adeguato sistema di incentivi, i codici di governo societario raccomandano di garantire che la struttura dei consigli di amministrazione sia diversificata ed equilibrata in termini di genere, etnia ed esperienza.

Dal punto di vista della teoria del principale-agente, diversi ricercatori hanno dimostrato che un consiglio di amministrazione con una composizione di genere equilibrata è ottimale, dal momento che produce risultati di controllo e monitoraggio dei manager e della gestione di impresa maggiori rispetto ai consigli a maggioranza maschile. Per esempio, Adams e Ferreira (2009) analizzano la partecipazione nei comitati di sorveglianza perché molti dei compiti fondamentali di ogni organizzazione, come la revisione dei conti, la gestione della governance, la nomina e la remunerazione dei dirigenti vengono svolti da questi. Questi comitati sono di estrema importanza per le società e un membro del consiglio svolge un ruolo più influente se ne fa parte. Un consiglio che punta alla diversità nella composizione dei comitati avrà molto probabilmente risultati di performance differenti.

La ricerca di Adam e Ferreira (2009) esamina se le assegnazioni dei membri del board ai comitati di sorveglianza sia influenzata o meno dal genere, per 1938 società nel periodo 1996-2003. Da notare che si tratta di un periodo antecedente all'applicazione delle norme per la regolamentazione della composizione dei consigli di amministrazioni.

Per gli scopi del presente lavoro, è interessante analizzare i risultati ottenuti dalla ricerca rispetto ai comitati di nomina e remunerazione: il primo influisce sulla dimensione e composizione del consiglio di amministrazione; il secondo approva e gestisce i compensi dei dipendenti, fissando un determinato livello retributivo, e monitora le proposte di gestione relative agli incentivi dei managers.

TABELLA 2.9 - L'assegnazione delle donne ai comitati di sorveglianza (***) $p > 0.01$; ** $p > 0.05$; * $p > 0.1$)

	Membro di comitati (1)	Membro del comitato di remunerazione (2)	Membro del comitato di nomina (3)
<i>Female Dummy</i>	0.035*** (7.34)	-0.033*** (4.79)	0.020*** (2.72)
<i>Dimensione board</i>	-0.019*** (12.39)	-0.020*** (9.83)	-0.015*** (6.25)
<i>Frazione di amm. indipendenti</i>	0.025 (1.11)	-0.032 (1.09)	0.002 (0.06)
<i>Età</i>	0.005*** (17.06)	0.005*** (13.27)	0.004*** (10.21)
<i>N. oss.</i>	54458	54099	41508
R^2	0.15	0.09	0.12

NOTA: Il campione è costituito da un pannello non bilanciato di dati sui direttori di 1.939 aziende per il periodo 1998-2003, che erano entrambi nei dati dei direttori dell'Investor Responsibility Research Center (IRRC) e di ExecuComp. La variabile dipendente nella colonna 1 è una variabile dummy che indica se un amministratore è membro di uno dei comitati. Nelle colonne 2 e 3 la variabile indipendente è una variabile dummy che indica se un amministratore è membro rispettivamente del comitato di remunerazione o di nomina. Tutte le colonne mostrano i risultati di modelli di probabilità lineari (ols). In parentesi sono inseriti gli errori standard, corretti per l'eventuale eteroschedasticità. Significatività: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$. **Fonte:** Adams & Ferreira, 2009.

Nella Tabella 2.9 sono esplicitati i risultati delle stime dei parametri attraverso il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS), dove la variabile dipendente è una variabile binaria, uguale a 1 se un amministratore fa parte di uno dei comitati, 0 altrimenti. I dati in colonna 1 indicano se un dato amministratore è assegnato o meno ad almeno uno dei comitati: risulta che la probabilità che una donna sia assegnata ad uno dei comitati sopradescritti è 3.5 punti percentuali più grande rispetto agli uomini. La colonna 2, invece, suggerisce una relazione negativa, statisticamente significativa, per la presenza di donne nei comitati di remunerazione: le donne sono 3.3 punti percentuali meno probabili di sedere in questi comitati. Nella colonna 3, infine, si ha nuovamente una relazione positiva statisticamente significativa per la presenza di donne nei comitati di nomina (presenza più probabile di 2 punti percentuali, rispetto agli uomini). Dai risultati delle analisi di Adam e Ferreira (2009), quindi, si evince che le donne sono presenti in numero maggiore nei comitati di sorveglianza, piuttosto che nella totalità dei membri del board. I consigli di remunerazione rappresentano l'eccezione, essendo l'unica variabile con una relazione

negativa: secondo questa analisi, le donne nei CdA non hanno alte probabilità di avere influenza sulle politiche di remunerazione dei CEO o dei top manager esecutivi dell'impresa, rispetto agli uomini, quindi, la diversità di genere non dovrebbe essere un'importante determinante della paga dei CEO.

A supporto di quest'ultimo studio, anche una ricerca di Bugeja et al. (2016), basata su osservazioni appartenenti al periodo 2002-2009, mostra una relazione negativa tra i livelli di retribuzione dei CEO e la diversità di genere nei comitati di remunerazione, ma non con la diversità di genere nell'intero consiglio di amministrazione.

E ancora, lo studio di Borrenbergs et al. (2017) indaga sul rapporto tra la presenza femminile nei consigli per la remunerazione e il peso relativo delle prestazioni dell'impresa rispetto alla paga dei manager esecutivi. I risultati costituiscono una forte evidenza empirica dell'associazione tra la diversità di genere nei boards e livelli più bassi di incentivi nella progettazione dei sistemi di compensazione.

Un altro studio interessante, condotto da García-Izquierdo et al. (2018), su un panel di dati raccolti in società quotate spagnole, indaga il ruolo che le amministratrici donne possono avere nella progettazione dei sistemi di incentivi e nei comitati di sorveglianza in generale. In particolare, analizzano questa relazione utilizzando come variabile dipendente la percentuale di dissenso ai voti *say on pay*⁸, stimando la variazione in base alla composizione del CdA.

L'assunzione principale alla base di questo lavoro è la maggiore performance delle donne nelle attività di monitoraggio e controllo, provata dalla vasta letteratura sul tema, quindi gli autori ipotizzano che la presenza delle donne sia positivamente associata con la definizione ottimale dei sistemi salariali e che le donne nei consigli di sorveglianza abbiano un'influenza importante come gruppo minoritario sul resto degli amministratori

⁸ "Say on pay": meccanismo di voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori ovvero sulle retribuzioni ad essi effettivamente corrisposte.

uomini, definiti come gruppo maggioritario, spingendoli a prediligere trasparenza e efficienza nella definizione dei sistemi di retribuzione dei CEO.

Le variabili dipendenti dello studio sono:

- la paga dei CEO;
- i risultati delle votazioni annuali degli azionisti sui sistemi di remunerazioni progettati dai CdA (say on pay).

Le variabili indipendenti, invece, sono rappresentate dalla presenza di donne amministratrici nei consigli di amministrazione e nei consigli di sorveglianza, in particolare nei comitati di nomina e remunerazione. Le variabili utilizzate come proxy dell'influenza delle donne sono: il numero di amministratrici donne rispettivamente proporzionato al numero totale di membri del CdA, del comitato di revisione dei conti o dei comitati di nomina e remunerazione; un set di variabili binarie che assumono il valore 1 se una dirigente donna fa parte dei consigli sopracitati; altre variabili per indagare il livello di indipendenza del board e le possibili differenze che ci possono essere nelle conseguenze delle azioni di direttrici indipendenti, esecutive o proprietarie. In particolare, è utilizzata la proporzione di amministratrici indipendenti o esecutivi scalate sul totale dei membri del board e la proporzione di amministratori indipendenti sul totale dei membri del CdA. Le ipotesi testate sono relative al tasso di crescita annuale della paga dei CEO e al numero di voti dissenzienti alla say on pay.

L'equazione di regressione è la seguente:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta' M_{i,t} + \delta' X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2.5)$$

Dove la variabile dipendente y , indicizza il tasso di crescita dell'impresa i , nell'anno t . M è un vettore di variabili di interesse potenzialmente influenti sulla determinazione della remunerazione dei CEO, mentre X è un vettore di variabili di controllo che include la dimensione dell'impresa, nel board, l'indipendenza dei consigli, la profittabilità dell'impresa etc.

TABELLA 2.10 - Statistiche descrittive

<i>Variabili</i>	N.di oss	Media	Dev. Std.	Min	Max
<i>Paga annuale CEO</i>	243	1,487,769	29,336.24	31	241,919
<i>Crescita relativa annuale della paga</i>	243	0.067	0.9376	-0.966	6.2711
<i>Quota di dissenso ai voti say on pay</i>	329	0.028	0.0758	0	0.933
<i>Quota di amministratrici donne nel board</i>	243	0.115	0.1036	0	0.5
<i>Quota di amm. donne nei comitati di revisione dei conti</i>	236	0.132	0.1730	0	0.6666
<i>Quota di amm. donne nei comitati di remunerazione</i>	213	0.112	0.1720	0	0.8
<i>Quota di amministratrici donne proprietarie</i>	243	0.05	0.0775	0	0.3846
<i>Quota di amministratrici donne esecutive</i>	243	0.007	0.0310	0	0.2222
<i>Quota di amministratrici donne indipendenti</i>	243	0.058	0.0797	0	0.5
<i>Presenza di amm donne</i>	243	0.712	0.4537	0	1
<i>Presenza di amm donne, proprietarie</i>	243	0.387	0.4880	0	1
<i>Presenza di amm donne, esecutive</i>	243	0.058	0.2334	0	1
<i>Presenza di amm donne, indipendenti</i>	243	0.399	0.4907	0	1
<i>Quota di equity e option-based della paga dei CEO</i>	243	0.103	0.3648	0	2.7663
<i>Quota di amministratori indipendenti nel CdA</i>	243	0.335	0.1747	0	0.8888
<i>Dimensione CdA</i>	243	11.49	4.717	1	36
<i>Dimensione comitato di remunerazione</i>	213	4.333	1.7174	1	12
<i>Dimensione comitato di revisione dei conti</i>	243	4.097	1.5419	1	12

NOTA: fonte García-Izquierdo, Fernández-Méndez, & Arrondo-García, 2018.

Nella Tabella 2.10 sono rappresentate tutte le statistiche descrittive dello studio. Si nota che la media della paga annuale dei CEO è 1.487.769 € con un tasso di crescita medio del 6,7% nel periodo considerato (2012-2015). In media, i voti in opposizione al say on pay sono del 2,8%. La percentuale di amministratrici donne è, in media, dell'11,5% per il CdA, dell'11,2% per il comitato di remunerazione e dell'13,2% per il comitato di revisione dei conti. L'11% di donne amministratrici nei consigli di amministrazione è, a sua volta, composto dal 4,9% di amministratrici proprietarie, 5,3% di amministratrici indipendenti e 0,7% di amministratrici esecutive: quest'ultimo dato testimonia la presenza del "glass ceiling", ovvero la difficoltà per le donne di raggiungere posizioni di alto livello e con alte

TABELLA 2.11 - All-male vs. Gender-diverse boards

	2012		2013		2014		2015	
	N. Imprese	%						
<i>All-male</i>	64	40.76%	66	43.14%	47	31.97%	34	24.46%
<i>Gender-diverse</i>	93	59.24%	87	56.86%	100	68.03%	105	75.54%
<i>Totale</i>	157	100%	153	100%	147	100%	139	100%

NOTA: fonte García-Izquierdo, Fernández-Méndez, & Arrondo-García, 2018.

responsabilità nel management delle imprese, di cui sarà discusso nel Capitolo 4.

Nella Tabella 2.11, invece, è illustrato l'andamento della presenza di almeno una donna nel board (*gender-diverse boards*), rispetto ai consigli di amministrazione di soli uomini, nel periodo preso in esame per lo studio, 2012-2015. Quanto illustrato è fondamentale poiché mette in luce come la progressiva implementazione della legge sulle quote spagnola, la **Spanish Organic Law 3/2007**, abbia avuto effetti concreti sul maggiore equilibrio di genere dei consigli di amministrazione, come già ampiamente discusso nei paragrafi precedenti. Risulta, infatti, che i CdA *gender-diverse*, ovvero con **almeno una** amministratrice donna, siano aumentati dal 59,24% nel 2012, al 75.54% nel 2015.

Nelle Tabelle 2.12 e 2.13, sono illustrati i risultati dei modelli di regressioni, ottenuti con il metodo OLS (minimi quadrati ordinari). I tre modelli presentati sono relativi, rispettivamente, alla quota femminile nei CdA, alla quota femminile nei comitati di revisione dei conti e alla quota femminile nei comitati di nomina e remunerazione. I risultati della Tabella 2.12 mostrano come la relazione tra la quota di donne presenti nei *comitati di remunerazione* e il tasso di crescita della paga dei CEO sia negativa e **statisticamente significativa**, mentre non accade lo stesso per il comitato di revisione dei conti e l'intero consiglio di amministrazione. In particolare, i ricercatori registrano che la variazione in aumento della percentuale di donne è legata a una riduzione del 13% del tasso di crescita della remunerazione del CEO. Ciò implica che la maggiore presenza

TABELLA 2.12 - Risultati di regressione: variazione della paga dei CEO al variare della quota femminile.

<i>Variabili</i>	<i>Aumento relativo annuale della paga dei CEO</i>					
	<i>Modello 1</i>		<i>Modello 2</i>		<i>Modello 3</i>	
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
<i>Quota amm. donne nei CdA</i>	-0.271	-0.51				
<i>Quota amm. donne nei comitati di revisione dei conti</i>			0.477	1.39		
<i>Quota amm. donne nei comitati di remunerazione</i>					-0.761**	-2.43
<i>Quota di amm. indipendenti nel CdA</i>	0.264	1.13	0.231	1.04	0.278	1.24
<i>Log dimensione board</i>	0.119	1.08	0.187	1.28	0.184	1.11
<i>Log asset totali</i>	-0.0135	-0.48	-0.0163	-0.53	-0.0225	-0.69
<i>ROA</i>	-0.350	-0.96	-0.332	-0.91	-0.0130	-0.04
<i>Leva</i>	-0.0932	-0.62	-0.0610	-0.41	-0.190	-0.97
<i>Rendimento annuale di mercato</i>	0.0634	0.69	0.0225	0.25	0.106	1.00
<i>Rapporto Book-to-market</i>	0.0151	1.55	0.0160*	1.74	0.00505	0.74
<i>Costante</i>	0.137	0.31	-0.113	-0.26	0.217	0.43
<i>N. di Oss</i>	243		236		213	
<i>R² Adjusted</i>	0.0587		0.0712		0.0597	
<i>F</i>	4.927		4.446		3.864	
<i>P</i>	0.0000		0.0000		0.0000	

NOTA: Significatività per *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: García-Izquierdo, Fernández-Méndez, & Arrondo-García, 2018.

femminile all'interno di questo consiglio di sorveglianza sia legata a maggiore **moderazione** nell'aumento delle paghe, caratteristica che può essere considerata molto utile nella progettazione di sistemi di remunerazione e incentivi ottimali, in accordo con la teoria principale-agente. In relazione con la ricerca di Adam e Ferreira (2010), precedentemente analizzata, si nota che le figure femminili sono, sì, legate alla tendenza moderativa nel definire le paghe dei CEO, evitando quindi tassi di crescita spropositati e il possibile utilizzo del potere manageriale da parte dei manager esecutivi; tuttavia, si

TABELLA 2.13 - Risultati di regressione: variazione del dissenso nei voti say on pay al variare della quota femminile

<i>Variabili</i>	<i>Quota di voti dissenzienti say on pay</i>					
	<i>Modello 1</i>		<i>Modello 2</i>		<i>Modello 3</i>	
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>B</i>	<i>t</i>
<i>Quota amm. donne nei CdA</i>	-0.0346	-1.00				
<i>Quota amm. donne nei comitati di revisione dei conti</i>			-0.000724	-0.03		
<i>Quota amm. donne nei comitati di remunerazione</i>					-0.0478***	-2.73
<i>Quota di amm. indipendenti nel CdA</i>	-0.0106	-0.42	-0.0108	-0.42	-0.00388	-0.16
<i>Log dimensione board</i>	0.0124*	1.79	0.0123	1.52	0.0127*	1.80
<i>Log asset totali</i>	0.00267	1.61	0.00254	1.43	0.00233	1.35
<i>ROA</i>	0.0371	1.42	0.0386	1.52	0.0429	1.61
<i>Leva</i>	0.00709	0.75	0.00685	0.71	0.0102	0.83
<i>Rendimento annuale di mercato</i>	0.00547	0.87	0.00441	0.71	0.00769	1.02
<i>Rapporto Book-to-market</i>	-0.000684	-0.84	-0.000659	-0.80	-0.000364	-0.49
<i>Costante</i>	-0.0214	-0.94	-0.94	-1.06	-0.0288	-1.27
<i>N. di Oss</i>	371		361		329	
<i>R² Adjusted</i>	0.0537		0.0504		0.0617	
<i>F</i>	4.149		4.212		4.102	
<i>P</i>	0.0000		0.0000		0.0000	
<i>N. imprese cluster</i>	108		108		106	

NOTA: significatività per *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01; **fonte:** García-Izquierdo, Fernández-Méndez, & Arrondo-García, 2018.

trovano ad avere una minore probabilità di essere assegnate al presidio dei comitati incaricati di progettare i sistemi di remunerazione.

Un ulteriore significativo risultato dello studio di García-Izquierdo et al. (2018) è illustrato nella Tabella 2.13: è stata eseguita una regressione con il metodo dei minimi quadrati ordinari, per studiare la relazione tra la quota di donne amministratrici, ancora una volta suddivisa nei tre modelli sopraindicati, e la quota di opposizioni da parte degli azionisti

al piano di remunerazione manageriale, votato durante la riunione generale annuale del CdA, rappresentata dal numero di voti dissenzienti sulla *say on pay*. Il coefficiente nella prima colonna del Modello 3 suggerisce una relazione negativa e **statisticamente significativa** tra le variabili dipendente e indipendente, indicando che la variazione della quota di amministratrici donne nel comitato di remunerazione corrisponde alla diminuzione pari allo 0.8% dei voti dissenzienti del *say on pay*. Tali risultati confermano l'ipotesi della maggiore tendenza alla moderazione da parte delle direttrici donne.

Nel complesso, i risultati della ricerca analizzata in questo paragrafo suggeriscono come la presenza di amministratrici donne nel consiglio di sorveglianza incaricato alla progettazione dei sistemi di remunerazione esecutiva, determini livelli più bassi di crescita delle paghe dei CEO e livelli più bassi di opposizione alle retribuzioni pianificate (*say on pay*). Nel loro insieme, questi risultati supportano l'ipotesi iniziale secondo la quale le donne dirigenti contribuiscono alla moderazione della retribuzione dei CEO, portando a sistemi più in linea con lo scenario ottimale della *agency theory*. Inoltre, la riduzione dei voti dissenzienti della *say on pay*, informa che gli azionisti delle imprese hanno un atteggiamento positivo nei confronti delle donne nei consigli di sorveglianza. Tuttavia, l'aumento della quota femminile appare interessare soltanto l'amministrazione proprietaria o indipendente, ovvero gli amministratori con meno potere decisionale rispetto ai dirigenti esecutivi.

