

POLITECNICO DI TORINO

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



Tesi di Laurea di II livello

**Diversità di genere nella struttura del Consiglio di
Amministrazione e relativa influenza sulla politica
di distribuzione dei dividendi nel segmento
Euronext Milan**

Relatrice:
Prof.ssa Laura Rondi

Candidata:
Elena Elia

Marzo 2026

Indice

Premessa e scopo del lavoro	1
Capitolo I.....	4
1. PARTECIPAZIONE DELLE DONNE NELLE POSIZIONI APICALI E QUADRO NORMATIVO IN EUROPA E ITALIA	4
1.1 Le ragioni della sottorappresentanza femminile	4
1.2 I dati sulla sottorappresentanza femminile	6
1.3 Politiche e norme sulla diversità di genere all'interno dei Consigli di amministrazione.....	9
1.4 Principali caratteristiche delle società quotate italiane: proprietà e struttura.....	12
1.5 Evoluzione della <i>Corporate Governance</i>	17
1.6 Le Quote Rosa in Italia: la legge Golfo-Mosca 120/2012	21
1.7 Gli effetti della Legge Golfo-Mosca sulle società coinvolte e confronto con quelle non coinvolte.....	23
Capitolo II	33
2. LE DONNE NEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE.....	33
2.1 Il CdA come meccanismo di Corporate Governance	33
2.2 La teoria dell'Agenzia	34
2.3 Diversità di genere nel Consiglio di amministrazione.....	44
2.3.1 La teoria delle risorse	48
2.3.2 La teoria del capitale umano	50
2.3.3 La teoria del <i>tokenismo</i> e della massa critica.....	51
2.4 Rassegna risultati empirici	53
Capitolo III.....	60
3. L'INFLUENZA DELLE DONNE SULLA POLITICA DEI DIVIDENDI.....	60
3.1 Principali teorie relative ai dividendi	61
3.1.1 La teoria dell'indifferenza	61
3.1.2 La teoria di Walter	62
3.1.3 La teoria del "Bird-in-the-Hand"	62
3.1.4 La teoria dell'Effetto Fiscale	63

3.1.5	La teoria degli Effetti di Clientela dei Dividendi	64
3.1.6	La teoria dell'agenzia applicata alla politica dei dividendi: il modello di sostituzione e il modello di risultato	65
3.1.7	La teoria della segnalazione	67
3.1.8	La teoria del ciclo di vita dell'impresa.....	67
3.1.9	La teoria degli <i>Stakeholder</i>	68
3.1.10	La teoria del <i>Catering</i>	69
3.2	Fattori determinanti nelle politiche dei dividendi.....	71
3.3	L'influenza delle amministratrici donne sulle politiche dei dividendi	77
3.3	Rassegna risultati empirici	80
Capitolo IV.....		88
4.	RICERCA APPLICATA	88
4.1	Rilevanza dell'elaborato	88
4.2	Metodologia e raccolta dati	91
4.2.1	Campione.....	91
4.2.2	Variabili.....	92
4.2.3	Ipotesi sviluppate	95
4.2.4	Statistiche descrittive.....	98
4.2.5	Test delle differenze tra medie	103
4.3	Regressioni sull'intero campione di imprese	108
4.3.1	Regressione con <i>Dividend Payout</i> su campione intero	109
4.3.2	Regressione con <i>Dividend/Asset</i> su campione intero	113
4.3.3	Regressione con <i>Dividend/Sales</i> su campione intero	115
4.3.4	Analisi dei risultati	118
4.3.5	Regressione sulla massa critica su campione intero.....	121
4.4	Regressioni su sottocampione di imprese private	125
4.4.1	Regressione con <i>Dividend Payout</i> su imprese private.....	126
4.4.2	Regressione con <i>Dividend/Asset</i> su imprese private	129
4.4.3	Regressione con <i>Dividend/Sales</i> su imprese private	131
4.5	Regressione sul sottocampione di imprese pubbliche	133
4.5.1	Regressione con <i>Dividend Payout</i> su imprese pubbliche	134

4.5.1	Regressione con <i>Dividend/asset</i> su imprese pubbliche.....	135
4.5.2	Regressione con <i>Dividend/asset</i> su imprese pubbliche.....	137
	Conclusioni.....	140
	Bibliografia.....	142
	Sitografia.....	144

Premessa e scopo del lavoro

La corretta composizione dei Consigli di amministrazione è considerata uno dei profili di efficacia dei sistemi di *corporate governance*. In particolare, è stato messo in luce come l'eterogeneità di capacità e competenze, di profili professionali e di visioni, costituisca un valore aggiunto, in quanto ha un impatto positivo sui processi decisionali strategici, sul controllo esecutivo e *sull'iter* di risoluzione dei problemi. Dal momento che esso assume la responsabilità del governo economico e dei risultati aziendali, la capacità di svolgere efficacemente il controllo sull'operato del *management* e di supportare il processo decisionale strategico dipende strettamente dalla sua composizione, con particolare riferimento alle caratteristiche personali e all'*expertise* dei componenti. Inoltre, una *governance* efficace, se percepita come tale dagli attori del mercato, può fungere da leva competitiva per l'impresa: difatti, quest'ultima si distinguerà per una maggiore trasparenza e integrità della condotta aziendale e per una maggiore affidabilità. Ciò avrà una diretta ripercussione sul valore aziendale e sulla facilitazione di accesso al capitale. Dunque, per garantire un'adeguata composizione del *board* è necessaria una diversità dei suoi membri, che non si declina solo in termini di età, provenienza geografica e *background* culturale, ma anche di genere. Difatti, la valorizzazione dell'eterogeneità dei membri del Consiglio di amministrazione come risorsa strategica per la competitività e le *performance* economico-finanziarie delle imprese coinvolge anche la presenza e il ruolo delle donne negli organi di governo aziendali, storicamente sottorappresentate.

Questo tema è, perciò, al centro della strategia europea che promuove la parità di genere tra donne e uomini nelle posizioni apicali delle imprese. In questa direzione, molti Paesi dell'Unione Europea hanno introdotto delle quote rosa, per colmare il *gender gap* che caratterizza i Consigli societari. L'Italia si inserisce armoniosamente in questo quadro, introducendo nel 2011 la Legge Golfo-Mosca. In questi anni di

applicazione della legge, l'Italia ha conseguito risultati notevoli: il numero di donne nelle posizioni di *leadership* è aumentato e gli incrementi registrati sono stati così significativi da consentirle di distinguersi per il raggiungimento degli obiettivi rispetto agli altri Paesi europei.

A seguito di quanto detto, l'elaborato si propone di indagare l'impatto della diversità di genere nella composizione del Consiglio di amministrazione. In particolare, ci si soffermerà sull'effetto che ha la presenza di membri di sesso femminile sulle politiche di distribuzione dei dividendi, essendo quest'ultimo un argomento non ancora approfondito in letteratura nel contesto italiano. Perciò, lo studio si inserisce nel filone della letteratura riguardante sia la composizione del Consiglio in termini di diversità di genere e il relativo effetto che ha sull'attività di monitoraggio sia l'impatto che le amministratrici hanno sulle decisioni inerenti alla distribuzione dei dividendi. L'analisi, dunque, verrà sottoposta al campione di aziende italiane appartenenti al segmento Euronext Milan e verterà su un arco di tempo compreso tra il 2000 e il 2023, permettendo così di valutare appieno l'influenza della legge Golfo-Mosca.

Il Capitolo I si soffermerà sul fenomeno della sottorappresentanza delle donne nelle posizioni apicali in Europa e in Italia e le motivazioni ad esso legate. Inoltre, verranno presentate le soluzioni legislative adottate dai vari Paesi, inclusa l'Italia, della quale verrà approfondito anche il contesto istituzionale e gli effetti che la legge Golfo-Mosca ha avuto, soprattutto con riferimento ai Consigli di amministrazione.

Successivamente, il Capitolo II analizzerà l'importanza dell'eterogeneità nella composizione degli organi amministrativi e le teorie a supporto. Verrà poi proposto un *excursus* sugli effetti che la diversità di genere ha sulle *performance* aziendali e sulle decisioni strategiche.

A tal proposito, il Capitolo III si soffermerà sull'influenza delle donne nei Consigli di amministrazione sulle politiche di distribuzione dei dividendi, fornendo sia una

descrizione del contesto teorico relativo alle politiche di pagamento degli utili sia una rassegna dei risultati empirici presenti in letteratura.