3. Limiti delle Gender Quotas

3.1. Interventi legislativi obbligatori o *self-regulation*

A partire dai primi anni 2000, l'attenzione pubblica sulla questione di genere nel settore imprenditoriale ha subito un incremento importante. Nel capitolo precedente sono stati evidenziati gli effetti degli interventi regolatori attuati in Europa per consigli di amministrazione delle società quotate. L'introduzione delle leggi sulle quote di genere in Norvegia, abbiamo visto, ha avuto un impatto estremamente positivo in tutto il mondo, spingendo quasi tutti i paesi più industrializzati a lavorare sulla partecipazione femminile nei consigli di amministrazione, sia con vere e proprie leggi, sia con interventi regolatori volontari o con raccomandazioni nei codici di Corporate Governance. Braithwaite (2002) sostiene che le regole dettate dalle leggi obbligatorie sono fondamentali per la specificità degli obiettivi, mentre introdurre principi etici nei codici di governo societario è fondamentale per prevenire comportamenti impropri messi in atto per non ricadere nelle sanzioni previste dall'inadempimento della legge. I principi sono, tuttavia, più importanti per avviare il cambiamento radicale.

Nel capitolo precedente, infatti, è stato introdotto il concetto di *tokenismo*, fenomeno secondo il quale l'assunzione di poche donne nei livelli aziendali più alti, effettuata solamente per rendere le società immuni alle sanzioni previste dalle leggi di quota, può creare conseguenze tutt'altro che positive, derivate dalle tendenze comportamentali tipiche di un gruppo di minoranza. La domanda posta frequentemente, allora, è se l'applicazione di leggi obbligatorie possa portare a un cambiamento radicale in termini di partecipazione delle donne nel mondo imprenditoriale o soltanto a un miglioramento di carriera per poche donne fortunate (Seierstad & Opsahl, 2011). E, inoltre, l'obiettivo è semplicemente quello di aumentare la presenza femminile o incoraggiare un forte cambiamento culturale nel mondo del lavoro? Per essere sostenibile, un cambiamento deve essere radicato nella cultura delle imprese. Alcuni ricercatori, quindi, hanno indagato sull'efficacia dei vari interventi regolatori, sostenendo che un approccio *soft*,

basato su obiettivi flessibili posti in modo *volontario* da ogni società può essere più efficace di leggi obbligatorie e vincolanti, solo se l'obiettivo finale è quello di stimolare un cambiamento culturale delle organizzazioni. Gli interventi legislativi obbligatori possono, contro ogni dubbio, avere risultati veloci ed efficaci, tuttavia limitati al breve periodo, mentre modificare le *strategie di impresa* può assicurare cambiamenti sostenibili e duraturi. Chandler (1962) definisce la strategia aziendale come "la determinazione degli obiettivi a lungo termine di un'impresa, nonché l'adozione di linee d'azione e l'assegnazione delle risorse necessarie per realizzare tali obiettivi". Quindi, gli amministratori di una società avrebbero il potere di effettuare un cambiamento di strategia per aumentare la rappresentanza femminile al proprio interno, anche senza dover seguire interventi regolatori obbligatori, solo se si creasse una forte cultura aziendale, secondo la quale aumentare la presenza di donne dirigenti sia un obiettivo dell'organizzazione. Ciò porta all'evidenza dei valori organizzativi a volte non modificabili e culturalmente incorporati, anche di fronte a interventi legislativi. Becker (1982) concepisce la *cultura aziendale* come un insieme di intese condivise che permettono a un gruppo di persone di agire tra loro senza disaccordi. Riuscire a raggiungere l'obiettivo di un forte cambiamento culturale aziendale, attraverso interventi regolatori legislativi può essere, quindi, una sfida complicata. Provare a effettuare un cambiamento così radicale, senza prima modificare le strategie d'impresa o la cultura organizzativa inevitabilmente tenderebbe ad arenare anche iniziative ben intenzionate a causa dell'indifferenza della maggioranza nei confronti di quanto viene proposto.

Per questo gli studiosi si chiedono quale tra la *self-regulation* o gli interventi legislativi obbligatori sia più efficace. Ricerche meno recenti, come Wang e Kelan (2013), suggeriscono che le leggi sulle quote obbligatorie possono avviare il cambiamento culturale necessario, mentre i risultati recenti sono più pessimistici: le quote obbligatorie corrono il rischio di provocare una forte resistenza da parte delle società, che tentano di seguire alla lettera quanto richiesto dalla legge piuttosto che iniziare un cambiamento radicale (e ciò porta al fenomeno già discusso del tokenismo).

Nel paragrafo 2.2 del capitolo precedente, sono stati discussi i vari interventi legislativi attuati in Europa. È stato visto come, sin dal 2004, nei codici di Corporate Governance, i paesi europei hanno introdotto raccomandazioni circa la considerazione dell'uguaglianza di genere nella nomina degli amministratori. I codici e le raccomandazioni introdotte al loro interno, volontarie per definizione, raccolgono le "buone" pratiche di governo societario, attuate tramite l'autoregolamentazione. Questo offre alle aziende la flessibilità di adottare pratiche raccomandate o target adeguati o, in caso di mancata adozione, la possibilità di spiegare perché questi sono inadatte per loro. Tali interventi volontari, come riportato tra le evidenze empiriche di Klettner (2016), possono avere maggiore probabilità di efficacia nell'incrementare la rappresentanza femminile, favorendo il cambiamento culturale sperato e trasformando i ruoli nei consigli di amministrazione tradizionalmente a prevalenza maschile.

Tuttavia, non tutti gli stati europei hanno sostenuto a lungo le autoregolamentazioni dei codici di Corporate Governance, seguendo l'esempio norvegese e passando a interventi coercitivi come le leggi sulle quote.

Mensi-Klarbach et al. (2019), nella loro ricerca empirica, si chiedono quali sono le particolari condizioni in presenza delle quali l'autoregolamentazione attraverso i codici di buona disciplina governativa sia efficace. Lo studio si basa su due fattori individuati da letterature meno recenti, considerati come drivers principali dell'attuazione di nuove pratiche di governance e, soprattutto, delle pratiche suggerite dalle autoregolamentazioni:

- **Motivazione:** le imprese sono più motivate per attuare nuove pratiche, se c'è la probabilità di percepire benefit come l'aumento di prestigio, reputazione e rendite.;
- **Percezione del rischio:** l'attuazione di nuove pratiche può essere guidata anche dal rischio percepito di perdita dei profitti e dei benefit, derivante dalla non adozione.

Lo scopo della ricerca è dimostrare come le raccomandazioni di autoregolamentazione dei codici di Corporate Governance possono essere efficaci solo se sviluppano all'interno dell'organizzazione questi fattori sopracitati. Ciò è possibile accompagnando le raccomandazioni con risultati misurabili, vale a dire definendo un obiettivo target per la rappresentanza femminile e procedendo con un monitoraggio dei risultati, pubblico e progressivo. Questo non solo porta all'aumento del numero di società che utilizzano la *self regulation*, ma potrebbe aumentare la pressione sui *non-adopters*, ovvero le società che non seguono le raccomandazioni per il rischio di incorrere in perdite di profitto.

Con questo contributo empirico si analizza un ulteriore contesto istituzionale europeo, come è stato per Italia e Spagna nel precedente capitolo, impegnato nella questione di genere nei consigli di amministrazione: l'Austria. La storia dell'autoregolamentazione austriaca inizia nel 2008, quando per la prima volta sono state inserite nel codice di Corporate Governance raccomandazioni sul prendere in considerazione con estrema attenzione la questione dell'uguaglianza di genere nelle imprese. Il codice di corporate governance austriaco è stato redatto per la prima volta nel 2002 dalla collaborazione tra la Borsa di Vienna, investitori e società di capitali. Data la mancanza di un grande numero di società che attuassero la *self-regulation*, il governo austriaco decide di introdurre le leggi sulle quote di genere. Nonostante questo, nel 2012, il governo ha implementato un codice di buona disciplina per le società statali, raccomandando queste ultime di impegnarsi a raggiungere le quote consigliate di donne nei consigli di sorveglianza e di pubblicare periodicamente i risultati e gli obiettivi raggiunti in tal senso.

A partire da dati raccolti nel periodo 2006-2015, gli studiosi testano tre ipotesi riguardo l'effetto che l'autoregolamentazione attraverso i codici volontari ha sulla percentuale dei membri di genere femminile nei CdA. Le tre ipotesi che saranno analizzate in questa sede sono formulate come segue:

(H1): L'autoregolamentazione volontaria per favorire l'uguaglianza di genere all'interno dei Consigli di Amministrazione, basata *unicamente* sulle **raccomandazioni**

contenute nei codici di buona disciplina della Corporate Governance, non sarà efficace nell'aumentare la quota di donne amministratrici.

(H2): L'autoregolamentazione volontaria per favorire l'uguaglianza di genere all'interno dei Consigli di Amministrazione, basata sulle raccomandazioni contenute nei codici di disciplina, su **target** specifici per gli obiettivi e sul monitoraggio continuo dei risultati, sarà efficace nell'aumentare la percentuale di donne amministratrici (questa ipotesi è in riferimento alle sole società di proprietà dello stato);

(H3): La self-regulation volontaria dell'uguaglianza di genere nei consigli di amministrazione, sarà efficace sotto la **minaccia** che l'autorità di regolamentazione possa attuare interventi legislativi obbligatori.

Il campione è costituito da tutte le società austriache, quotate in borsa o di proprietà dello stato, che hanno partecipato all'autoregolamentazione volontaria. Il modello misura l'effetto della self-regulation confrontando la proporzione di donne all'interno dei consigli di amministrazione prima e dopo l'implementazione, tenendo conto del trend lineare di tutto il periodo considerato, quindi prima nel periodo 2006-2008 e, successivamente, nel periodo 2009-2010. Inoltre, si indaga l'effetto della **minaccia**, vale a dire quanto il numero di membri di genere femminile cambia nel momento in cui c'è la minaccia di introduzione di leggi obbligatorie sulle quote di genere.

Per effettuare l'analisi di regressione è stato adottato un modello lineare generalizzato (GLM) *log-lineare* con distribuzione di Poisson. Il risultato immediato della regressione è il numero di membri dei consigli di supervisione donne, mentre è stato utilizzato il logaritmo del numero totale di membri del consiglio come "variabile offset" per utilizzare la variabile dipendente come quota/proporzione, piuttosto che come numero.

Nelle tabelle Tabella 3.1, Tabella 3.2 e Tabella 3.3 sono illustrati i risultati delle regressioni. Nella colonna 2 di ogni tabella sono espressi i risultati di un secondo modello aggiuntivo, con il quale sono state studiate le interazioni tra autoregolamentazioni e variabili di controllo (anni, variabili

TABELLA 3.1 - Risultati per H1 – Raccomandazioni (n 58 società)

<i>Variabili</i>	Modello 1 (effetto principale)	Modello 2 (include effetto di interazione)
<i>Costante</i>	-2.75*** (0.34)	-2.99*** (0.48)
<i>Raccomandazioni</i> ⁹	-0.03 (0.16)	-0.23 (0.49)
<i>Anno</i>	0.14** (0.07)	0.015*** (0.06)
<i>Dimensione CdA</i>	0.04 (0.03)	0.04 (0.03)
<i>Dimensione impresa</i>	-0.04 (0.11)	-0.03 (0.10)
<i>Durata del mandato</i>	0.07* (0.04)	.12 (0.06)
<i>Settore "Femminile"</i>	0.06 (0.39)	0.24 (0.48)
<i>Racc x dimensione CdA</i>		0.05* (0.03)
<i>Racc x dimensione impresa</i>		0.05 (0.06)
<i>Racc x durata del mandato</i>		-0.02 (0.06)
<i>Racc x settore "femminile"</i>		0.18 (.27)

NOTA: significatività *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Mensi-Klarbach et al. (2019)

relativi al contesto aziendale, variabili a livello di settore industriale): questo confronto, in aggiunta a un controllo di robustezza del modello, aiuta anche a rilevare problemi di "mis-specificazione"¹⁰ e problemi di endogeneità del modello.

I risultati riportati in Tabella 3.1, relativi all'ipotesi H1 sono in accordo con quest'ultima, escludendo un impatto positivo delle sole raccomandazioni per il raggiungimento dell'uguaglianza di genere nei CdA. Si nota anche un effetto negativo non significativo, maggiormente nelle aziende più piccole, supportato dall'interazione scarsamente

⁹ Per le società quotate del periodo 2009-2010, contro le società quotate del periodo 2006-2008

¹⁰ Una regressione soffre di *mis-specificazione* (specificazione errata) della forma funzionale quando la forma funzionale del modello di regressione stimato differisce dalla forma funzionale della funzione di regressione della popolazione. L'errata specificazione della forma funzionale porta a stimatori dei coefficienti distorti e incoerenti.

TABELLA 3.2 - Risultati per H2 – Targets (n 59 società)

<i>Variabili</i>	Modello 1 (effetto principale)	Modello 2 (include effetto di interazione)
<i>Costante</i>	-1.91 (0.16)***	-1.21 (0.40)***
<i>Targets</i> ¹¹	0.33 (0.90)***	-0.28 (0.36)
<i>Anno</i>	0.07 (0.03)***	0.07 (0.03)***
<i>Dimensione CdA</i>	-0.00 (0.01)	0.03 (0.02)
<i>Dimensione impresa</i>	-0.02 (0.04)	0.04 (0.07)
<i>Durata del mandato</i>	-0.04 (0.03)*	-0.08 (0.05)
<i>Settore "Femminile"</i>	0.15 (0.17)	0.33 (0.23)
<i>Target x dimensione CdA</i>		-0.03 (0.02)**
<i>Target x dimensione impresa</i>		-0.05 (0.06)
<i>Target x durata del mandato</i>		0.04 (0.05)
<i>Target x settore "femminile"</i>		-0.10 (0.19)

NOTA: Significatività *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Mensi-Klarbach et al. (2019)

TABELLA 3.3 - Risultati per H3 – Minaccia (n 46 società)

<i>Variabili</i>	Modello 1 (effetto principale)	Modello 2 (include effetto di interazione)
<i>Costante</i>	-2.30 (0.29)***	-2,80 (0.40)***
<i>Minaccia</i> ¹²	0.40 (0.17)**	0.99 (0.33)***
<i>Anno</i>	-0.05 (0.08)	-0.01 (0.07)
<i>Dimensione CdA</i>	-0.04 (0.03)	-0.04 (0.02)*
<i>Dimensione impresa</i>	-0.04 (0.11)	0.20 (0.14)
<i>Durata del mandato</i>	-0.17 (0.07)**	-0.04 (0.05)
<i>Settore "Femminile"</i>	-0.64 (0.42)	-0.82 (0.49)*
<i>Minaccia x dimensione CdA</i>		0.02 (0.03)
<i>Minaccia x dimensione impresa</i>		-0.22 (0.10)**
<i>Minaccia x durata del mandato</i>		-0.12 (0.05)**
<i>Minaccia x settore "femminile"</i>		-0.00 (0.36)

NOTA: significatività *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01. Fonte: Mensi-Klarbach et al. (2019)

¹¹ Per le società di proprietà dello Stato del periodo 2011-2016, contro le società di proprietà dello Stato del periodo 2006-2010.

¹² Per le società quotate del periodo 20011-2012, contro le società quotate del periodo 2009-2010.

significativa con le dimensioni del consiglio di amministrazione. In accordo con la H2, la Tabella 3.2 mostra come la definizione di target specifici aumenta la quota di membri di genere femminile nei CdA con un fattore stimato pari a 1.4; inoltre, secondo i risultati del modello 2, l'impatto è minore per le imprese con CdA di dimensione ridotta. La Tabella 3.3 mostra che anche la minaccia ha un effetto positivo sull'aumento della rappresentanza femminile, in accordo con la terza e ultima ipotesi H3, anche se meno rilevante per le società più grandi e/o con i mandati dei consigli di amministrazioni più duraturi: in media, la minaccia aumenta la quota di donne amministratrici di un fattore pari a 1,5, paragonabile al fattore degli obiettivi.

In conclusione, i risultati dello studio dimostrano come l'autoregolamentazione dell'uguaglianza di genere nei consigli di amministrazione è inefficace se basata soltanto sulle raccomandazioni dei codici di buona disciplina. Inoltre, alcuni ricercatori affermano che il numero di società che partecipano alle iniziative per il raggiungimento dell'equilibrio di genere sia insufficiente per poter eliminare le pratiche di nomina prevalentemente orientate al genere maschile. Occorre una soglia di società che adotti le pratiche raccomandate nei codici di buona disciplina per poter innescare pressione sulle imprese *non-adopters*. Tuttavia, in particolari condizioni la self regulation volontaria può essere efficace: indipendentemente dalla presenza o meno di un numero sufficiente di *early adopters*, per il caso dell'Austria, è stato mostrato come la minaccia dell'introduzione di quote obbligatorie può rafforzare la motivazione delle società di assumere nuove amministratrici donne, aumentando così la quota femminile nel CdA.

3.2. Attenzione pubblica all'uguaglianza di genere nei CdA

In questo paragrafo si valuta se le aziende sono influenzabili dalle questioni sociali, esaminando come i cambiamenti nell'attenzione pubblica all'uguaglianza di genere siano legati ai mutamenti nella composizione dei consigli di amministrazione. Alcuni ricercatori hanno, infatti, dimostrato come un'accentuata attenzione pubblica all'uguaglianza di genere stimoli anche un cambiamento nella composizione dei CdA e nelle pratiche di assunzione. Dal momento che l'attenzione pubblica su un tema sociale può essere

accentuata dai responsabili politici, può essere utilizzata come strumento, considerato meno conflittuale, delle politiche legislative obbligatorie, quindi, delle leggi sulle quote. Tuttavia, l'aumento dell'attenzione pubblica ha dei limiti dovuti alla cultura persistente nelle organizzazioni, la cui stabilità e robustezza può impedire cambiamenti radicali, come discusso nel paragrafo precedente. Quindi, non tutte le aziende sono influenzabili allo stesso modo.

Lo studio su cui si basa l'analisi degli effetti dell'aumento dell'attenzione pubblica è stato condotto da Giannetti M. e Wang TY. (2021). La ricerca, nonostante sia stata condotta su un panel di società americane¹³, quindi lontane dal contesto precedentemente analizzato, risulta interessante poiché dimostra come picchi di pubblica attenzione sulle questioni di genere nelle imprese, sono associati a cambiamenti nel comportamento aziendale. Inoltre, l'entità del cambiamento varia di intensità a seconda della cultura presente ex ante nelle aziende. Se la cultura aziendale non subisce variazione, l'effetto della pubblica attenzione non dà risultati significativi (Giannetti & Wang, 2021). Inoltre, le differenze nella cultura delle organizzazioni apparentemente rispecchiano le differenze nella leadership aziendale, in quanto l'equilibrio di genere nei consigli di amministrazione aumenta per quelle imprese con leader donna, con dirigenti più esposti alla leadership femminile e per le imprese più propense ad avere un team di gestione con ideali democratici, coerentemente con il fatto che la configurazione democratica è tipicamente più ricettiva delle questioni di parità di genere.

¹³ In America l'attenzione pubblica su questioni sociali come l'uguaglianza di genere è stata molto accentuata da diversi eventi, a partire dalla candidatura alle elezioni Presidenziali, nel 2015, di Hillary Clinton per le primarie del 2016. Successivamente, con la vittoria di queste da parte dell'ex presidente Trump, si sono sviluppati movimenti socioculturali come la "*Women's March*" (Marcia su Washington) e il movimento "*Me Too*", che hanno generato un forte aumento di attenzione pubblica sul tema e anche un cambiamento culturale a livello organizzativo e aziendale. Per l'estrema importanza di questi eventi e per le conseguenze altrettanto significative, può essere più interessante analizzare gli effetti dell'attenzione pubblica nel contesto americano, piuttosto che europeo.

TABELLA 3.4 - Descrizione variabili

<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<i>Gender Equality SVI</i>	Media mensile degli indici Google Search sulla ricerca del termine "Gender Equality" nei precedenti 12 mesi
<i>Gender Equality SVI (State)</i>	Media mensile degli indici Google Search sulla ricerca del termine "Gender Equality" nei precedenti 12 mesi, in uno stato
<i>Board Gender Ratio</i>	La quota di donne amministratrici
<i>Board Size</i>	Il numero di amministratori nel CdA
<i>Diversity Strenght (o Concern)</i>	Proxy della vicinanza della cultura aziendale alla diversità
<i>Has Female</i>	Variabile dummy che è uguale a 1 se un CdA ha una donna amministratrice in un anno, 0 altrimenti
<i>Democratic (o Republican) Firm</i>	Variabile dummy = 1 se l'impresa ha sede in uno stato Democratico (più del 60% dei voti per un candidato democratico, nelle precedenti elezioni), 0 altrimenti
<i>Least (o Most)-Sexit State Culture</i>	Variabile dummy, proxy del livello di sessismo nella cultura di stato, basato su un ranking di Charles et al. (2018).

NOTA: fonte Giannetti M. e Wang TY. (2021).

TABELLA 3.5 - Statistiche descrittive degli indici da Google Search Trends

<i>Indice</i>	<i># di oss</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Dev. Std.</i>
<i>Gender Equality SVI</i>	156	0.366	0.288	0.166
<i>Gender Equality SVI (State)</i>	588	0.039	0.025	0.047

NOTA: fonte Giannetti M. e Wang TY. (2021).

Il campione utilizzato per condurre la ricerca è costituito da 5936 società quotate americane, nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017, per un totale di 34283 amministratori.

Per costruire l'indice di pubblica attenzione sull'equilibrio di genere è stato utilizzato Google Search Trends: è stato costituito l'indice Google Search Volume Index (SVI) a partire da gennaio 2004, come il rapporto delle ricerche totali mensili per un termine di ricerca specifico (es. "Uguaglianza di Genere" o "Femminismo") o un argomento in una data regione geografica rispetto al numero totale di ricerche nello stesso mese e regione. In questo caso è stato seguito il termine di ricerca "Gender Equality", costituendo l'indice

TABELLA 3.6 - Risultati regressione per la relazione tra l'attenzione pubblica e la rappresentanza femminile nei CdA

<i>Variabili</i>	<i>Analisi 1</i>	<i>Analisi 2</i>
<i>Gender Equality SVI</i>	0.117*** (10.403)	
<i>Gender Equality SVI (State)</i>		0.256*** (7.718)
<i>Log(Board Size)</i>	0.754 (1.602)	0.004 (0.551)
<i>Firm FE</i>	Sì	Sì
<i>Osservazioni</i>	54413	54413
<i>R² Adjusted</i>	0.736	0.726

NOTA: fonte Giannetti M. e Wang TY. (2021).

Gender Equality SVI. Inoltre, per definire un indice di attenzione pubblica che sia compatibile tra gli Stati e nel tempo, è stato costituito l'indice **Gender Equality SVI (State)**. La variabile dipendente è la "Board Gender Ratio", ovvero la proporzione di donne presenti nel board. Nella Tabella 3.4 sono descritte tutte le variabili usate nell'analisi, mentre la Tabella 3.5 fornisce le statistiche riassuntive di questi due indici.

Nella Tabella 3.6 sono esplorati i risultati dell'analisi che misura il cambiamento della leadership aziendale, in conseguenza alle ricerche della società sull'uguaglianza di genere (proxy dell'attenzione pubblica). La regressione misura la variazione della quota di donne nel consiglio di amministrazione durante un anno, in uno stato, al variare del Gender Equality SVI nell'anno precedente, con la dimensione del CdA come variabile di controllo. Nella colonna 1 si nota chiaramente un incremento **statisticamente significativo** della rappresentanza femminile, all'aumentare dell'attenzione pubblica sulla parità di genere nell'anno precedente. L'aumento corrisponde a 1,7 punti percentuali, che esprime una grandezza economica dell'effetto molto rilevante. Nella colonna 2, invece, si utilizza la seconda variabile definita, Gender Equality SVI (State), che permette di includere gli effetti fissi temporali: le stime condotte con questa variabile attestano che la quota di donne nei CdA aumenta ulteriormente in seguito ad un'elevata attenzione pubblica alla parità di genere nello stato in cui ha sede l'azienda.

TABELLA 3.7 - Risultati regressione dati cross-sectional (attenzione pubblica - board gender ratio)

<i>Variabile</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Diversity Strenght</i>	0.000 (0.008)				
<i>Diversity strenght * Gender Equality</i>	0.086*** (3.109)				
<i>Diversity Concern</i>	-0.002 (-0.097)				
<i>Diversity Concern * Gender Equality</i>	-0.136*** (-3.377)				
<i>Respectful Culture</i>		-0.006* (-1.875)			
<i>Respectful Culture * Gender Equality</i>		0.014* (1.780)			
<i>Disrespectful Culture</i>		0.004 (1.345)			
<i>Disrespectful Culture * Gender Equality</i>		-0.015** (-2.415)			
<i>Least-Sexist State Culture * Gender Equality</i>			0.024** (2.133)		
<i>Most-Sexist State Culture * Gender Equality</i>			-0.009 (-0.959)		
<i>Has Female</i>				0.073*** (11.061)	
<i>Has Female * Gender Equality</i>				0.085*** (3.546)	
<i>Democratic firm</i>					-0.005 (-1.458)
<i>Democratic firm * Gender Equality</i>					0.017* (1,812)
<i>Republican firm</i>					-0.004 (-0.640)
<i>Republican firm * Gender Equality</i>					0.013 (0.405)
<i>Log(Board Size)</i>	-0.002 (-0.318)	0.001 (0.144)	0.008** (2.313)	-0.009*** (-3.222)	0.008** (2.403)
<i>Firm FE</i>	SI	SI	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI	SI	SI
<i>Oss</i>	24,277	33,141	53,477	52,813	54,441
<i>R² Adujsted</i>	0.775	0.749	0.749	0.808	0.749

NOTA: significatività *0.1, **p<0.05, ***p<0.01; fonte Giannetti M. e Wang TY. (2021).

La Tabella 3.7, invece, mostra i risultati dell'analisi effettuata sulle differenze *cross-sectional* delle risposte delle aziende all'aumento dell'attenzione pubblica sul tema dell'uguaglianza di genere, differenze che nascono, come è stato già evidenziato, dalla diversa cultura aziendale preesistente. In colonna (1) si nota come la sensitività della proporzione di donne nel board all'aumentare dell'attenzione pubblica sul tema di genere cresce per le imprese con una forte propensione ad inizializzare politiche che favoriscono l'uguaglianza, mentre decresce per le imprese che esprimono solamente preoccupazione sul tema, ma non hanno una cultura della diversità ex-ante molto forte: questo, in accordo con l'ipotesi di partenza, suggerisce che il solo aumento di attenzione pubblica sul tema, non permette a *tutte* le imprese di favorire l'aumento di donne nei consigli di amministrazione. In colonna (3) si notano risultati statisticamente significativi analizzando la relazione con la variabile "Least (Most)-Sexit State Culture": aziende localizzate in stati definiti "Least Sexist" rispondono positivamente all'accentuarsi della pubblica attenzione sul tema di genere, mentre non ci sono risultati significativi per le imprese localizzate in stati considerati più sessisti.

L'analisi considera anche l'orientamento politico del top management delle imprese osservate. L'ipotesi di partenza assume che dirigenti con idee democratiche recepiscono e rispondono in maniera più positiva all'aumento dell'attenzione pubblica sull'uguaglianza di genere, il contrario accade per i manager con ideali repubblicani: in accordo con questa ipotesi, si trova un risultato statisticamente significativo e positivo per le imprese localizzate in stati in cui il 60% dei voti, nelle precedenti elezioni presidenziali, erano rivolti verso un candidato democratico.

I temi riportati in questo capitolo possono essere utili per far luce sugli interventi che possono portare una maggiore uguaglianza di genere nelle posizioni di livello più alto delle imprese. In particolare, sia l'attenzione pubblica sul tema di genere che gli interventi di autoregolamentazione volontaria possono essere indotti dai politici o dagli stessi dirigenti aziendali per aumentare la consapevolezza del problema, senza dover imporre leggi sulle quote obbligatorie. Tuttavia, è stato messo in evidenza come un'accentuata

attenzione pubblica abbia effetti maggiori solo se nell'impresa è già presente una forte cultura organizzativa più inclusiva e attenta alle diversità, suggerendo che in mancanza di questa occorre o un cambiamento radicale della strategia e della cultura stessa aziendale, o imporre interventi legislativi obbligatori.

4. *Gender balance ai vertici esecutivi d'impresa*

Dai temi trattati nei precedenti capitoli sono emerse diverse prove a sostegno di un sostanziale aumento della partecipazione femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate, a livello internazionale. Al contrario, ci sono meno prove che attestino un cambiamento significativo nella quota di donne nei più alti **gradi dirigenziali esecutivi**. A questo livello di impresa, il numero di donne rimane consistentemente basso. È chiaro, quindi, che maggiore attenzione legislativa è stata posta sui consigli di amministrazione e non sulle posizioni esecutive, creando una differenza di proporzioni non indifferente, come sarà evidenziato dai dati nel paragrafo successivo. Le evidenze tratte da alcuni studi analizzati suggeriscono che, alla base della mancanza di donne leader ai vertici aziendali, non c'è semplicemente carenza di opportunità di avanzamento di carriera, ma si tratta di problemi a livello di mid-management, che difficilmente possono essere risolti con l'entrata in vigore di leggi obbligatorie sulle quote di genere. Come ampiamente discusso nel capitolo 3, occorre attuare iniziative efficaci nel promuovere un cambiamento radicale nelle strategie e nella cultura aziendali.

Mentre una vasta parte di letteratura ha studiato i divari di genere nell'intero mercato del lavoro, pochi studi si sono focalizzati sui dirigenti esecutivi. In tal senso, questo capitolo ha lo scopo di esaminare l'influenza del genere nel decision-making delle figure esecutive ai vertici aziendali. In particolare, nel primo paragrafo sarà percorsa l'evoluzione della presenza della figura femminile nelle posizioni più alte della piramide delle organizzazioni, nel top management e, quindi, nelle posizioni della cosiddetta "c-suite" (CEO, CFO, COO, CTO, etc.), ovvero i top manager che hanno raggiunto il massimo livello esecutivo e che rappresentano il più alto livello di responsabilità manageriale; nei paragrafi successivi, invece, saranno approfondite le evidenze statistiche che studiano le relazioni tra il genere, la retribuzione dei top manager e le performance di impresa, ispezionando la relazione tra i bonus manageriali e le variabili di performance, dimostrando come i premi concessi agli uomini non sono solo più ampi di quelli assegnati alle donne, ma anche molto più sensibili alle prestazioni rispetto a quelli della controparte

femminile (**performance-sensitivity**). La performance aziendale svolge un ruolo critico non solo nell'attribuzione dei bonus manageriali ma anche nella valutazione dei leader aziendali stessi, con la ricerca che suggerisce che le prestazioni di impresa tendono ad essere attribuite direttamente al leader, con relativamente poca attenzione a fattori esterni come le forze di mercato. Questo fenomeno è indicato come il *romanticismo della leadership* (**Romance of leadership**, Meindl, Ehrlich, e Dukerich, 1985), che sarà analizzato impiegando diverse ricerche sociologiche e sociopsicologiche concernenti i modelli di leadership e come questi possono essere condizionati dal genere. Ci si chiede, quindi, se è statisticamente significativa la differenza di valutazione della leadership tra dirigenti uomo e donna e come questa eventuale differenza influisce sui metodi di gestione, sulle retribuzioni e sulla possibilità di avanzamento di carriera.

4.1. Dati storici

Nel capitolo 2, è stato esaminato l'andamento della partecipazione femminile nei consigli di amministrazione delle società europee: significativo è l'aumento progressivo registrato dal 2011, determinato anche grazie all'attuazione degli interventi legislativi. Tuttavia, tra i livelli di governance, i consigli di amministrazione e i consigli di sorveglianza restano i livelli in cui le donne sono più presenti. La partecipazione femminile nei livelli esecutivi, quindi nel top management, del processo decisionale aziendale è decisamente inferiore.

Ciò nonostante, la quota di donne nelle più alte posizioni di leadership sta progressivamente aumentando globalmente. Dalla ricerca condotta da Catalyst nel 2020, si registra che nel 2019, la percentuale di donne in ruoli dirigenziali a livello globale è cresciuta fino al 29%, il numero più alto mai registrato. Nel 2020, questa percentuale rimane la stessa. Le donne sono sovrarappresentate nelle funzioni di supporto come l'amministrazione, mentre gli uomini tendono ad essere concentrati in operations, profitti e perdite, e R&D - tutte considerate come esperienze critiche per future posizioni di CEO e consiglio di amministrazione. Nel 2020, il 40% dei direttori delle risorse umane sono

donne, rispetto al 17% dei chief marketing officer (CMO) e al 16% dei chief information officer (CIO)¹⁴.

Restringendo il campo all'Unione Europea, una review pubblicata da Eurostat conta più di 6,7 milioni di persone che occupano una posizione manageriale: di questi, 4,3 milioni sono uomini (il 63% di tutti i manager) e 2,5 milioni sono donne (37%). Inoltre, le donne rappresentano poco più di un quarto dei membri dei consigli di amministrazione delle società quotate nell'UE (28%), e meno di un quinto dei dirigenti esecutivi (18%) nel 2019. In altre parole, anche se rappresentano circa la metà di tutti gli occupati nell'UE, le donne continuano ad essere sottorappresentate a livello esecutivo.¹⁵

Il rapporto annuale dell'European Women On Board (EWOB) costituisce un'evidenza su quanto peggiori siano i dati che riguardano la c-suite, che resta largamente di dominazione maschile. A questo livello manageriale, la quota di donne è ancora più bassa rispetto ai consigli di amministrazione e al livello esecutivo (definito come combinazione di dirigenti della C-suite e membri dei livelli 2 e 3 del processo decisionale): solo il 15% di tutti i dirigenti del dataset¹⁶ fa parte della c-suite. Questo è un piccolo cambiamento rispetto al 2020, dove il numero era del 14%. Considerando le posizioni di CEO, CFO e COO, collettivamente, si osserva che 169 imprese del campione ha una donna in almeno uno di questi ruoli (25%), che rappresenta un lieve miglioramento rispetto al 2020, quando la percentuale era del 19%. Tuttavia, nonostante il miglioramento nei numeri riguardanti le posizioni di CEO, CFO e COO prese collettivamente, c'è un bassissimo livello di miglioramento per la sola posizione di CEO:

¹⁴ Catalyst 2020: Women in Management (Quick Take), Agosto 2020.

¹⁵ "Only 1 manager out of 3 in the EU is a woman... even less in senior management positions." – Eurostat, Marzo 2020

¹⁶ Il dataset proviene dal report annuale dell'EWOB (European Women On Board) - Gender diversity index of women on boards and in corporate leadership. Questo rapporto si basa sui dati di 668 aziende europee, che rappresentano le maggiori entità nei 19 paesi coperti. La maggior parte delle 668 società considerate sono società quotate in borsa e presenti nell'indice STOXX Europe 600.

in questo caso, le donne rappresentano solo il 7% del campione. Solo 50 delle 668 aziende hanno CEO donne, ciò significa che solo 8 entità in più hanno nominato un CEO donna dal 2020, quando c'erano 42 CEO donne. Un'altra evidenza ricavata da questo rapporto determina che le aziende con una donna in posizioni di CEO, CFO o COO tendono ad avere più donne a livello esecutivo e, conseguentemente, un Gender Diversity Index¹⁷ più alto.

A sostegno di questi dati c'è anche il database dell'EIGE (European Institute of Gender Equality), i cui dati sono riportati nelle Figura 4.2, dove è rappresentato l'andamento della rappresentanza femminile a livello esecutivo e nella Figura 4.2 in cui, invece, è esplicitato l'andamento della percentuale di donne CEO, nel periodo 2012-2021, nelle società quotate dell'UE.

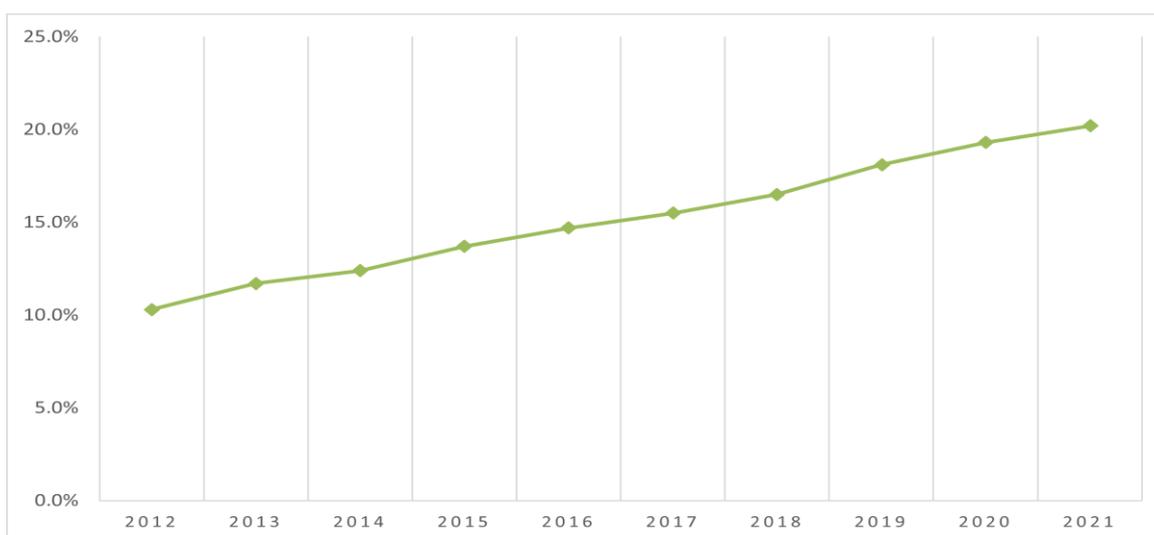


FIGURA 4.1 - Andamento della % di donne (%/anno) a livello executive nelle società quotate dell'Unione Europea (EU27_2020); fonte: EIGE Gender Statistic Database

¹⁷ Il Gender Diversity Index (GDI) è un indicatore che aggrega: la quota di donne in tutte le posizioni di leadership; la quota di donne nei consigli di amministrazione; la quota di donne nelle funzioni esecutive (dirigenti della c-suite, il secondo livello di leadership e, dove esiste, il terzo livello decisionale); la quota di donne nei consigli di sorveglianza o nei comitati dei CdA.