Infine, nel Capitolo IV, dopo aver descritto il campione di aziende su cui si applicherà l'esperimento volto a valutare l'effetto che la diversità di genere ha avuto sul pagamento dei dividendi, verrà esposta l'analisi sperimentale e i risultati ottenuti.

Capitolo I

1. PARTECIPAZIONE DELLE DONNE NELLE POSIZIONI APICALI E QUADRO NORMATIVO IN EUROPA E ITALIA

1.1 Le ragioni della sottorappresentanza femminile

Il tema della diversità di genere nei Consigli di amministrazione ha acquisito negli ultimi decenni sempre maggior rilevanza. Nonostante i progressi normativi e culturali conseguiti in materia di parità di genere, la sottorappresentanza femminile nel mercato del lavoro, in particolare nelle posizioni apicali, continua a costituire un fenomeno persistente e strutturale. Infatti, secondo l'Indice di Uguaglianza di Genere (EIGE), la sottorappresentazione delle donne nei ruoli di *leadership* è sempre stata una delle dimensioni più critiche del divario di genere: l'indice EIGE, riferito alla media europea e misurato nel 2024, registra un punteggio di 66,5 su 100 per il dominio del potere, ossia la rappresentanza delle donne nelle posizioni decisionali in ambito politico, economico e sociale (EIGE, 2024). Questo fenomeno è identificato con il termine "soffitto di cristallo" (*glass ceiling*), spesso utilizzato per descrivere la presenza di barriere di genere nei ruoli apicali che determinano una segregazione verticale tra uomini e donne e quindi il fallimento di molte donne nell'avanzare oltre un certo punto nelle loro occupazioni e professioni, indipendentemente dalle loro qualifiche o risultati. Negli ultimi decenni, infatti, le donne hanno raggiunto livelli di istruzione sostanzialmente comparabili a quelli degli uomini. Tuttavia, nonostante questo progresso, permangono barriere strutturali e culturali che limitano la possibilità per le donne di acquisire esperienze lavorative adeguate e di pari valore rispetto ai colleghi maschi, soprattutto nei ruoli che comportano responsabilità elevate e capacità decisionali (Terjesen, 2009).

Concentrandosi sull'ambiente socioculturale delle organizzazioni e sui fattori che impediscono alle donne di raggiungere posizioni di vertice, la teoria dei ruoli sociali (Social Role Theory, SRT) (Eagly et al., 2000) evidenzia come esistano aspettative differenti rispetto ai comportamenti e ai tratti personali associati a uomini e donne. Le aspettative di genere sono sia descrittive sia prescrittive, il che significa che gli individui che le infrangono possono subire sanzioni sociali per la violazione di tali norme prescrittive. Secondo la SRT, alcuni tratti "agentici" associati al genere maschile riguardano l'essere aggressivi, ambiziosi, sicuri di sé e dominanti, mentre alle donne vengono attribuiti tratti di personalità "comunitari", come la gentilezza, l'affettuosità, l'altruismo e la sensibilità. La teoria della congruenza dei ruoli (Role Congruence Theory, RCT), derivata dalla SRT, sottolinea che i tratti di genere attribuiti al *leader* ideale sono principalmente agentici: i *leader* con tratti agentici ispirano gli altri attraverso azioni decisive, una visione chiara e la capacità di prendere decisioni difficili; non si limitano a gestire, ma modellano attivamente la direzione dei loro *team* e delle loro organizzazioni, mostrando coinvolgimento e lungimiranza. Perciò, il ruolo femminile è percepito come incompatibile con le posizioni di *leadership*. Questi processi psico-sociologici conducono alla sottorappresentazione delle donne nei vertici organizzativi, ma possono anche sostenere altre barriere di genere meno visibili, come nel caso del *glass cliff*. Il concetto di *glass cliff*, introdotto da Ryan e Haslam (2005), sviluppa la metafora del soffitto di cristallo: una volta infranto il soffitto, le donne sono più esposte al rischio di trovarsi su un "precipizio di cristallo". Egli sostiene che le donne hanno maggiori probabilità di essere nominate in posizioni precarie o ad alto rischio (Ryan et al., 2011). In particolare, le qualità stereotipiche associate a un buon *leader* in contesti di crisi cambiano, poiché in tali situazioni sono richieste caratteristiche tipiche della *leadership* carismatica, come la sensibilità emotiva e le capacità interpersonali, utili per prendere decisioni difficili (Cook e Glass, 2014; Ryan et al., 2010). Le donne, associate a tratti "comunitari", sono quindi percepite come più adatte in situazioni di crisi e instabilità (Eagly e Carli, 2003).