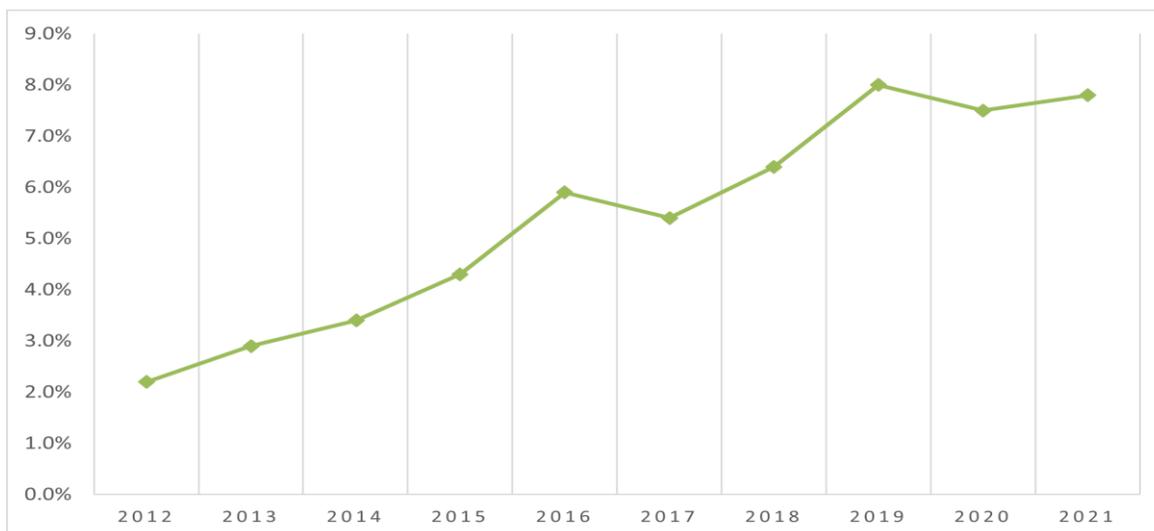


FIGURA 4.2 - Andamento della % di donne (%/anno) CEOs nelle società quotate dell'Unione Europea (EU27_2020); fonte: EIGE Gender Statistic Database

In Italia, sempre dalla ricerca condotta dall'EWOB, la percentuale di donne CEO è, nel 2021, pari al 3%, un punto percentuale inferiore rispetto al 2020, dato che posizione l'Italia in una delle ultime posizioni della classifica europea (26% per la Norvegia). Tuttavia, il nostro Paese è tra i primi per percentuale di donne nei consigli di amministrazione e ha la percentuale più alta in Europa di donne nei comitati del CdA o nei consigli di sorveglianza (47%) – dati che, come ampiamente discusso nel Capitolo 2, dimostrano l'efficacia degli interventi legislativi. Nella Figura 4.3 è raffigurato l'andamento della percentuale di donne a livello esecutivo in Italia, secondo il database dell'EIGE.

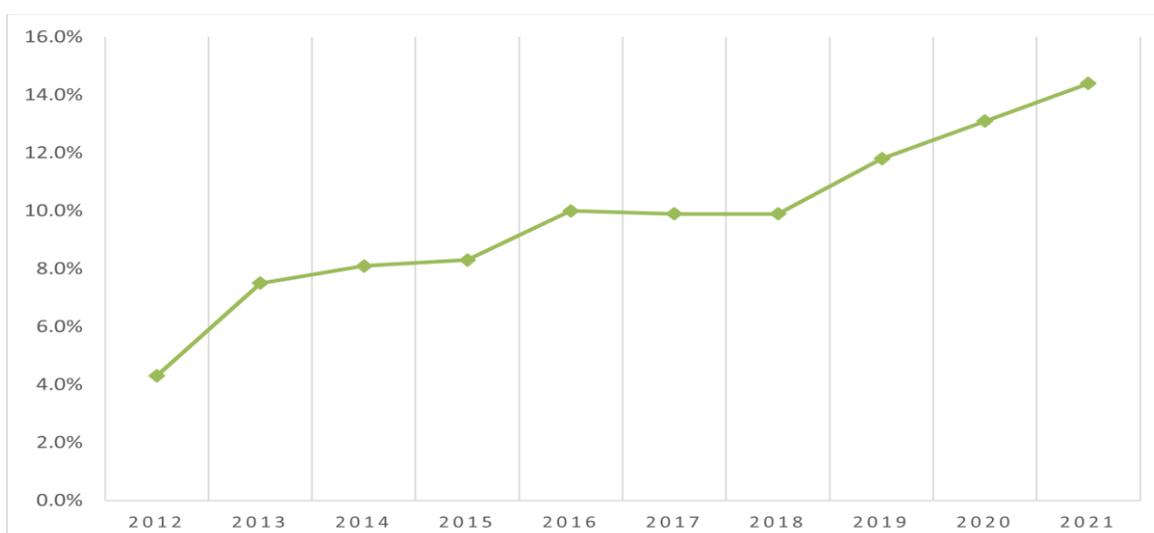


FIGURA 4.3 - Andamento della % di donne (%/anno) a livello esecutivo nelle società quotate in Italia; fonte: EIGE Gender Statistic Database.

Dai numeri riportati in questo paragrafo risulta chiaro che, al di fuori dei consigli di amministrazione, la leadership femminile è ancora lontana dall'essere bilanciata e avendo dimostrato come le aziende guidate da una Ceo donna abbiano il doppio delle donne in posizione apicale rispetto alla media delle altre aziende, è necessario accelerare, promuovere lo sviluppo della leadership inclusiva e aumentare la rappresentanza femminile in tutti i livelli corporate.

4.2. Gender Pay Gap

Nonostante lunghi anni di attenzione sociale e politica al tema dell'equilibrio di genere nel mondo del lavoro, il divario salariale di genere (Gender Pay Gap¹⁸) ancora persiste. Insieme al duro lavoro delle società per aumentare la rappresentanza femminile, è necessario controllare se i progressi sono visibili anche per quanto riguarda la retribuzione: finché non ci sarà la parità sia nella rappresentanza che nella retribuzione, l'uguaglianza di genere non potrà essere raggiunta nel mondo del lavoro.

Il fatto che le lavoratrici donne siano pagate meno della controparte maschile è stato ampiamente documentato globalmente da tanti anni: nel 2007, un report della Commissione Europea, registrava un gap salariale del 15% per gli stati membri, mentre l'Insitute for Women's Policy Research, negli Stati Uniti, segna un gap del 23%. Sicuramente il divario è diminuito nel corso degli anni, ma ancora non abbastanza per

¹⁸ Il differenziale salariale di genere viene di solito definito come la differenza tra i salari medi degli uomini e i salari medi delle donne. Le ragioni per l'esistenza di questa differenza sono molteplici, molte di queste osservabili. Il gap sulle ore lavorate, ad esempio, è una di queste: se si considera il salario di un uomo che lavora full-time e di una donna che, pur svolgendo lo stesso ruolo, lavora part-time, il loro salario mensile sarà differente in quanto vi è un gap di tempo dedicato al lavoro. Per questo motivo si sente spesso parlare di gap sul salario orario, che appunto è indipendente dalle ore lavorate. Il pay gap è infatti misurabile sul salario orario, su quello annuale, mensile o giornaliero. I salari possono essere considerati al netto o al lordo della tassazione. O ancora può essere calcolato sul salario annuale riproporzionando però i salari part-time in Full-Time Equivalent, come nel Global Gender Gap Report del World Economic Forum, evitando così di creare distorsioni nella differenza in media causate dalle ore lavorate. Inoltre, il pay gap può essere "grezzo" oppure corretto per le caratteristiche dei lavoratori.

annullarsi: Il Global Gender Gap Report del World Economic Forum del 2021 afferma che il divario salariale globale, attualmente, è ancora circa del 37% e che occorrono 257 anni per eliminare il gap, considerando gli andamenti dal 2006 fino ad oggi.

Tuttavia, l'analisi sul divario salariale di genere nell'intero mondo del lavoro esula dallo scopo del presente lavoro di tesi. La documentazione accademica su tale problema è estremamente vasta, mentre risultano ridotti i contributi sull'eventuale divario salariale di genere tra i ruoli manageriali e a livello esecutivo, tra i ruoli della c-suite. In tal senso, in questo paragrafo sarà esaminata la letteratura più coerente e pertinente che indaga sulla presenza di differenze statisticamente significative nella remunerazione dei top manager e dei CEO uomo e donna.

Il primo quesito fondamentale da porsi è se esiste effettivamente una differenza salariale tra uomini e donne a livello dirigenziale e se questa differenza è significativa. A tal proposito, Chen, Torsing e Tsang, in una delle ricerche più recenti sul tema (2021) analizzano:

- se e in che misura le disparità nel livello di retribuzione corrisposto a uomini e donne possono essere osservate a livello di dirigenti aziendali (in particolare, CEO) in un quadro internazionale
- se e come le attitudini a livello di singolo Stato verso l'inclusività e la parità di genere contribuiscono a spiegare l'eterogeneità del differenziale salariale tra amministratori delegati osservato nei vari paesi.

La letteratura che propone ricerche sul divario salariale a livello esecutivo per singolo Stato produce risultati contrastanti, dimostrando come il *gender wage gap* sia relativo al contesto istituzionale e ai valori del singolo paese. È stato notato come le ricerche riguardanti le imprese americane non provano alcun tipo di differenza significativa¹⁹, mentre le scarsissime ricerche su altri Paesi del mondo appoggiano l'esistenza di un

¹⁹ (Adams, Gupta, Haughton, & Leeth, 2007); (Bugeja, Matolcsy, & Spiropoulos, 2012); (Gupta, Mortal, & Guo, 2018).

premio retributivo a favore dei CEO uomini. Per questo, lo studio sopracitato propone un'analisi cross-country per documentare empiricamente l'esistenza di differenze nella retribuzione dei CEO uomini e donne a livello globale. In particolare, tramite i dati di retribuzione di 1352 amministratrici delegate donne e di 17656 CEO uomini, di 27 paesi diversi, nel periodo che va dal 2001 al 2016, la ricerca individua prove a favore dell'esistenza della differenza di retribuzione in base al genere: il salario delle CEO donne è del 3,3% in meno rispetto a quello della controparte maschile. La seconda ipotesi dello studio riguarda l'esistenza e la rilevanza della differenza salariale nei singoli Paesi, dimostrando perché la letteratura precedente individua il gap in alcuni Stati e non in altri²⁰, definendo il gender pay gap come un fenomeno strettamente legato al contesto in cui si manifesta – argomento di cui si tratterà anche nel paragrafo successivo.

Le ipotesi della ricerca sono, quindi, così definite:

(H1): In media, le donne CEO ricevono un compenso inferiore rispetto ai CEO uomini.

(H2): Le differenze di compensazione tra CEO uomini e donne sono più piccole nei paesi più egualitari.

Per testare l'ipotesi H1, è stato utilizzato il seguente modello:

$$COMP = \alpha + \gamma \cdot FEMALE + \beta \cdot Controls + \varepsilon$$

dove la **variabile dipendente** rappresenta una proxy della remunerazione dei CEO. Seguendo la formulazione di Gupta, et al. (2018), la remunerazione è calcolata come il

²⁰ I risultati non significativi degli Stati Uniti non possono essere generalizzati per il resto del mondo, poiché in America sono presenti dei regolamenti che inibiscono il gender pay gap, come l'Equal Pay Act dal 1963. Più di 40 Stati hanno le proprie regole per ridurre il divario e assicurare parità salariale. Invece, la maggior parte dei Paesi in via di sviluppo non hanno mai imposto leggi contro la discriminazione salariale: la Banca Mondiale stima che solo la metà dei paesi del mondo ha una legislazione in vigore per ridurre o eliminare il gender wage gap.

logaritmo naturale del compenso totale²¹, scalato per il PIL pro capite di ogni Paese ($LN[\frac{COMP}{CAPITA}]$), rendendo il dato più comparabile tra i diversi Stati. La **variabile di interesse**, **FEMALE**, è una variabile binaria che assume il valore 1 se il CEO è una donna, altrimenti 0. Infine, **Controls** costituisce un vettore di variabili di controllo, di tutte le caratteristiche dell'impresa che potrebbero influire sulla definizione della remunerazione: una di queste può essere la performance d'impresa, alla quale la compensazione è sempre più legata, data la natura della remunerazione basata su equity, con l'obiettivo di controllare i costi di agenzia. Le variabili di controllo proxy della performance di impresa sono il ROA, la crescita delle vendite relativa all'anno precedente (SALS_GROWTH) e il rendimento annuale delle azioni (RETURN); come proxy della dimensione²² delle imprese è stato utilizzato il logaritmo naturale del totale degli assets (SIZE) e il numero di dipendenti (EMPLOYEES). Insieme alle variabili di controllo sulle caratteristiche delle imprese, sono state considerate anche variabili di controllo per le caratteristiche dell'individuo, come l'età, la formazione e l'abilità.

Per l'ipotesi H2, invece, si indaga in particolare se e in che misura le norme legali e sociali verso la parità di genere nel singolo Paese influenzano il gender pay gap tra i CEO. A tal fine, è analizzata l'interazione tra la variabile indipendente **FEMALE** e le variabili che misurano il livello di uguaglianza a livello di Stato:

$$COMP = \alpha + \gamma \cdot FEMALE + \delta \cdot GENDER_EGAL + \\ + \theta \cdot FEMALE \cdot GENDER_EGAL + \beta \cdot Controls + \varepsilon$$

²¹ Il compenso totale è formato da due componenti: compenso in denaro ($LN[\frac{CASH}{CAPITA}]$), che comprende salario, bonus e ogni altra forma di remunerazione, e compenso non in denaro ($LN[\frac{NON\ CASH}{CAPITA}]$), definito come la somma dei premi in azioni limitate, sovvenzioni azionarie, piani di incentivazione a lungo termine, premi in opzioni di azioni e piani pensionistici.

²² Seguendo i risultati di Bertrand e Hallock (2001), le donne hanno più probabilità di essere assunte come CEO in aziende più piccole.

GENDER_EGAL costituisce in generale una delle quattro variabili rappresentative delle misure nazionali per la parità. Queste sono così definite:

- *EGAL_INDEX*: definisce la dimensione di “egualitarismo” come il grado in cui gli individui sono visti come “moralmente eguali” (Schwartz, 1994). Promuove valori come l’uguaglianza e la giustizia sociale in ambiti della vita come il lavoro, la ricchezza e l’uguaglianza di genere.²³
- *WBL_INDEX*: definisce in che misura è presente una legislazione che influisce sull’accesso delle donne al mondo del lavoro, quindi cattura una componente puramente legale.²⁴
- *WEF_INDEX*: misura i divari tra i due generi in base alla possibilità di accesso alle risorse (piuttosto che al livello delle risorse disponibili) e considera quattro dimensioni (partecipazione economica, risultati scolastici, salute ed empowerment politico).²⁵
- *WEO_INDEX*: valuta la misura in cui le leggi e le opportunità permettono alle donne di partecipare alla forza lavoro in condizioni simili a quelle degli uomini.²⁶

La seconda equazione usa lo stesso set di variabili di controllo della prima e impiega errori standard robusti raggruppati per impresa e per anno.

Per avere un quadro generale, nella Tabella 4.1 sono riportati le osservazioni sulle retribuzioni dei CEO in ogni Paese e globalmente.

²³ Questa variabile fa affidamento sul lavoro di **Shalom H. Schwartz** del 1994 ed è stata ampiamente utilizzata nelle ricerche empiriche in ambito business e management.

²⁴ Questa variabile è fornita da un progetto della Banca Mondiale, “**Woman, Business and the Law (WBL)**”, che raccoglie dati e informazioni sulle leggi e sulle regolazioni riguardo le opportunità lavorative ed economiche delle donne.

²⁵ Questa variabile è definita utilizzando le statistiche governative disponibili su entrambi i generi per ogni paese, fornite dal **Global Gender Gap Report** del World Economic Forum.

²⁶ Questa variabile è costituita da un punteggio aggregato che utilizza dati provenienti da una varietà di fonti come la Banca Mondiale, L’OMS e diverse statistiche nazionali.

TABELLA 4.1 - Distribuzione del campione.

CEO gender pay gap per Paese

Paese	Osservazioni (N=91,281)			Compenso Totale (k\$)			Compenso Totale/PIL pro capite		
	Uomo	Donna	Rapporto	Uomo	Donna	Rapporto	Uomo	Donna	Rapporto
<i>Australia</i>	4,361	321	0.074	1,200	1,115	0.929	23.739	20.907	0.881
<i>Austria</i>	147	16	0.109	1,036	1,906	1.839	22.06	40.246	1.824
<i>Belgio</i>	462	29	0.063	1,316	678	0.515	29.607	15.421	0.521
<i>Canada</i>	6,335	365	0.058	1,812	1,419	0.783	40.215	31.473	0.783
<i>Cina</i>	2,920	246	0.084	434	288	0.663	82.648	54.198	0.656
<i>Danimarca</i>	250	11	0.044	1,396	1,641	1.176	24.27	29.77	1.227
<i>Francia</i>	3,381	157	0.046	1,341	583	0.434	32.959	15.218	0.462
<i>Germania</i>	1,776	96	0.054	1,857	2,488	1.340	42.959	56.589	1.317
<i>Hong Kong</i>	5,779	507	0.088	876	638	0.729	24.752	18.249	0.737
<i>India</i>	2,163	71	0.033	655	738	1.125	502.91	518.59	1.031
<i>Irlanda</i>	607	18	0.030	4,355	2,130	0.489	79.874	38.16	0.478
<i>Israele</i>	383	56	0.146	1,287	1,156	0.898	40.397	36.597	0.906
<i>Italia</i>	1,195	26	0.022	1,621	2,613	1.611	45.418	72.065	1.587
<i>Giappone</i>	848	25	0.029	1,846	1,816	0.984	46.371	43.668	0.942
<i>Giordania</i>	181	23	0.127	289	140	0.484	79.341	39.247	0.495
<i>Malesia</i>	943	47	0.050	2,065	4,526	2.192	42.284	92.97	2.199
<i>Olanda</i>	192	24	0.125	695	1,297	1.866	19.796	36.995	1.869
<i>NZ</i>	815	39	0.048	885	1,084	1.225	10.192	12.525	1.229
<i>Norvegia</i>	405	14	0.035	608	372	0.612	49.567	29.746	0.600
<i>Polonia</i>	432	44	0.102	2,045	2,213	1.082	42.288	45.076	1.066
<i>Singapore</i>	1,395	113	0.081	1,129	999	0.884	182.58	158.34	0.867
<i>Sud Africa</i>	448	13	0.027	1,801	677	0.376	62.363	23.784	0.381
<i>Svezia</i>	1,123	43	0.038	1,276	1,341	1.051	24.001	25.509	1.063
<i>Svizzera</i>	1,343	66	0.049	2,471	4,022	1.628	32.036	54.9	1.714
<i>Tailandia</i>	569	28	0.049	46	21	0.456	8.838	3.676	0.416
<i>UK</i>	7,210	630	0.087	1,753	1,798	1.026	40.779	41.621	1.021
<i>US</i>	39,610	2,937	0.074	3,192	2,796	0.875	62.736	54.558	0.870
<i>Tutti i Paesi</i>	85.316	5,965	0.070	2,232	2,032	0.910	63.794	52.15	0.817

NOTA: Questa tabella presenta la retribuzione del CEO per paese. I compensi includono tutte le remunerazioni finanziarie, tra cui stipendio, bonus in contanti, azioni e opzioni concesse. Le cifre dei compensi sono in dollari USA 2011 e sono indicate in migliaia. **Fonte:** Chen, Torsin, & Tsang, 2021

Gli Stati Uniti, non sorprendentemente, hanno uno dei livelli di retribuzione media totale più alto rispetto a tutti gli altri paesi del campione. Nonostante questo, i livelli più alti di retribuzione per le CEO donne si hanno in Malesia e Svizzera, nonostante siano osservate un numero relativamente basso di CEO donne. I paesi con il divario maggiore tra la retribuzione di uomo e donna sono Sudafrica, Irlanda, Francia e Giordania, dove si registra un compenso per i Ceo uomini pari circa al doppio rispetto a quello della controparte femminile. Al contrario, Austria, Olanda, Nuova Zelanda, Danimarca e Svizzera hanno il gap più alto in favore delle CEO donne. In media, prendendo in considerazione tutti e 27 i Paesi collettivamente, si registra un gap in favore degli uomini.

Nella Tabella 4.2, invece, sono descritte le statistiche riassuntive dell'intero campione: si nota che, in media, un CEO guadagna 2,22 mln di dollari e la remunerazione presenta una deviazione standard elevata, confermando l'ipotesi iniziale secondo la quale la retribuzione dei CEO varia significativamente tra singoli Stati. Inoltre, l'amministratore delegato ha mediamente 55 anni, ricopre più di una posizione e possiede una laurea. Per quanto riguarda le caratteristiche delle imprese, in media, sono redditizie (ROA = 0,001), hanno una crescita positiva delle vendite ed è quotati in borsa da circa 17 anni. Nella seconda parte della Tabella 4.2, i ricercatori conducono un'analisi univariata per descrivere le differenze tra i due generi rispetto al compenso e alle caratteristiche proprie del CEO. In media, gli amministratori delegati uomini ricevono una retribuzione totale significativamente più alta rispetto alle donne, inoltre, risulta statisticamente significativa soltanto la differenza rispetto al compenso in contanti (anche in questo caso, a favore degli uomini). Indagando sulle caratteristiche dei CEO, si nota che le donne sono leggermente più giovani dei CEO uomini, sono più "abili" e hanno meno probabilità di essere anche il presidente del CdA. Inoltre, in accordo con quanto ipotizzato precedentemente e in linea con i risultati di Bertrand & Hallock (2001), le donne hanno più probabilità di essere assunte in imprese più piccole e, sorprendentemente, in imprese che, in media, hanno una performance negativa. Questo ultimo risultato conferma

TABELLA 4.2 - Statistiche riassuntive e analisi univariata

<i>Variabile</i>	Oss	Media	DEV STD
<i>LN(COMP/CAPITA)</i>	91,281	3.247	1.207
<i>LN(CASH/CAPITA)</i>	91,281	2.967	1.044
<i>LN(NONCASH/CAPITA)</i>	91,281	1.245	1.691
<i>COMP (k\$)</i>	91,281	2.219	4.506
<i>CASH (k\$)</i>	91,281	1.250	2-070
<i>NON-CASH (k\$)</i>	91,281	0.967	3.348
<i>FEMALE</i>	91,281	0.065	0.247
<i>DUALITY</i>	91,281	0.237	0.425
<i>TENURE</i>	91,281	5.055	3.739
<i>ABILITY</i>	91,281	0.065	1.070
<i>AGE</i>	91,281	55.254	7.824
<i>EDUCATION</i>	91,281	0.926	0.726
<i>BOARD_NUM</i>	91,281	1.727	1.806
<i>SIZE</i>	91,281	0.867	1.161
<i>ROA</i>	91,281	0.001	0.168
<i>SALES_GROWTH</i>	91,281	0.002	0.007
<i>EMPLOYEE</i>	91,281	7.017	2.302
<i>FIRM_AGE</i>	91,281	16.566	2.870
<i>EGAL_INDEX</i>	91,281	4.739	0.209
<i>WBL_INDEX</i>	91,281	78.343	7.226
<i>WEO_INDEX</i>	91,281	77.049	8.683
<i>WEF_INDEX</i>	85,995	0.727	0.028

Analisi Univariata

Uomini (N=85,316)

Donne (N=5,965)

Diff

Variabili della retribuzione

<i>LN(COMP/CAPITA)</i>	3.254	3.144	0.109***
<i>LN(CASH/CAPITA)</i>	2.975	2.855	0.119***
<i>LN(NONCASH/CAPITA)</i>	1.245	1.254	-0.009
<i>COMP (k\$)</i>	2,232	2,032	200.844***

TABELLA 4.2 - Continua

	<i>Analisi Univariata</i>		
	<i>Uomini (N=85,316)</i>	<i>Donne (N=5,965)</i>	<i>Diff</i>
<i>CASH (k\$)</i>	1,261	1,093	168.117***
<i>Variabili specifiche dei CEO</i>			
<i>DUALITY</i>	0.241	0.187	0.054***
<i>TENURE</i>	5.069	4.850	0.219***
<i>ABILITY</i>	0.062	0.112	-0.049***
<i>AGE</i>	55.361	53.734	1.626***
<i>EDUCATION</i>	0.923	0.979	-0.056***
<i>BOARD_NUM</i>	1.730	1.683	0.047*
<i>Variabili specifiche dell'impresa</i>			
<i>SIZE</i>	0.875	0.756	0.118***
<i>ROA</i>	0.001	-0.023	0.025***

NOTA: * livello di significatività del test delle differenze 10%; ** livello di significatività del test delle differenze 5%; *** livello di significatività del test delle differenze 1%; **fonte:** Chen, Torsin, & Tsang, 2021

quanto verrà illustrato nel prossimo paragrafo, ovvero la differenza nella performance-sensitivity tra CEO uomini e CEO donne.

L'analisi univariata condotta nelle tabelle precedenti costituisce una prima evidenza sull'esistenza del gap salariale tra i due generi, in favore del genere maschile. Tuttavia, non possono costituire la prova conclusiva, poiché le differenze nelle retribuzioni possono essere influenzate da altre caratteristiche, proprie dell'azienda o dell'individuo. Quindi, Chen, Torsin e Tsang utilizzano anche le analisi multivariate. Nella Tabella 4.3, sono riportati i risultati della regressione effettuata per l'ipotesi H1, ovvero per la dimostrazione che, in media e globalmente, un CEO uomo riceve una remunerazione superiore rispetto a una CEO donna. Effettivamente la relazione negativa tra la variabile dipendente FEMALE e la variabile indipendente LN(COMP/CAPITA) risulta statisticamente significativa ad un livello di significatività dell'1%, evidenziando come il compenso totale degli amministratori delegati di genere femminile è circa il **3,3%** inferiore a quello degli amministratori delegati di genere maschile. Questo è il primo studio che introduce

TABELLA 4.3 - Regressione H1

Variabile	Campione completo			Campione senza USA
	(1) LN(COMP/CAPITA)	(2) LN(CASH/CAPITA)	(3) LN(NON-CASH/CAPITA)	(4) LN(COMP/CAPITA)
<i>FEMALE</i>	-0.033*** (-3.41)	-0,025*** (-3.01)	-0.026* (-1.65)	-0.029** (-2.05)
<i>DUALITY</i>	0.048*** (7.13)	0.048*** (7.90)	-0.015 (-1.43)	0.039*** (3.58)
<i>TENURE</i>	0.008*** (10.72)	0.011*** (16.65)	-0.004*** (-3.07)	0.011*** (9.97)
<i>ABILITY</i>	0.080*** (25.93)	0.057*** (20.34)	0.078*** (16.59)	0.063*** (15.90)
<i>AGE</i>	-0.002*** (-5.19)	0.003*** (8.74)	-0.015*** (-26.57)	0.002*** (2.79)
<i>EDUCATION</i>	0.037*** (9.68)	0.022*** (6.79)	0.075*** (12.56)	0.044*** (7.52)
<i>BOARD_NUM</i>	0.027*** (15.26)	0.022*** (13.86)	0.029*** (9.57)	0.038*** (13.67)
<i>SIZE</i>	0.365*** (83.96)	0.276*** (70.64)	0.434*** (59.47)	0.307*** (52.87)
<i>ROA</i>	0.400*** (22.19)	0.437*** (28.06)	0.213*** (8.26)	0.535*** (18.47)
<i>SALES_GROWTH</i>	2.311*** (5.51)	0.115 (0.34)	4.733*** (7.66)	0.990* (1.88)
<i>EMPLOYEE</i>	0.157*** (73.52)	0.138*** (71.71)	0.123*** (38.80)	0.134*** (48.64)
<i>FIRM_AGE</i>	0.003*** (3.28)	0.005*** (5.76)	-0.000 (-0.11)	0.009*** (5.48)
<i>N</i>	91,281	91,281	91,281	48,734
<i>Country FE</i>	SI	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.596	0.579	0.487	0.564

NOTA: La tabella presenta i risultati della regressione condotta con l'equazione che descrive l'H1. Il campione include le osservazioni per anno e per impresa di 27 paesi durante il periodo 2001-2016. Come variabile indipendente, per le colonne 1 e 4, è usato il log naturale del compenso totale annuo dei CEO scalato per il PIL pro-capite. Nelle colonne 2 e 3 il compenso totale è suddiviso nelle sue due componenti, cash e non-cash, quest'ultimo include i premi in azioni, i piani di incentivazione a lungo termine ecc. In parentesi sono riportati i t value basati sugli standard errors robusti raggruppati a livello di impresa e di anno. [* livello di significatività 10%; ** livello di significatività 5%; *** livello di significatività 1%; fonte: Chen, Torsin, & Tsang, 2021]

un'evidenza globale del fenomeno del gender gap, dopo le numerose ricerche per singolo Stato, che comunicano risultati contrastanti. Inoltre, costituendo gli Stati Uniti una grande frazione del campione e considerando come le regolamentazioni americane siano significativamente diverse da quelle degli altri Stati nel resto del mondo, i ricercatori hanno ripetuto l'analisi escludendo l'America: il risultato è che, globalmente, la retribuzione di una CEO donna è del 2,9% inferiore rispetto alla controparte maschile.

Una verifica aggiuntiva fornita dalla ricerca che è in analisi è descritta nella Tabella 4.4. In particolare, gli studiosi si sono chiesti se la presenza di un divario salariale di genere a livello globale fosse guidato principalmente dai Paesi in via di sviluppo e se escludendo questi ultimi dal campione la differenza risultasse non significativa. È stato quindi ridotto il campione, considerando solo le società di Hong Kong, Canada, Australia e EU. Dai risultati si nota una differenza statisticamente significativa tra la remunerazione di un CEO uomo e una CEO donna a Hong Kong per tutte le componenti della compensazione, mentre la differenza non risulta significativa per le altre regioni considerate. Tuttavia, in Europa, è emersa una differenza significativa per la componente non-cash della remunerazione, osservando che gli amministratori delegati di genere maschili ottengono più premi in azioni rispetto alla controparte femminile. Questi risultati sono fondamentali per affermare che il gender pay gap esiste ancora anche tra le imprese dei paesi più sviluppati.

Fin ora è stata, quindi, messa in evidenza l'esistenza di un **gap internazionale significativo** tra le remunerazioni dei CEO rispetto al genere, positivo per gli amministratori delegati uomini. La seconda ipotesi dello studio di Chen et al. analizza la misura in cui le attitudini verso le questioni di genere e le regolamentazioni dei Paesi del campione influenzano il divario. Ci si aspetta che le differenze tra le norme sociali o la diversa attenzione verso i trattamenti egualitari siano fattori importanti che spieghino l'eterogeneità del divario di genere nelle retribuzioni osservata tra gli Stati. Le variabili e l'equazione utilizzate per questo modello sono stati precedentemente descritti e i risultati, per ogni variabile dipendente, sono riportati nella Tabella 4.5.

TABELLA 4.4 - Gender Pay Gap in alcuni delle regioni più sviluppate

(a) Hong Kong			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE</i>	-0.134*** (-3.62)	-0.140*** (-4.02)	-0.071* (-1.72)
<i>N</i>	6,286	6,286	6,286
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.275	0.298	0.091
(b) Canada			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE</i>	0.026 (0.88)	0.042 (1.52)	0.054 (0.98)
<i>N</i>	6,700	6,700	6,700
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.601	0.541	0.496
(c) Australia			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE</i>	-0.015 (-0.44)	-0.013 (-0.44)	0.006 (0.12)
<i>N</i>	4,682	4,682	4,682
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.634	0.646	0.460
(d) EU			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE</i>	-0.22 (-0.76)	-0.044 (-1.61)	0.121*** (2.85)
<i>N</i>	13,717	13,717	13,717
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Country FE</i>	SI	SI	SI

<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.539	0.515	0.362

NOTA: Questa tabella presenta la relazione tra il genere del CEO e la compensazione per diversi importanti paesi sviluppati nel nostro set di dati: Hong Kong (a), Canada (b), Australia (c) e tutti i paesi dell'UE (d). Riportati tra parentesi sono i valori t basati su errori standard robusti. [* livello di significatività 10%; ** livello di significatività 5%; *** livello di significatività 1%; fonte: Chen, Torsin, & Tsang, 2021]

Nella parte (a) della tabella, la variabile dipendente utilizzata è *EGAL_INDEX*, che cattura il “grado di uguaglianza” tra gli individui: si nota come il coefficiente della relazione con FEMALE è negativo e significativo, mentre il termine di interazione FEMALE x EGAL_INDEX è positivo e significativo, dimostrando come in una società che promuove l’uguaglianza di genere, il gap retributivo a svantaggio delle donne tende a scomparire, coerentemente con quanto ipotizzato dallo studio. Nella parte (b) sono riportati i risultati utilizzando la variabile WBL_INDEX, che cattura un aspetto prettamente legale: ci si aspetta che la presenza di norme legali sull’uguaglianza riduca il divario retributivo, poiché le donne avrebbero più probabilità di impegnarsi in attività imprenditoriali e avere un CEO donna potrebbe essere una scelta più accettata. Infatti, si nota nuovamente un termine positivo e statisticamente significativo sul termine di interazione FEMALE x WBL_INDEX in tutte le componenti della retribuzione. Nella sezione (c), che incorpora i risultati del modello utilizzando la variabile WEO_INDEX (che cattura la partecipazione delle donne alla forza lavoro in condizioni simili a quelle degli uomini), troviamo ancora una volta un coefficiente di interazione FEMALE x WEO_INDEX positivo e significativo, indicando come le discrepanze retributive diminuiscano a mano a mano che gli Stati favoriscono una partecipazione più equa alla forza lavoro. Tuttavia, questo risultato non è significativo per tutte le componenti della retribuzione ma soltanto per quella monetaria. Infine, nella sezione (d) della tabella consideriamo le relazioni studiate con la variabile dipendente WEF_INDEX, che cattura le differenze a livello nazionale nella possibilità di accesso a risorse egualitarie per il mondo del lavoro, piuttosto che nelle risorse stesse, e si conferma ancora una volta che le imprese situate nei Paesi con un

TABELLA 4.5 - Risultati regressione per H2 (continua alla pagina successiva)

(a) EGAL_INDEX			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE x EGAL_INDEX</i>	0.382*** (5.80)	0.363*** (5.80)	0.344*** (4.20)
<i>FEMALE</i>	-1.850*** (-5.88)	-1.754*** (-5.86)	-1.630*** (-4.22)
<i>EGAL_INDEX</i>	-0.699*** (-34.56)	-0.725*** (-38.41)	0.181*** (7.29)
<i>N</i>	91,281	91,281	91,281
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Country FE</i>	NO	NO	NO
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.494	0.440	0.448
(b) WBL_INDEX			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE x WBL_INDEX</i>	0.004** (2.54)	0.003** (2.21)	0.006*** (3.31)
<i>FEMALE</i>	-0.356*** (-2.76)	-0.292** (-2.38)	-0.547*** (-3.45)
<i>WBL_INDEX</i>	-0.014*** (-11.53)	-0.002** (-2.05)	-0.029*** (-16.32)
<i>N</i>	91,281	91,281	91,281
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Country FE</i>	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.596	0.579	0.489
(c) WEO_INDEX			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE x WEO_INDEX</i>	0.008*** (4.14)	0.008*** (3.98)	0.002 (1.31)
<i>FEMALE</i>	-0.671*** (-4.28)	-0.626*** (-4.10)	-0.198 (-1.36)
<i>WEO_INDEX</i>	-0.031*** (-59.61)	-0.035*** (-70.79)	0.024*** (44.76)
<i>N</i>	91,281	91,281	91,281
<i>Controls</i>	SI	SI	SI

(c) WBL_INDEX			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>Country FE</i>	NO	NO	NO
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.522	0.489	0.459

(d) WEF_INDEX			
	LN(COMP/CAPITA)	LN(CASH/CAPITA)	LN(NON-CASH/CAPITA)
<i>FEMALE x WEF_INDEX</i>	1.577*** (2.90)	1.437*** (2.75)	0.2333 (0.40)
<i>FEMALE</i>	-1.164*** (-2.92)	-1.052*** (-2.74)	-0.184 (-0.44)
<i>WEF_INDEX</i>	-6.020*** (-42.29)	-6.255*** (-46.15)	2.587*** (15.81)
<i>N</i>	84,995	84,995	84,995
<i>Controls</i>	SI	SI	SI
<i>Country FE</i>	SI	SI	SI
<i>Industry FE</i>	SI	SI	SI
<i>Year FE</i>	SI	SI	SI
<i>Adj. R²</i>	0.614	0.602	0.513

NOTA: La tabella presenta i risultati della regressione condotta con l'equazione che descrive l'h1. Il campione include le osservazioni per anno e per impresa di 27 paesi durante il periodo 2001-2016. In parentesi sono riportati i t value basati sugli standard errors robusti raggruppati a livello di impresa e di anno. [* livello di significatività 10%; ** livello di significatività 5%; *** livello di significatività 1%; fonte: Chen, Torsin, & Tsang, 2021]

accesso più equo alle risorse, pagano anche in maniera più equa i propri amministratori delegati.

Complessivamente, da quest'ultima analisi, si evince che i progressi nelle regolamentazioni legislative e sociali promuovono l'uguaglianza anche nella remunerazione degli individui nelle posizioni apicali di impresa, come sostenuto dall'ipotesi H2 e dai capitoli precedenti. Infatti, questa analisi può avere pratiche implicazioni nella società, tra i legislatori e le imprese, mettendo in discussione l'efficacia delle leggi attuali. Tuttavia, questo studio di Chen, Torsin, & Tsang (2021) presenta una

limitazione: nonostante ne coinvolga 27, molti altri paesi del mondo, anche già sviluppati come Russia e Brasile, non sono inclusi nella ricerca per irreperibilità dei dati. Il gender pay gap individuato nell'analisi, quindi, può essere il risultato di un quadro incompleto della situazione globale.

4.3. Donne leader e la *performance-sensitivity* della retribuzione

Nel paragrafo precedente sono state analizzate evidenze empiriche sull'attuale esistenza di un divario salariale di genere a livello internazionale. Inoltre, si evince che il *gender wage gap*, seppur sia pervasivo in tutto il mondo, cambia di entità in base a un vario numero di fattori contestuali: settore industriale delle società, numero di dipendenti, livello di anzianità all'interno dell'impresa, dimensione dell'impresa. Un numero consistente di studi precedenti ha dimostrato come il divario salariale aumenti via via che una donna riesca a raggiungere le posizioni di più alte, risultato coerente con la teoria di esistenza del *glass ceiling*²⁷, una barriera invisibile che impedisce alle donne di salire la "scala aziendale". In questo paragrafo, attingendo ai risultati degli studi di genere, alla teoria principale-agente e alla letteratura sulla leadership, sarà discusso nello specifico il legame tra il divario salariale di genere e il contesto in cui si manifesta, in particolar modo indagando l'effetto che la performance della società ha sulle disuguaglianze salariali, specialmente a livello esecutivo. Sarà quindi indagata la relazione *pay-performance*, esaminando anche gli eventuali *attributional bias*²⁸ che possono condizionare la

²⁷ Il termine "**soffitto di vetro**", utilizzato per la prima volta in un articolo del Wall Street Journal, nel 1986, si riferisce comunemente a una barriera invisibile e figurata che impedisce l'avanzamento di carriera e la mobilità verso l'alto nelle imprese a causa di pregiudizi principalmente di genere, o razziali. I determinanti di questo fenomeno, indicati da diverse ricerche, includono gli stereotipi di genere, lo status di minoranza percepito, le attitudini psicologiche delle donne, l'atteggiamento dei datori di lavoro, le scelte occupazionali e i vincoli familiari.