1.2 I dati sulla sottorappresentanza femminile

Quello che si osserva come diretta conseguenza di quanto detto è che a fronte di un livello di istruzione mediamente più elevato rispetto agli uomini e di una crescente partecipazione alla forza lavoro, le donne restano significativamente meno presenti nei Consigli di amministrazione, nei ruoli manageriali di alto livello e negli organi decisionali strategici. Infatti, dai dati Istat (Figura 1), si apprende che le donne laureate in Italia superano gli uomini e addirittura completano il percorso di studi prima e con voti migliori. Nel 2023, coloro che sono in possesso di un titolo terziario raggiungono il 24,9%, rispetto all' 8,3% degli uomini. Le differenze di genere risultano più marcate di quelle osservate nella media dell'Unione Europea. Il vantaggio femminile nell'istruzione, però, non si traduce in un vantaggio lavorativo: il tasso di occupazione femminile è molto più basso di quello maschile (59,0% contro 79,3%). In particolare, al crescere del titolo di studio, i differenziali occupazionali di genere si riducono: infatti, per gli alti si osservano valori di tassi di occupazione pari all'81,4% e 88,3%, rispettivamente per donne e uomini.

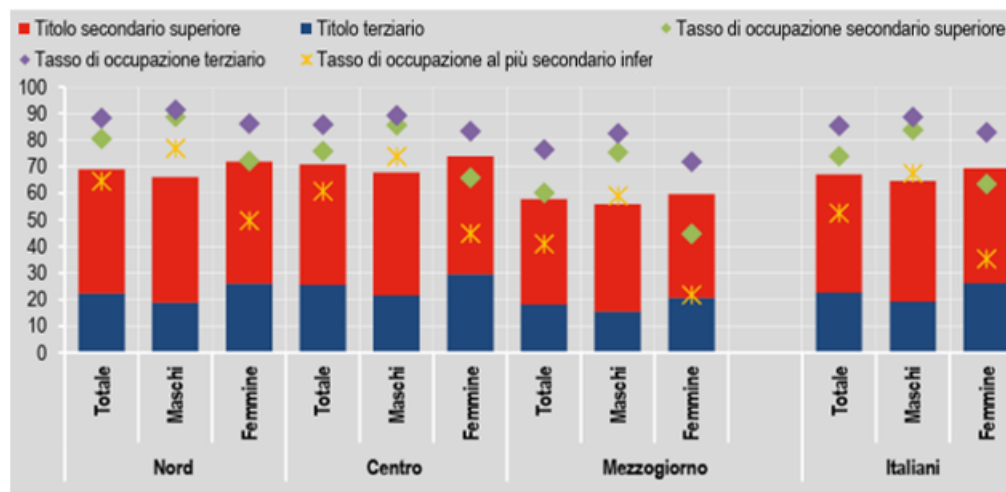


Figura 1: popolazione di 25-64 anni e relativo tasso di occupazione per titolo di studio, genere, ripartizione geografica (ISTAT 2023)

Le donne entrano, quindi nel mercato del lavoro meglio equipaggiate dei maschi, ma questo vantaggio non si trasforma poi in opportunità di carriera. Sono pochi i casi in cui le stesse riescono ad occupare posizioni decisionali. Questo si traduce nel sottoutilizzo dei talenti femminili e nella compromissione della qualità dei Consigli, che dovrebbero selezionare il candidato di entrambi i sessi senza pregiudizi. La sottorappresentanza delle donne nei Consigli di amministrazione si inserisce in un contesto più ampio e più generico, caratterizzato da una prevalenza di uomini nelle posizioni dirigenziali delle imprese (con riferimento ai dirigenti della *C-suite* e dei membri del primo e del secondo livello del processo decisionale). Per evidenziare questa disparità: solo il 10,4% degli Amministratori Delegati nelle aziende della Fortune 500 sono donne (Catalyst, 2024). Nonostante ciò, come si osserva in Figura 2, il numero di CEO donna sta crescendo rispetto agli anni precedenti.