²⁸ In psicologia, un **bias di attribuzione** è un pregiudizio cognitivo che si riferisce agli errori sistematici commessi quando gli individui valutano o cercano di trovare ragioni per i propri comportamenti e quelli degli altri. Facciamo costantemente attribuzioni: giudizi e supposizioni sul perché gli altri si comportano in determinati modi. Tuttavia, le attribuzioni non riflettono sempre accuratamente la realtà. Piuttosto che

progettazione della retribuzione: questo tipo di pregiudizi ha la capacità di generare differenze nella relazione tra il compenso dei dirigenti e la performance dell'impresa, in funzione del genere.

Il legame tra paga e prestazioni e l'effetto che questo ha sulle discriminazioni negli ambienti di lavoro, si basa sulla definizione di compenso ottimale secondo la teoria di agenzia, già citata nel secondo capitolo di questo testo: riprendendo, secondo la teoria principale-agente, il pacchetto ottimale di retribuzione per un manager è quello che collega il compenso ad alcune misure di performance, per attenuare i costi di agenzia e per incentivare gli agenti alla buona disciplina. Il presupposto implicito di questa teoria è che il manager ha un certo controllo sui risultati di impresa e quindi le sue azioni si riflettono, almeno in parte, negli indicatori di performance: secondo questa logica, una performance migliore indica che il manager ha agito in linea con gli interessi degli azionisti (Murphy, 1999). Alcuni ricercatori hanno individuato una relazione forte e positiva tra la remunerazione degli amministratori delegati e le performance (Murphy, 1999; Renneboog e Trojanowski, 2006), altri invece non hanno trovato una relazione statisticamente significativa (Barkema e Gomez-Mejia, 1998; Bebchuk e Fried, 2004; Jensen e Murphy, 1990; Thierry, 1998), mentre è dimostrato che è più forte la relazione tra la remunerazione e la grandezza dell'impresa. Questa varietà di risultati può dipendere dall'utilizzo di diversi indicatori di performance per l'analisi.

Tuttavia, tale relazione pay-performance non è facilmente determinabile, è piuttosto debole e la sua natura discrezionale può fornire opportunità di discriminazione. Infatti, la paga di un direttore esecutivo sembra essere legata al potere relativo di esso, prodotto dall'insieme di fattori politici, organizzativi e psicologici, diversi dalla performance effettiva (Bebchuk & Fried, 2004). Inoltre, la ricerca suggerisce che le prestazioni di impresa tendono ad essere attribuite direttamente al leader, con relativamente poca attenzione a fattori esterni, come le forze di mercato. Questo fenomeno è indicato come

operare come percettori oggettivi, l'individuo è incline a errori percettivi che portano a interpretazioni distorte del proprio mondo sociale.

il *romanticismo della leadership* (Romance of leadership, Meindl, Ehrlich, e Dukerich, 1985): spesso, infatti, la percezione della leadership deriva da concezioni "romantiche" del ruolo del leader nel determinare particolari eventi o perseguire determinate azioni, piuttosto che dalle qualità del singolo leader. In particolare, si sostiene che tali percezioni sovrastimino l'impatto del leader sui risultati di impresa positivi e non tengano conto di eventuali forze esterne in caso di risultati negativi, come la più ampia forza economica²⁹: in altre parole, una buona performance aziendale determina la percezione di un leader dotato di carisma, mentre una cattiva performance aziendale porta a dedurre che un leader manca di carisma. Ci si chiede, quindi, come il romanticismo della leadership sia applicato alle donne leader e quali conseguenze abbia sul loro guadagno in termini di stipendi e bonus: uno studio di Kulich et al. (2007) suggerisce che, in accordo con i precedenti lavori sul romanticismo della leadership, la performance aziendale svolge un ruolo importante nella formazione della *percezione* delle abilità del leader, e quindi delle ricompense che ricevono, ma tale valutazione non funziona allo stesso modo per leader uomini e donne, poiché le donne sono tipicamente *percepite* come meno adatte al ruolo di leader rispetto agli uomini e, quindi, sono *percepite* anche come agenti di influenza delle performance meno credibili; di conseguenza, risultati positivi ottenuti sotto la guida di una dirigente donna potrebbero passare inosservati poiché tendenzialmente attribuiti a fattori esterni, piuttosto che alle caratteristiche (in questo caso, il carisma) dell'individuo. Pertanto, se i risultati di impresa sono attribuiti direttamente alle azioni di un leader uomo, ma non accade lo stesso per la controparte femminile, ci si aspetta che anche i

²⁹ Le prime ricerche condotte sul tema sono di Ichheiser e Heider (1943; 1949; 1970), in cui indagano l'attribuzione dei risultati ai fattori individuali, piuttosto che a fattori esterni: in particolare, hanno identificato la tendenza degli osservatori a non interpretare in maniera corretta l'effetto causale dei fattori individuali, indicando come l'origine degli eventi o dei risultati l'individuo, piuttosto che le circostanze. La persona è, quindi, vista come il "prototipo dell'origine", nonostante le azioni siano sempre dovute a una combinazione di fattori personali e situazionali. Questi, secondo Heider, si traduce in una sovrastima dell'influenza di un individuo e una sottostima dei fattori circostanziali, fenomeno definito comunemente come **"errore fondamentale di attribuzione"**. (Heider, 1944) (Ichheiser, 1949)

premi monetari ricevuti potrebbero essere soggetti alla stessa asimmetria. In altre parole, il legame tra la retribuzione e la performance (*pay-performance sensitivity*) sarà più forte per un CEO uomo, piuttosto che per le colleghe donne. In particolare, se i comitati di remunerazione sono effettivamente influenzati dai sopracitati bias attributivi (cioè, percepiscono i leader femminili come meno strumentali al raggiungimento di particolari risultati aziendali), allora la retribuzione dei manager femminili sarà meno sensibile alla performance aziendale e, di conseguenza, meno rischiosa.

Una possibile ragione è che l'immagine del tipico leader tende ad essere associata a tratti maschili e gli stereotipi tradizionali attribuiti alle donne non corrispondono con la rappresentazione del "buon" leader: gli stereotipi di genere attribuiscono comunemente alla donna i tratti di persona dolce e affettuosa (tratti *communal*) che, naturalmente, sono tratti considerati positivi, ma potrebbero non essere considerati particolarmente utili in contesti manageriali in cui, invece, sono apprezzate le qualità *agentic*, competenza, assertività e risolutezza, ovvero la capacità di esercitare influenza e implementare il cambiamento³⁰. Inoltre, gli stereotipi di genere tendono a rafforzare l'ipotesi che le donne sono considerate un gruppo di "stato inferiore", di minoranza, rispetto agli uomini, percependole meno strumentali e quindi leader meno efficaci. La letteratura su tale tema è vasta: Lee e James (2007) affrontano la questione della nomina degli amministratori delegati al variare del genere e, in particolare, mostrano come la nomina di un CEO uomo sia recepita da parte degli stakeholder in maniera più positiva rispetto alla nomina di una CEO donna, confermando la poca fiducia attribuita a queste ultima come leader;

³⁰ Studi sociopsicologici riguardo il ruolo sociale suggeriscono che gli individui imparano ad associare tratti e caratteristiche specifiche a uomini e donne in base ai tipi di lavori che hanno tradizionalmente svolto, arrivando a differenziare i ruoli di genere in base ai tratti "communal" o "agentic". Questi studi identificano la fusione, basata sullo stereotipo, del genere maschile con i tratti della leadership: sicuro di sé, duro, dominante, assertivo, strumentale, di controllo, ambizioso, forte, competitivo e "incline ad agire come un leader"; mentre le caratteristiche "communal", attribuite principalmente alle donne, sono costituite dall'interesse affettuoso per gli altri, dalla preoccupazione, dalla disponibilità, gentilezza e sensibilità: tratti che si sovrappongono poco a quelli attribuiti al "buon leader". (Isaac, Kaatz, & Carnes, 2012)

d'altra parte, questi ricercatori, dimostrano che se una donna viene promossa a CEO internamente, tale nomina è più apprezzata rispetto a un'assunzione esterna, seppur maschile, mentre il contrario accade per gli uomini. Pyszczynski e Greenberg (1981), infatti, evidenziano che, apparentemente, la precedente presenza della dirigente donna nell'azienda segnala la sua capacità di guidarla e, quindi, perdono di rilevanza le percezioni sulla leadership femminile; al contrario, la valutazione delle capacità di leadership dei CEO uomini, appena nominati, non sembra essere influenzata dalla loro precedente familiarità con le aziende che devono gestire.

Queste differenze di percezione dei leader possono portare a valutazioni distinte, e basate sul genere, dei risultati di impresa e a implicazioni sulla determinazione della remunerazione. L'agency theory implica che se le donne manager non sono percepite dai comitati di remunerazione come *agentic* o strumentali al raggiungimento dei risultati previsti, potrebbero avere meno probabilità di ricevere compensi sensibili alle performance. Sempre secondo la teoria, uno dei fattori chiave che determinano il compenso basato sulle performance, efficace nell'allineare gli obiettivi dell'agente con quelli del principale, è il **grado di controllo** che l'agente può esercitare sui risultati d'impresa (Miller et al., 2002): un tale tipo di remunerazione potrebbe esporre le donne leader a un grosso rischio e, alla fine, provocare conseguenze indesiderate.

Tutti questi fattori possono contribuire alla variazione dell'intensità della relazione *pay-for-performance* in base al genere. Questo tema è uno dei due argomenti su cui hanno indagato C. Kulich, G. Trojanowski, M. Ryan, S.A. Haslam. dell'università di Exeter (2011). Più specificatamente, la ricerca fornisce l'evidenza empirica dell'esistenza di un effettivo gap retributivo di genere tra le posizioni dirigenziali di società quotate del Regno Unito, quando ci riferisce a bonus e incentivi, elementi di paga che erano stati ignorati negli studi di genere precedenti; inoltre, questo studio estende la letteratura esistente esaminando il divario retributivo, dimostrato reale, in relazione alle performance aziendali, quindi esplorando la sensibilità nel contesto della remunerazione esecutiva: come analizzeremo nel dettaglio più avanti, la ricerca rivela che esiste una relazione

positiva statisticamente significativa tra i risultati della società e gli incentivi per i dirigenti maschi, ma non è provata per la controparte femminile. La formulazione della ricerca si basa su uno studio precedente di uno degli stessi autori, C. Kulich (2007), che tuttavia considerava partecipanti non esecutivi; quindi, non può essere considerato di validità universale. Con la ricerca del 2011, sono state affrontate tali limitazioni, indagando la relazione tra remunerazione dei dirigenti e performance aziendali in un contesto organizzativo reale, con dati economici autentici.

Le ipotesi su cui si costruisce la ricerca sono:

(H1): Le assegnazioni di bonus variano in funzione del genere: i bonus degli amministratori esecutivi uomini sono più alti di quelli delle amministratrici esecutive donne;

(H2): la performance-sensitivity dei bonus attribuiti ai dirigenti varia in funzione del genere: gli incentivi dei CEO uomini sono più sensibili alla performance aziendale rispetto a quelli delle CEO donne.

La ricerca, quindi, identifica due ulteriori dimensioni delle discrepanze salariali: prima di tutto le differenze di genere nella struttura dei pacchetti di incentivi degli amministratori delegati e la sensibilità di tali pacchetti al variare delle performance aziendali. A tale scopo è stato esaminato un campione di 524 aziende britanniche quotate in borsa. Per costruire il campione in maniera specifica, sono stati identificati gli anni aziendali durante i quali almeno una donna era direttrice esecutiva e aveva un ruolo nel consiglio di amministrazione; successivamente ciascuna di esse sono state abbinate con un direttore uomo che svolge lo stesso *ruolo* in un'impresa dello stesso *settore* e di pari *dimensioni*. Queste tre variabili di controllo, settore, ruolo e dimensione, influenzano la probabilità che una donna ricopra un particolare ruolo di amministratore in una determinata azienda (Niessen & Ruenzi, 2007) e possono spiegare una parte rilevante della variazione dei pacchetti retributivi dei dirigenti in base al genere. Il campione così creato si compone di 524 osservazioni per impresa e per anno, 262 per le donne e 262 per gli uomini. Una

caratteristica particolare del campione è l'appartenenza del 41% delle direttrici esecutive donne al settore dei servizi per i consumatori, il 20% al settore finanziario, il 14% al settore industriale, un altro 14% al settore tecnologico e il 5% alle aziende sanitarie, coerentemente con la tendenza delle dirigenti esecutive donne a concentrarsi in alcuni settori specifici.

Al fine di esaminare il divario retributivo di genere, gli studiosi impiegano diverse **misure di compensazione**. L'attenzione è concentrata sulla componente del pacchetto retributivo esplicitamente progettata per premiare la performance manageriale, cioè la dimensione dei bonus pagati agli amministratori esecutivi; tuttavia, sono studiate anche misure di compensazione aggiuntive:

- Stipendio base;
- Retribuzione diretta diversa dallo stipendio base o dal bonus;
- Retribuzione incentivante: somma del valore di Black-Scholes per le assegnazioni di opzioni incondizionate³¹ e del valore completo dei piani di incentivazione a lungo termine (Long-Term Incentive Plans, LTIPs).

Per quanto riguarda, invece, le **misure di performance** si distinguono due categorie di misure: misure di performance basate sulla contabilità e indicatori di performance azionaria. Nei modelli utilizzati dalla ricerca analizzata in questa sezione, viene impiegata una metrica per ciascuna classe di misure: per la prima classe (contabilità) è utilizzato il ROA, mentre la Q di Tobin³² riflette la performance azionaria. È importante notare che, poiché i bonus sono generalmente concessi per ricompensare i manager per la performance raggiunta, gli indicatori di performance sono ritardati di un anno: la

³¹ Le assegnazioni di opzioni incondizionate di riferiscono alle assegnazioni in cui la maturazione non dipende dal raggiungimento di specifici criteri di rendimento. (Kulich, Trojanowski, Ryan, Alexander Haslam, & Renneboog, 2011) Le assegnazioni di opzioni condizionate in cui le opzioni maturano solo dopo aver soddisfatto determinati criteri di rendimento soddisfatti sono classificate come LTIP.

³² **Tobin's Q**: rapporto tra la somma di capitalizzazione di mercato e il valore contabile del debito, e il valore contabile delle attività totali.

dimensione dei bonus nell'anno t è modellata come una funzione della performance aziendale nell'anno $t - 1$ e delle altre variabili discusse di seguito. Come già accennato precedentemente, lo studio considera diverse *variabili di controllo* che potrebbero influenzare la progettazione dei sistemi di retribuzione dei dirigenti:

- **La dimensione dell'azienda**, definita come logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato dell'impresa;
- **Il rischio dell'azienda**, calcolato come la volatilità annuale del prezzo delle azioni;
- **Le dimensioni del CdA**, misurato come il logaritmo naturale del numero dei membri del CdA, esecutivi e non esecutivi;
- **Le differenze di settore**;
- **Durata mandato** degli amministratori;
- **Età** del dirigente.

La tabella 4.6 fornisce le statistiche descrittive delle variabili utilizzate.

Il primo modello utilizzato è costituito da **test univariati non parametrici di Wilcoxon**³³, per confrontare i livelli di compensazione dei dirigenti esecutivi uomini e donne. Tuttavia, poiché un quinto degli amministratori del campione non ha ricevuto un bonus nell'anno considerato, la distribuzione della variabile dipendente risulta *censurata a sinistra* e per

³³ Il **test di Wilcoxon**, insieme al test di Mann-Whitney, è uno dei più potenti test non parametrici per verificare, in presenza di valori ordinali provenienti da una distribuzione continua, se due campioni statistici provengono dalla stessa popolazione. In caso di campioni indipendenti, ci si riferisce al test di Wilcoxon-Mann-Whitney come alla valida alternativa non parametrica del test t di Student. Mentre, il test di Wilcoxon per campioni appaiati, utilizzato per misure ripetute e non per campioni indipendenti, è l'alternativa al test t di Student per campioni appaiati.

TABELLA 4.6 - Statistiche descrittive del campione

<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Std. Dev.</i>
<i>Female</i>	0.50	0.50
<i>Base Salary (k£)</i>	186.48	141.30
<i>Bonus (k£)</i>	92.62	163.47
<i>Other direct compensation</i>	22.82	55.54
<i>Incentive Pay</i>	272.18	930.00
<i>Total Pay</i>	617.37	1183.67
<i>Bonus/Base salary</i>	0.40	0.60
<i>Incentive pay / Base salary</i>	0.98	2.18
<i>ROA (%)</i>	-1.96	20.56
<i>ROE (%)</i>	6.25	286.09
<i>ROS (%)</i>	-45.32	456.59
<i>Tobin's Q</i>	3.02	9.74
<i>Stock return (%)</i>	15.18	81.25
<i>LN(Market Capitalization)</i>	5.23	2.18
<i>LN(Total assets)</i>	5.35	2.49
<i>LN(Sales)</i>	4.97	2.51
<i>LN(#employees)</i>	7.01	2.35
<i>Risk</i>	33.56	13.79
<i>Board size</i>	2.05	0.36
<i>Director's tenure in the role</i>	4.02	3.82
<i>Director's tenure on the board</i>	4.77	4.65
<i>Director's tenure in the company</i>	7.38	6.74
<i>Director's age</i>	45.56	6.95

NOTA: fonte Kulich, Trojanowski, Ryan, Alexander Haslam, & Renneboog, 2011

questo le ipotesi sono testate con il **modello Tobit**³⁴: è molto importante che il coefficiente del modello di Tobit indichi gli effetti che uno dei regressori ha sia sulla probabilità di un dirigente di ricevere il bonus, sia sulla dimensione dello stesso.

Di seguito sono riportati i principali risultati della ricerca. Nella tabella 4.7 sono descritte le caratteristiche del matched sample e i risultati dei test univariati effettuati con il test di Wilcoxon: le differenze di performance tra i sotto-campioni non risultano statisticamente significative, come non lo sono anche le differenze riguardanti le dimensioni dell'azienda o i livelli di rischio. I test, invece, mostrano una differenza statisticamente significativa nelle dimensioni del CdA: gli amministratori delegati di sesso femminile sono membri di CdA più grandi. Questo ha un impatto diretto sulla remunerazione, in quanto è stato dimostrato che le dimensioni maggiori di un consiglio di amministrazione producono un effetto positivo sulla compensazione dei dirigenti esecutivi e, quindi, non è possibile individuare un divario retributivo di genere significativo. Un'ulteriore importante evidenza risiede nella significatività della differenza rispetto alla durata della presenza del dirigente esecutivo all'interno dell'azienda: coerentemente con la teoria dell'esistenza del soffitto di cristallo, le dirigenti donna risultano impiegate più a lungo nelle loro aziende rispetto ai dirigenti uomini.

Nella figura 4.4 sono illustrate le principali differenze di remunerazione tra dirigenti uomo e donna, suddivisi in salario base, bonus e salario totale. Si nota che esiste un significativo divario di genere nel valore della compensazione totale degli amministratori esecutivi con i valori dei test pari a $z = 2,41$ e $p = 0,02$. La mediana del guadagno di una donna CEO è pari a 257.000 £/anno, mentre per l'uomo è pari a 316.000 £/anno. Questo si traduce in un divario retributivo di genere nel salario totale di circa il 19%. Analizzando le varie componenti della paga totale il divario è ulteriormente confermato: in linea con

³⁴Il modello Tobit è un modello di regressione in cui l'intervallo osservato della variabile dipendente è censurato o troncato. Coniato originariamente da J. Tobin, venne successivamente denominato "modello Tobit", dall'unione di Tobin e modello probit, nel 1964. Il metodo di stima per i parametri di un modello Tobit è quello della massima verosimiglianza.

TABELLA 4.7 - Test univariati non parametrici di Wilcoxon

	Full sample (N=524)	Male directors' sample (n=262)	Female directors' sample (n=262)	Differences between samples	
	Median	Median	Median	Wilcoxon test Z	p-value
<i>ROA (%)</i>	3.34	3.74	2.84	0.20	0.84
<i>ROE (%)</i>	8.22	8.91	8.05	0.25	0.80
<i>ROS (%)</i>	7.06	8.99	6.45	0.91	0.37
<i>Tobin's Q</i>	1.95	1.98	1.92	0.04	0.97
<i>Stock return (%)</i>	0.95	0.26	1.75	0.54	0.59
<i>LN(Market Capitalization)</i>	4.95	4.87	5.11	0.82	0.41
<i>LN(Total assets)</i>	5.27	5.35	5.11	2.84	0.01
<i>LN(Sales)</i>	4.85	4.73	5.08	2.29	0.02
<i>LN(#employees)</i>	7.14	6.91	7.36	1.06	0.29
<i>Risk</i>	29.36	28.48	29.67	0.27	0.79
<i>Board size</i>	2.08	2.08	2.08	2.33	0.02
<i>Director's tenure in the role</i>	2.80	2.85	2.80	0.68	0.50
<i>Director's tenure on the board</i>	3.30	3.30	3.30	1.25	0.21
<i>Director's tenure in the company</i>	5.20	4.70	5.80	2.19	0.03
<i>Director's age</i>	46.00	47.00	43.00	5.31	0.00

NOTA: I test statistici di Wilcoxon sono effettuati su campioni accoppiati (matched samples). In questo caso i livelli di significatività corrispondono a quelli di un test bilaterale. **Fonte:** Kulich, Trojanowski, Ryan, Alexander Haslam, & Renneboog, 2011.

le ipotesi dello studio, il bonus assoluto mediano ammonta a 36.000 £ per l'uomo e 26.500 £ per la donna, registrando un gap del 36% circa ($z = 2,51$, $p = 0,01$).

Inoltre, la ricerca rivela come i bonus guadagnati dalla donna non sono inferiori a quelli della controparte maschile solo in termini monetari, ma anche in termini relativi: infatti, il bonus mediano di un CEO donna è pari al 24% del suo stipendio base, mentre per l'uomo



FIGURA 4.4 - Gender pay gap: confronto delle mediane delle componenti di un pacchetto retributivo di un CEO. La figura confronta alcune delle componenti di un pacchetto retributivo, in particolare salario base e bonus, per il matched sample dello studio. Le statistiche riportate si basano sui test di Wilcoxon e i livelli di significatività corrispondono a test bilaterali. (fonte: Kulich et al. 2010)

la quota è pari al 27%. Questa differenza statisticamente significativa ($z = 1,97$, $p = 0,05$) conferma l'ipotesi 1 (H1).

Per quanto riguarda l'analisi sulla seconda ipotesi, riguardante la performance-sensitivity della remunerazione, è stato utilizzato il modello di regressione Tobit, come precedentemente indicato. Nella tabella 4.8 sono riportate le stime dei modelli Tobit che esaminano la dimensione del bonus assegnato a un CEO in funzione della performance aziendale, mentre sono controllate le variabili di controllo introdotte in precedenza.

Il modello 1 (colonne 2-4) spiega la dimensione assoluta del bonus, mentre il modello 2 (colonne 5-7) esamina la dimensione del bonus rispetto al salario base. I risultati riportati in tabella 4.8 suggeriscono che i dirigenti esecutivi uomini vengono premiati per buone performance aziendali, mentre vengono "puniti" per risultati di impresa non favorevoli. Questi hanno una probabilità significativamente maggiore di ricevere bonus più alti se la prestazione della loro impresa nell'anno t-1 è stata buona. Infatti, si nota, i coefficienti

TABELLA 4.8 – Modello di Tobit utilizzato per stimare la dimensione assoluta e relativa dei bonus guadagnati dai CEO.

<i>Variabile</i>	Modello 1 Variabile dipendente: bonus			Modello 2 Variabile dipendente: bonus/salario base		
	Stima	t	p-value	Stima	t	p-value
<i>Intercept</i>	-446.17	-4.32	0.00	-1.25	-3.59	0.00
<i>Female</i>	-33.51	-1.48	0.14	-0.02	-0.33	0.75
<i>ROA</i>	3.66	2.82	0.01	0.01	3.36	0.00
<i>ROA * Female</i>	-3.42	-2.35	0.02	-0.01	-2.12	0.04
<i>Tobin's Q</i>	5.08	2.09	0.04	0.02	2.13	0.03
<i>Tobin's Q * Female</i>	-5.91	-1.99	0.05	-0.02	2.20	0.03
<i>Director's age</i>	1.37	0.88	0.38	0.00	0.69	0.49
<i>Director's tenure in the role</i>	4.96	1.84	0.07	0.01	1.00	0.32
<i>Board size</i>	38.68	1.07	0.29	0.42	3.44	0.00
<i>LN(Market capitalization)</i>	48.02	7.14	0.00	0.05	2.26	0.02
<i>Risk</i>	-0.42	-0.41	0.69	-0.00	-0.98	0.33
<i>Year after 2002 (dummy)</i>	65.72	3.50	0.00	0.11	1.79	0.07
<i>Industry dummies</i>	Yes		0.06	Yes		0.01
<i>Obs</i>		345			345	
<i>N. of left-censored obs</i>		78			78	
<i>Log-Likelihood</i>		-1780.08			-268.08	
<i>Goodness-of-fit</i>		Pseudo-R ² = 0.05			Pseudo-R ² = 0.18	
<i>Model test</i>		LR $\chi^2(17)$ = 172.89			LR $\chi^2(17)$ = 116.58	
<i>P-value</i>		0.00			0.00	

NOTA: Il modello Tobit è un modello di regressione in cui l'intervallo osservato della variabile dipendente è censurato o troncato. In questo caso si tratta di una censura a sinistra, in cui il numero di osservazioni censurate è pari a 78. Con questo modello è stata esaminata la dimensione del bonus guadagnato da un CEO come funzione della performance di impresa. Il modello 1 (colonne 2-4) spiegano la dimensione assoluta del bonus; il modello 2 (colonne 3-6) esaminano la dimensione del bonus in relazione al salario di base. I livelli di significatività corrispondono a quelli di un test bilaterale.
Fonte: Kulich, Trojanowski, Ryan, Alexander Haslam, & Renneboog, 2011.

delle variabili utilizzate per rappresentare le performance, sia contabile con il ROA, sia del mercato azionario con il Tobin's Q, sono positivi e statisticamente significativi in entrambi i modelli. Per le direttrici donne, invece, si nota che la positività della relazione tra l'entità del bonus e la performance aziendale è attenuata e tale relazione è resa non statisticamente significativa. Le stime negative significative per i termini di interazione tra la performance e la variabile femminile neutralizzano ampiamente i coefficienti delle variabili di performance. Se ne deduce che la sensibilità alla performance per la paga dei dirigenti uomini è forte e positiva, mentre è praticamente nulla per le donne. Quest'analisi fornisce un forte supporto alla H2.

Per l'analisi economica dei bonus, sono stati confrontati i bonus corrispondenti al decile più basso di performance con quelli del decile più alto. Dalla ricerca risulta che all'aumentare della prestazione, il bonus attribuito ai direttori esecutivi uomini aumenta del 263% (da £41.733 a £151.489). Al contrario, l'aumento corrispondente per una direttrice donna è solo pari al 4% (da 71.083 a 73.705). Analogamente, i risultati del modello 2 mostrano come passare dal decile più basso al decile più alto di performance corrisponde a una quota di bonus quadruplicata per l'uomo (dal 15,1% al 59,8% dello stipendio base), mentre per le donne l'aumento della quota di bonus è di circa un terzo rispetto a quello maschile (dal 28,1% al 37,2% dello stipendio di base). In altre parole, l'aumento *relativo* dei bonus degli uomini in funzione dei risultati di impresa è circa nove volte maggiore rispetto all'aumento *relativo* del bonus per le donne. Da questa analisi è possibile dedurre l'estrema dipendenza dal contesto del divario salariale di genere, come ampiamente discusso in precedenza in questo capitolo: le stime dei parametri dell'effetto diretto del genere non sono statisticamente significative, quindi, il fenomeno del gender pay gap non può essere considerato assoluto, ma più complesso e fortemente contestuale.

Prendendo in considerazione alcune delle variabili di controllo si nota che: la dimensione dell'azienda è una determinante altamente statisticamente significativa sia nell'entità, relativa e assoluta, del bonus, sia nella probabilità di riceverlo; inoltre, i coefficienti della

dimensione del CdA di cui è membro il dirigente esecutivo e della dimensione del bonus ricevuto da quest'ultimo sono correlati positivamente.

Questa ricerca è stata ritenuta fondamentale per lo scopo del presente lavoro di tesi poiché va oltre la semplice dimostrazione dell'esistenza del gender pay gap nelle posizioni apicali d'impresa e identifica ulteriori aspetti delle discrepanze di genere. Infatti, in accordo con H2, un esame del divario attraverso diverse condizioni di performance dimostra che il fenomeno è estremamente dipendente dal contesto aziendale. Si ricava che, mentre c'è una relazione positiva tra la performance aziendale e i bonus per i manager maschi, il modello non si replica per le donne. Confrontando le aziende con basse prestazioni finanziarie con le aziende migliori, l'entità dei bonus per gli uomini si quadruplicano, mentre l'aumento per le dirigenti donne è solo del 30%. L'aspetto positivo, per le dirigenti donne, può essere ricavato nel fatto che esse non ricevono grandi aumenti quando l'azienda va bene, ma non vengono punite se accade il contrario. Mentre per gli uomini, l'enorme aumento negli incentivi in caso di buone prestazioni si traduce in un enorme diminuzione in caso contrario. La *performance-sensitivity* della paga delle donne, quindi, è molto più bassa rispetto agli uomini e, conseguentemente, il divario di genere risulta attenuato in caso di risultati di impresa negativi.

Questi risultati, tuttavia, portano ad alcune domande sulla valutazione, o sulla percezione, dell'operato delle CEO donne. Ricerche precedenti suggeriscono che gli stereotipi di genere possono influenzare il modo in cui le donne sono valutate in ruoli "tipicamente maschili". Il fatto che le donne non siano ricompensate in base alla performance potrebbe riflettere le teorie preesistenti secondo le quali le donne leader non influenzino gli ambienti organizzativi tanto quanto gli uomini. La stessa Kulich, già nel 2007, sostiene che le donne dirigenti possono essere considerate non totalmente responsabili dei risultati aziendali perché sono *percepite* prive dei tratti **agentic**, associati tipicamente al leader uomo, come la competenza manageriale e la capacità di influenzare (Schein, 2001). Così, sembrerebbe che le nozioni del romanticismo della leadership precedentemente discusse, che associano i CEO con il potere di ottenere buone

performance, senza considerare fattori esterni come le forze di mercato, con la credibilità e con la capacità di agire, non si estendono alle CEO donne. Di conseguenza, i risultati dello studio analizzato non solo contribuiscono alla letteratura sull'esistenza del gender wage gap ma possono avere implicazioni anche nella teoria del management in generale, perché il fenomeno descritto sfida l'universalità di alcune delle attuali teorie della leadership e della progettazione dei compensi manageriali ottimali, come il romanticismo della leadership (Meindl, Ehrlich, & Dukerich, 1985) e la teoria principale-agente (Murphy, 1999), mostrando come gruppi sociali diversi ricevono trattamenti significativamente diversi. Le distorsioni sopra menzionate nella valutazione dei leader atipici (rispetto a quelli prototipici) hanno, infatti, importanti ripercussioni sui modelli di remunerazione ottimale, richiedendo che questi siano considerevolmente più complessi e vincolati al contesto. I contratti manageriali modellati dalla teoria principale-agente, su queste basi, potrebbero non essere più considerati come la soluzione *second-best*, come avviene generalmente a causa dell'asimmetria informativa, ma piuttosto come soluzione *third-best*, la cui utilità è ulteriormente compromessa dai fattori psicologici e comportamentali che possono avere effetti rilevanti e diversi su gruppi sociali percepiti diversi (Kulich, Trojanowski, Ryan, Alexander Haslam, & Renneboog, 2011).

Lo studio appena analizzato apre le porte a ulteriori questioni, portate avanti da altri ricercatori che sostengono, per esempio, che le differenze retributive viste in precedenza possono essere dovute a *preferenze di genere* per certi pacchetti retributivi. In particolare, le ricerche sulle "personal choice" asseriscono che le donne hanno aspettative salariali più basse rispetto agli uomini (Briel et al., 2021; Heckert et al., 2002; Major e Konar, 1984), mentre secondo le ricerche sulla leadership gli uomini leader tendono ad essere più fiduciosi nelle proprie capacità e sicuri di sé (Bajtelsmit e Bernasek, 1996; Barber e Odean, 2001; Isaac et al. 2011). Quindi, se viene posta una scelta, i manager uomini potrebbero essere più propensi ad accettare pacchetti retributivi molto sensibili alle performance rispetto alle donne, nella convinzione di non essere a rischio di prestazioni negative. Non è dimostrato però che l'*overconfidence* degli uomini porti effettivamente a un maggior successo rispetto alla controparte femminile nel raggiungere determinati obiettivi. Le

donne nella letteratura sono spesso definite come *avverse al rischio*, soprattutto in settori come la finanza. Conseguentemente, le leader donne sono più propense ad accettare un sistema di retribuzione poco sensibile alle performance, evitando il rischio di fallimento, riconoscendo i fattori che possono influenzare negativamente i risultati che sono fuori dal loro controllo. Tuttavia, la tendenza delle donne di essere maggiormente avverse al rischio può essere il risultato di una volontà di adattarsi allo stereotipo che è stato loro attribuito nel tempo, prescrittivo sul modo in cui dovrebbero comportarsi in posizioni di leadership. Conseguentemente, la tendenza da parte delle donne ad accettare pacchetti di remunerazioni meno rischiosi (derivante dagli stereotipi), non fa altro che alimentare il divario di genere. Per ridurlo e per distruggere il soffitto di cristallo è necessario che la tendenza ad evitare il rischio o una minor fiducia non siano considerati come tratti stabili della donna in generale, ma siano visti come parte di un processo complesso che varia con il contesto e le situazioni (Dwyer, Gilkeson e List, 2002; Lenney, 1977).

In conclusione, le potenziali conseguenze dei modelli di bonus documentati dallo studio sopra analizzato sono molteplici. In primo luogo, la letteratura mostra che i bonus e gli incentivi ricevuti da un manager possono essere uno strumento importante per indagare come un leader viene valutato all'interno del proprio contesto lavorativo e, soprattutto, come questa persona è *percepita* in termini di influenza e competenze. Le basse retribuzioni sono associate alla mancanza di credibilità e all'incapacità di influenzare e, pertanto, la minore entità dei bonus ottenuti dalle leader donne può significare che queste siano percepite come meno competenti dei colleghi uomini e, di conseguenza, hanno meno probabilità di raggiungere posizioni lavorativa che non sottovalutino le loro capacità. Inoltre, queste *percezioni* legate alla dimensione dei bonus possono rafforzare gli stereotipi femminili: la ricerca sperimentale dimostra che gli individui che ricevono bonus più elevati sono considerati *agentic*, ovvero influenti e competenti; gli individui pagati di meno, invece, sono percepiti *communal*, con tratti come l'accoglienza, tipicamente attribuiti alla donna a causa degli stereotipi di genere. Perciò, avendo dimostrato in questa ricerca che le donne ottengono effettivamente bonus inferiori

rispetto agli uomini, si rafforza la convinzione che le donne leader siano *communal* e gli uomini leader competenti e influenti. In un contesto manageriale ciò è critico poiché tali stereotipi condizionano la percezione del "buon leader" e alimentano la difficoltà per le donne di raggiungere posizioni apicali, rafforzando il soffitto di cristallo. Infine, un'ultima conseguenza può essere riconosciuta nella difficoltà da parte delle aziende di trattenerne donne leader di talento, poiché non retribuite secondo le proprie competenze, ma sottovalutate. Se gli incentivi sono un metodo di riconoscimento dei successi e di premiazione per le buone performance, e se alle donne non viene riconosciuto questo merito, saranno meno motivate a raggiungere gli obiettivi dell'azienda o a ottenere posizioni più di alto livello (Ryan, et al., 2008), conseguenza in linea con la scarsità delle donne in posizioni aziendali di alto livello, come il CEO, e con la loro breve permanenza all'interno della stessa azienda rispetto agli uomini, come discusso in precedenza.

5. Conclusioni

Nel presente lavoro di tesi sono stati analizzati diversi contributi utili della letteratura trattante il tema della rappresentanza femminile nelle posizioni aziendali di più alto livello. Lo scopo è stato quello di proporre evidenze empiriche sull'esistenza del divario di genere a livello aziendale, in modo tale da comprendere come, tutt'oggi, ci sia urgenza di un cambiamento culturale, nonostante i numerosi obiettivi raggiunti nel corso degli anni.

Per prima cosa, è stato studiato il contesto dei Consigli di Amministrazione, in particolare in Europa, data l'importanza sempre maggiore attribuita agli interventi legislativi di regolamentazione della parità di genere. Dopo una prima presentazione della situazione al 2021, è stato analizzato l'impatto dell'introduzione delle leggi sulle quote nelle società quotate italiane in due diversi modi: in primo luogo è stato valutato l'impatto della maggiore presenza femminile nei CdA sulle performance d'impresa; in secondo luogo, si indaga l'effetto delle leggi su altri attributi dei Consigli, come le principali caratteristiche sociodemografiche, ovvero età dei membri, formazione precedente e legami familiari. Per quanto riguarda il primo filone di indagini, tutti i modelli dinamici utilizzati per analizzare la variazione della performance aziendale misurata da ROA, ROE, ROIC e ROS, all'aumentare della diversità di genere nel CdA, riportano un impatto a forma di U: si ricava che l'effetto stimato inizia ad essere positivo quando la quota di donne supera il 17%-20% dei membri del consiglio. In effetti, l'evidenza supporta l'idea alla base della *teoria della massa critica*, cioè l'ipotesi secondo la quale le donne possono influenzare le decisioni del consiglio di amministrazione e di conseguenza la performance dell'azienda solo quando viene raggiunto una soglia minima. Risulta anche che, in seguito alla nomina di nuove donne ai sensi della legge, i consigli sono diventati più diversificati in termini di età e background professionale e di formazione. Infatti, l'età media dei membri del consiglio è diminuita, mentre il grado medio di istruzione formale è aumentato.

Inoltre, è stato posto il focus sugli effetti che un maggior numero di donne può avere nei consigli di vigilanza e, in particolare, nello stabilire le politiche di remunerazione dei

manager esecutivi. I risultati della ricerca analizzata in questo senso suggeriscono come la presenza di amministratrici donne nel consiglio di sorveglianza incaricato alla progettazione dei sistemi di remunerazione esecutiva, determini livelli più bassi di crescita delle paghe dei CEO e livelli più bassi di opposizione alle retribuzioni pianificate (say on pay). Nel loro insieme, questi risultati supportano l'ipotesi secondo la quale le donne dirigenti contribuiscono alla moderazione della retribuzione dei CEO, portando a sistemi più in linea con lo scenario ottimale della *agency theory*. Inoltre, la riduzione dei voti dissenzianti della say on pay, informa che gli azionisti delle imprese hanno un atteggiamento positivo nei confronti delle donne nei consigli di sorveglianza. Per concludere l'analisi nel contesto degli interventi regolatori per la rappresentanza femminile nei CdA, è stato condotto un confronto tra l'effetto delle leggi obbligatorie delle quote di genere e l'effetto di interventi regolatori *soft*, quali possono essere gli interventi volontari di ogni impresa o le raccomandazioni nei codici di buona disciplina della Corporate Governance o, ancora, l'aumento dell'attenzione pubblica sul tema. Questi ultimi possono essere indotti dai politici o dagli stessi dirigenti aziendali per aumentare la consapevolezza del problema, senza dover imporre leggi sulle quote obbligatorie. Tuttavia, è stato messo in evidenza come un'accentuata attenzione pubblica abbia effetti maggiori solo se nell'impresa è già presente una forte cultura organizzativa più inclusiva e attenta alle diversità, suggerendo che in mancanza di questa occorre o un cambiamento radicale della strategia e della cultura stessa aziendale, o imporre interventi legislativi obbligatori.