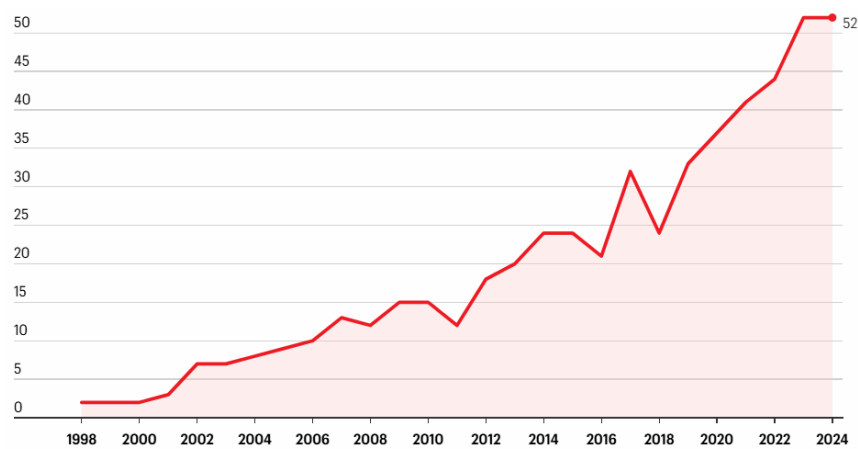


Figura 2: CEO donna nelle Fortune 500. (Fonte: Fortune 2024)

Restringendo il campo all'Unione Europea, osservando la Figura 3, si può notare che la percentuale di donne con il ruolo di CEO nel 2024 sia pari all'8,7% (EIGE).



Figura 3: Andamento della % di donne CEO nelle società quotate dell'UE. Fonte: EIGE Gender Statistic Database

Il divario tra uomo e donna tende a essere meno marcato se si considerano, invece, i ruoli esecutivi ricoperti dalle donne: infatti, la percentuale tende ad essere più alta rispetto a quella delle donne CEO e nel 2024 questo valore si attesta al 23,3% (Figura 3), evidenziando un *trend* crescente rispetto agli anni precedenti. Dunque, negli ultimi decenni non si è assistito a un cambiamento radicale nella quota di donne presenti nei più alti gradi dirigenziali esecutivi e ciò è dovuto non solo alla carenza di opportunità di avanzamento di carriera, ma anche a dei problemi a livello di *mid-management*. Tuttavia, si osserva la stessa tendenza in crescita anche per le posizioni *non-executive* ricoperta dalle donne nelle società europee: nel 2024, infatti, la quota femminile ha raggiunto il 37,2% e ciò testimonia che nei ruoli non esecutivi il *gender gap* sia ancor meno accentuato.