Gli obiettivi del seguente lavoro non si riducono all'analisi degli effetti e delle possibili alternative delle leggi sulle quote di genere nei CdA, ma sono approfonditi diversi aspetti che caratterizzano gli alti livelli esecutivi di impresa e il top management. Dalla prima parte del lavoro sono emerse diverse prove a sostegno di un sostanziale aumento della partecipazione femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate, a livello internazionale. Al contrario, ci sono meno prove che attestino un cambiamento significativo nella quota di donne nei più alti **gradi dirigenziali esecutivi**. A questo livello di impresa, il numero di donne rimane consistentemente basso. Anche in questo

contesto, dopo aver percorso l'evoluzione della presenza della figura femminile nelle posizioni più alte della piramide delle organizzazioni, nel top management e, quindi, nelle posizioni della cosiddetta "c-suite" (CEO, CFO, COO, CTO, etc.), ovvero i top manager che hanno raggiunto il massimo livello esecutivo e che rappresentano il più alto livello di responsabilità manageriale, sono state analizzate le evidenze statistiche che studiano il divario salariale di genere, dimostrandone l'esistenza a livello globale, e le relazioni tra il genere, la retribuzione dei top manager e le performance di impresa, ispezionando la relazione tra i bonus manageriali e le variabili di performance, dimostrando come le paghe e i premi concessi agli uomini non sono solo più ampi di quelli assegnati alle donne, ma anche molto più sensibili alle prestazioni rispetto a quelli della controparte femminile (**pay-performance sensitivity**).

In conclusione, nonostante i numerosi progressi avuti da più di vent'anni, l'uguaglianza di genere resta uno dei temi più importanti e dibattuti nei contesti politici, economici e sociali. Come dimostrano i dati riportati in questo testo, siamo ancora lontani da una piena parità di genere in ambito corporate, assunzione sostenuta anche dalla presenza dell'obiettivo 5 nell'Agenda 2030: *"Raggiungere l'uguaglianza di genere e l'autodeterminazione di tutte le donne e ragazze"*; in particolare il target 5.5 si riferisce alla partecipazione femminile a tutti i livelli decisionali: *garantire piena ed effettiva partecipazione femminile e pari opportunità di leadership ad ogni livello decisionale in ambito politico, economico e della vita pubblica*. Infatti, si sostiene che solo con piena inclusività e diversità si può raggiungere un successo aziendale che sia sostenibile e duraturo³⁵.

Di seguito è riportata una sintesi dei risultati più rilevanti ricavati dalla letteratura empirica analizzata nel testo. In particolare, per ogni studio sono indicati gli autori, le ipotesi testate, il modello statistico e i dati utilizzati, i principali risultati e il riferimento tabellare presente nel testo.

³⁵ Dalle parole di Chiara Gasparotto, vice CEO di ESTRO – European Society for Radiotherapy and Oncology.

Autori	Anno	Ipotesi	Modello	Dati	Risultati	Riferimenti
1 Bruno, G. S., Ciavarella, A., & Linciano, N. (2018). Bruno, Giovanni S. F. and Ciavarella, Angela and Linciano, Nadia. <i>Boardroom Gender Diversity and Performance of Listed Companies in Italy</i> .	2018	L'aumento della percentuale di donne nei CdA delle società, dovuto alle leggi sulle quote, ha effetti statisticamente significativi sulle performance di impresa rappresentate dagli indici ROA, ROIC, ROE.	Regressione statica: metodo dei minimi quadrati (1); modello dei minimi quadrati a due stadi (2). Regressione dinamica: metodo dei momenti generalizzato (GMM).	Campione: 22.003 amministratori di 2.219 società italiane quotate in borsa, nel periodo 2008-2016	Non ci sono evidenze significative in accordo con l'ipotesi. Relazione statisticamente significativa tra la % di donne e tutte le variabili di performance	Tabella 2.4; Tabella 2.5; Tabella 2.6; Tabella 2.7;
2 Ferrari, G., Ferraro, V., Profeta, P., & Pronzato, C. D. (2016). <i>Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance and the Stock Market</i> .	2016	L'aumento della percentuale di donne nei CdA delle società, dovuto alle leggi sulle quote, ha effetti statisticamente significativi sulle caratteristiche individuali dei CdA.	Modello difference-in-difference: confronto pre e post riforma.	Dati individuali: principali caratteristiche socio-demografiche dei membri dei CdA delle società quotate italiane, periodo 2007-2014 Dati impresa: informazioni economiche e finanziarie delle società quotate italiane	Relazioni statisticamente significative tra la % di donne nei CdA e le caratteristiche individuali dei membri.	Tabella 2.8
3 Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). <i>Women in the boardroom and their impact on governance</i> .	2009	Le assegnazioni dei membri del board ai comitati di sorveglianza è influenzata dal loro genere.	Metodo dei minimi quadrati (OLS)	Campione: 1938 società, periodo 1996-2003	Ipotesi non rifiutata	Tabella 2.9
4 García-Izquierdo, A., Fernández-Méndez, C., & Arrondo-García, R. (2018). <i>Gender Diversity on Boards of Directors and Remuneration Committees: The Influence on Listed Companies in Spain</i> .	2018	Le società con maggiore presenza femminile nei comitati di remunerazione registrano un tasso di crescita più basso della paga dei CEO. Le società con maggiore presenza femminile nei comitati di remunerazione registrano una percentuale diversa di voti di dissenso sulla <i>say on pay</i> .	Metodo dei minimi quadrati (OLS)	Dati panel non bilanciati da società spagnole quotate in borsa sul Madrid Stock Exchange, nel periodo 2011-2015	Relazione negativa statisticamente significativa tra in numero di donne e il tasso di crescita della paga esecutiva. Relazione negativa statisticamente significativa tra in numero di donne e la quota di voti di dissenso sulla <i>say on pay</i> .	Tabella 2.12 Tabella 2.13

FIGURA 5.1 – Nella tabella è presente una sintesi dettagliata delle ricerche analizzate nei precedenti capitoli. In particolare, sono descritte le ipotesi testate, i modelli utilizzati per l'analisi empirica, i dati utilizzati e i principali risultati. Inoltre, nella colonna 8 è inserito il riferimento al testo.

5	Mensi-Klarbach, H., Leixnering, S., & Schifflinger, M. (2019). <i>The Carrot or the Stick: Self Regulation for Gender Diverse Boards via Codes of Good Governance</i> .	L'autoregolamentazione volontaria, basata unicamente sulle raccomandazioni contenute nei codici di Corporate Governance, non è efficace nell'aumentare la quota di donne amministratrici. L'autoregolamentazione volontaria basata sulle raccomandazioni contenute nei codici di disciplina, su target specifici per gli obiettivi e sul monitoraggio continuo dei risultati , è efficace nell'aumentare la percentuale di donne amministratrici.	Modello lineare generalizzato (GLM) log-lineare con distribuzione di Poisson.	Dati di società quotate austriache nel periodo 2006-2015	Non c'è evidenza statisticamente significativa dell'efficacia delle sole raccomandazioni.	Tabella 3.1
6	Giannetti, M., & Wang, T. (2021). <i>Public Attention to Gender Equality and Board Gender Diversity</i> .	La self-regulation volontaria è efficace sotto la minaccia che l'autorità di regolamentazione possa attuare interventi legislativi obbligatori.	Analisi delle differenze	Campione: 5.936 società quotate americane, nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017, per un totale di 34.283 amministratori.	Relazione statisticamente significativa tra la minaccia di interventi obbligatori e la % di donne amministratrici	Tabella 3.3
7	Chen, X., Torsin, W., & Tsang, A. (2021). <i>International differences in the CEO gender pay gap</i> .	L'attenzione pubblica sul tema dell'uguaglianza di genere è legato a un aumento della rappresentanza femminile, dato dal cambiamento di attitudine delle imprese. In media, le donne CEO ricevono un compenso inferiore rispetto ai CEO uomini. Le differenze di compensazione tra CEO uomini e donne sono più piccoli nei paesi più egualitari.	Metodo dei minimi quadrati (OLS)	Campione: 1.352 amministratori delegate donne e 17.656 CEO uomini, di 27 paesi diversi, nel periodo che va dal 2001 al 2016.	Relazione negativa statisticamente significativa tra la variabile dummy FEMALE (=1 se il CEO è donna) e il compenso. I progressi nelle regolamentazioni legislative e sociali promuovono l'uguaglianza anche nella remunerazione dei CEO.	Tabella 4.3 Tabella 4.5
8	Kulich, C., Trojanowski, G., Ryan, M., Alexander Haslam, S., & Renneboog L. (2011). <i>Who gets the carrot and who gets the stick? Evidence of gender disparities in executive remuneration</i> .	I bonus assegnati agli amministratori esecutivi uomini sono più alti di quelli delle amministratrici esecutive donne. Gli incentivi attribuiti ai CEO uomini sono più sensibili alla performance aziendale rispetto a quelli delle CEO donne (<i>pay-performance sensitivity</i>).	Test univariati non parametrici di Wilcoxon Modello di regressione Tobit	Matched sample di 192 dirigenti esecutivi donne e uomini appartenenti a società quotate in borsa del Regno Unito, nel periodo 1998-2004.	Evidenza di un divario statisticamente significativo tra le dimensioni assoluta e relativa dei bonus assegnati ai CEO uomini e quelli assegnati alle CEO donne. Relazione fortemente statisticamente significativa tra l'entità del bonus e le performance d'impresa per i CEO uomini. La stessa relazione non risulta significativa per le donne CEO. Agli uomini è attribuita una <i>pay-performance sensitivity</i> più alta.	Figura 4.4 Tabella 4.8

FIGURA 5.2 - Nella tabella è presente una sintesi dettagliata delle ricerche analizzate nei precedenti capitoli. In particolare, sono descritte le ipotesi testate, i modelli utilizzati per l'analisi empirica, i dati utilizzati e i principali risultati. Inoltre, nella colonna 8 è inserito il riferimento al testo.

Bibliografia

(s.d.).

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance. *Journal Of Financial Economics*.
- Adams, S., Gupta, A., Haughton, D., & Leeth, J. (2007). Gender differences in CEO compensation: evidence from the USA. *Women in Management Review, Vol. 22 No. 3*, 208-224.
- Bajtelsmit, V., & Bernasek, A. (1996). Why do women invest differently than men? *Association for Financial Counseling and Planning Education 7 (1)*, 1-10.
- Barber, B., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics 116 (1)*, 261-291.
- Barkema, H. G., & Gomez-Nejia, L. R. (1998). Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Academy of Management Journal, Vol. 41, No 2*.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). Pay without Performance. *Academy of Management Perspectives, Vol. 20, No. 1*.
- Bertrand, M., & Hallock, K. (2001). The Gender Gap in Top Corporate Jobs. *ILR Review*.
- Borrenbergs, J., Vieira, R., & Georgakopoulos, G. (2017). Remuneration Committees' Gender Composition as a Determinant of Executive Board Compensation Structure. *International Business Research 10(2):135*.
- Braithwaite, J. (2002). Rewards and Regulation. *Journal of Law and Society, Volume 29, Issue 1*, 12-26.
- Briel, S., Osikominu, A., Pfeifer, G., Reutter, M., & Satlukal, S. (2021). Gender differences in wage expectations: the role of biased beliefs. *Empirical Economics, 62*, 187-212.
- Bruno, G. S., Ciavarella, A., & Linciano, N. (2018). Bruno, Giovanni S. F. and Ciavarella, Angela and Linciano, Nadia, Boardroom Gender Diversity and Performance of Listed Companies in Italy. *CONSOB Working Papers No. 86, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3251744>*.
- Bugeja, M., Matolcsy, Z. P., & Spiropoulos, H. (2012). Is there a gender gap in CEO compensation? *Journal of Corporate Finance, Volume 18, Issue 4*, 849-859.
- Carter, I. (2011). *Human Behavior in the Social Environment: A Social System Approach*. New York: Routledge.
- Chandler, A. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Enterprise*. MIT Press, Boston.
- Chen, X., Torsin, W., & Tsang, A. (2021). International differences in the CEO gender pay gap. *Corporate Governance: An International Review*, 1-26.

- Ciaravella, A. (2017). Board Diversity and Firm Performance Across Europe. *CONSOB Working Papers No. 85*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3084114> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3084114>.
- Commissione europea, D. g. (2021). *2021 report on gender equality in the EU*. Publications Office.
- Dwyer, P., Gilkeson, J., & List, J. (2002). Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors. *Economics Letters* 76 (2), 151-158.
- EWOB. (2021). *Gender Diversity Index of women on Boards and in corporate Leadership*. Kantar Public.
- Ferrari, G., Ferraro, V., Profeta, P., & Pronzato, C. D. (2016). Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance and the Stock Market. *IZA DP No. 10239*.
- García-Izquierdo, A., Fernández-Méndez, C., & Arrondo-García, R. (2018). Gender Diversity on Boards of Directors and Remuneration Committees: The Influence on Listed Companies in Spain. *Front. Psychol.* 9:1351. doi: 10.3389/fpsyg.2018.01351.
- Giannetti, M., & Wang, T. (2021). Public Attention to Gender Equality and Board Gender Diversity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, Forthcoming, European Corporate Governance Institute*.
- Grosvold, J., & Brammer, S. (2011). National Institutional System as Antecedents of Female Board Representation: An Empirical Study. *Corporate Governance: An International Review*.
- Gupta, V., Mortal, S., & Guo, X. (2018). Revisiting the gender gap in CEO compensation: Replication and extension of Hill, Upadhyay, and Beekun's (2015) work on CEO gender pay gap. *Strat Mgmt J.*
- Heckert, T., & et al. (2002). Gender differences in anticipated salary: Role of salary estimates for others, job characteristics, career paths, and job inputs. *Sex Roles* 47 (3-4), 139-151.
- Heider, F. (1944). Social perception and phenomenal causality. *Psychological Review*, 51(6), 358-374.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review* 28, no. 3: 383-96. <https://doi.org/10.2307/30040728>.
- Ichheiser, G. (1949). Sociopsychological and cultural factors in race relations. *American Journal of Sociology* 54(5), 395-401.
- Isaac, C. A., Kaatz, A., & Carnes, M. (2012). Deconstructing the Glass Ceiling. *Sociology Mind, Vol.2 No.1*.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review, No. 3*.

- Jewson, N., & Mason, D. (1986). The theory and the practice of equal opportunities policies: liberal and radical approaches. *Sociological Review*.
- Kanter, R. (1977). *Men and Women of the Corporation*. New York: Basic Books.
- Kirsch, A. (2021). *Women on Board Policies in Member States and the Effects on Corporate Governance*. European Union, 2021.
- Klettner, A., Boersma, M., & Clarke, T. (2014). Strategic and Regulatory Approaches to Increasing Women in Leadership: Multilevel Targets and Mandatory Quotas as Levers for Cultural Change. *Journal of Business Ethics*.
- Klettner, A., Clarke, T., & Boersma, M. (2016). Strategic and Regulatory Approaches to Increasing Women in Leadership: Multilevel Targets and Mandatory Quotas as Levers for Cultural Change. *Journal of Business Ethics*, 113, 395-419.
- Kulich, C., Ryan, M., & Haslam, S. (2007). Where is the romance for women leaders? Gender effects on the romance of leadership and performance-based pay. *Applied Psychology: An International Review* 56 (4), 582-601.
- Kulich, C., Trojanowski, G., Ryan, M., Alexander Haslam, S., & Renneboog, L. (2011). Who gets the carrot and who gets the stick? Evidence of gender disparities in executive remuneration. *Strat. Mgmt. J.*, 32, 301-321.
- Lee, P. M., & James, E. H. (s.d.). She'-e-os: gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments. *Strategic Management Journal*, Volume 28, Issue 3, 227-241.
- Lenney, E. (1977). Women's confidence in achievement settings. *Psychological Bulletin* 84 (1), 1-13.
- Løyning, T. (2021). Regulating for gender equality in business: the law on gender quotas and the network of interlocking directorates in Norway, 2008–2016. *Review of Social Economy*.
- Major, B., & Konar, E. (1984). An investigation of sex differences in pay expectations and their possible causes. *The Academy of Management Journal* 27 (4), 777-792.
- Meindl, J. R., Ehrlich, S. B., & Dukerich, J. D. (1985). The Romance of Leadership. *Administrative Science Quarterly*.
- Mensi-Klarbach, H., & Risberg, A. (2019). *Diversity in Organizations: Concepts and Practices*. Macmillan International Higher Education.
- Mensi-Klarbach, H., Leixnering, S., & Schiffinger, M. (2019). The Carrot or the Stick: Self-Regulation for Gender-Diverse Boards via Codes of Good Governance. *Journal of Business Ethics*.
- Miller, J., Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal* 45(4), 745-756.

- Monaco, P., & Venchiarutti, A. (2017). Women on Corporate Boards: A Comparative Appraisal of Italian Law. *European Business Law Review, Forthcoming*.
- Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. *Handbook of Labor Economics, Elviesier, Volume 3, Part B*, 2485-2563.
- Niessen, A., & Ruenzi, S. (2007). Sex matters: Gender differences in a professional setting. *Working paper University of Cologne*.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2005). Control Structures and Payout Policy. *Managerial Finance* 33(7).
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007). The managerial labor market and the governance role of shareholder control structures in the UK. *Xfi Working Paper no. 06/07*.
- Rigolini, A., & Huse, M. (2017). Women on Board in Italy: The Pressure of Public Policies. In C. Seierstad, P. Gabaldon, & H. Mensi-Klarbach, *Gender Diversity in the Boardroom*. Palgrave Macmillan, Cham.
- Ryan, M., Kulich, C., Haslam, S., Hersby, M., & Atkins, C. (2008). Examining gendered experiences beyond the glass ceiling: The glass cliff and the precarious of the glass cliff and the gender pay gap. In S. Vinnicombe, R. Burke, V. Singh, D. Bilimoria, & M. Huse, *Women on Corporate Boards of Directors: Research and Practice* (p. 165-183). Edward Elgar.
- Schwartz, S. H. (1994). Are There Universal Aspects in the Structure and Contents of Human Values? *Journal of Social Issues, Vol. 50, No. 4*, 19-45.
- Seierstad, C., & Opsahl, T. (2011). For the few not the many? The effects of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway. *Scandinavian Journal of Management, vol. 27, issue 1*, 44-54.
- Thierry, H. (1998). Compensating Work. In P. J. Drenth, H. Thierry, & C. Wolff, *Handbook of Work and Organizational Psychology* (p. 291-315). Psychology Press Ltd.
- Wang, M., & Kelan, E. (2013). The Gender Quota and Female Leadership: Effects of the Norwegian Gender Quota on Board Chairs and CEOs. *Journal of Business Ethics* 117, 449-466.