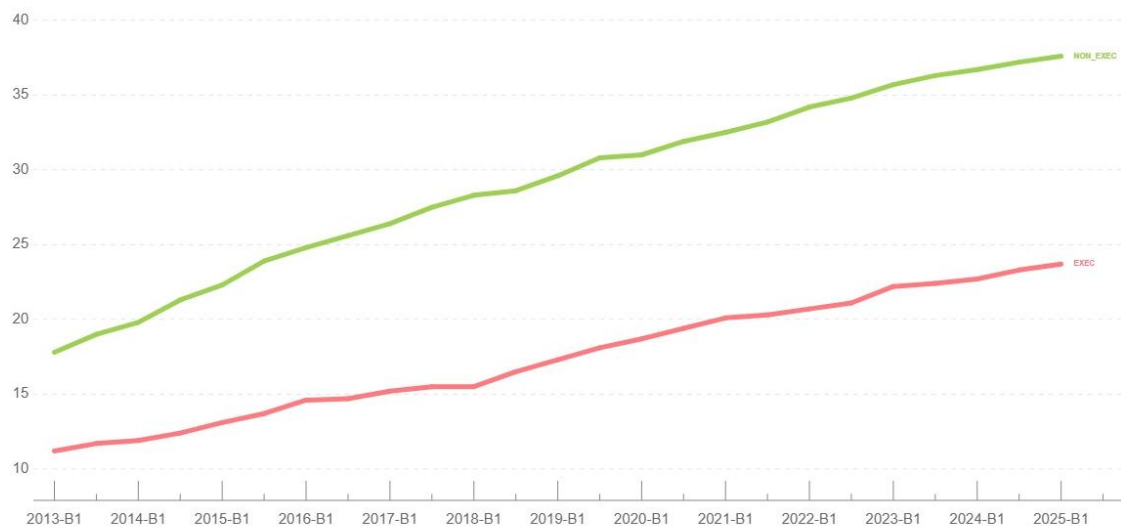


Figura 4: Andamento % di donne a livello executive (rosso) e non-executive (verde) nelle società quotate dell'UE (Fonte: EIGE)

1.3 Politiche e norme sulla diversità di genere all'interno dei Consigli di amministrazione

Un fenomeno diverso rispetto a quanto esposto nel paragrafo precedente è avvenuto per la presenza delle donne nei Consigli di amministrazione. Dall'inizio del nuovo millennio, i movimenti per la parità di genere e le iniziative di inclusione si sono diffuse rapidamente, determinando una crescita graduale e costante della rappresentanza femminile negli organi di *governance*. Ad oggi, la percentuale di donne nei Consigli di amministrazione è aumentata considerevolmente, nonostante la parità tra i due generi sia ancora lontana. La percentuale di donne nei Consigli di amministrazione, dunque, è tradizionalmente bassa in tutto il mondo. Deloitte rileva che le donne occupano meno di un quarto dei posti nei Consigli di amministrazione a livello mondiale, ossia il 23,3% nel 2023. Sulla questione del "*gender diversity*", volta all'incremento della presenza delle donne nei *board* aziendali, numerosi sono stati gli interventi nel panorama internazionale. La prospettiva europea ha giudicato le politiche di genere come vitali per la crescita economica e la competitività di tutta l'Unione Europea. Il Parlamento Europeo è

sempre stato un difensore attivo del principio della parità tra uomini e donne e negli anni la legislazione, la giurisprudenza e le modifiche dei trattati hanno contribuito a rafforzare questo principio e la sua applicazione all'interno dell'Unione stessa per eliminare le ineguaglianze: l'istituzione delle Quote Rosa è considerato uno degli interventi più di rilievo in tale materia. In particolare, già a partire dal 2003 venne adottata la prima legge relativa alla presenza di donne nei Consigli, con l'obiettivo di portare al 40% la presenza di individui di sesso femminile nei *board* aziendali, ma non era obbligatorio aderirvi. Tuttavia, a seguito di pochi riscontri, dal 1° gennaio 2006, le norme facoltative divennero obbligatorie e il campo di applicazione comprendeva tutte le società per azioni, una vasta gamma di altre società, e le società cooperative. Nel mese di Marzo 2011, venne adottato dalla Comunità Europea il Patto Europeo per l'uguaglianza di genere per il periodo 2011-2020, in cui la parità tra uomo e donna è stata riconosciuta come un principio fondamentale (Aura & Aura, 2018). Nello stesso anno, la Commissione Europea ha chiesto una autoregolamentazione da parte delle imprese per garantire un miglior equilibrio di genere nei *board* e l'anno successivo ha proposto una legislazione che impone una quota del 40% del sesso sottorappresentato nelle posizioni di membro non esecutivo nei Consigli delle società quotate (Bruno, Ciavarella, Linciano; 2018). Questo regolamento ha spinto numerosi Stati membri ad adottare normative nazionali mirate a conseguire tali obiettivi.

La Norvegia è stata la prima, imponendo, già nel 2005, una rappresentanza del 40% di uomini e donne nei Consigli di amministrazione delle società quotate, pienamente rispettata entro il 2008 (Rasmussen, 2011). Questo modello ha fatto da precursore per molte legislazioni successive in Europa, dimostrando come una regolamentazione vincolante e accompagnata da sanzioni severe possa produrre effetti rapidi e stabili. Non a caso, oggigiorno la Norvegia è l'unico Paese a livello europeo, insieme all'Islanda, ad aver un'ampia quota di donne sia in ruoli esecutivi sia in quelli non esecutivi. (Figura 5)

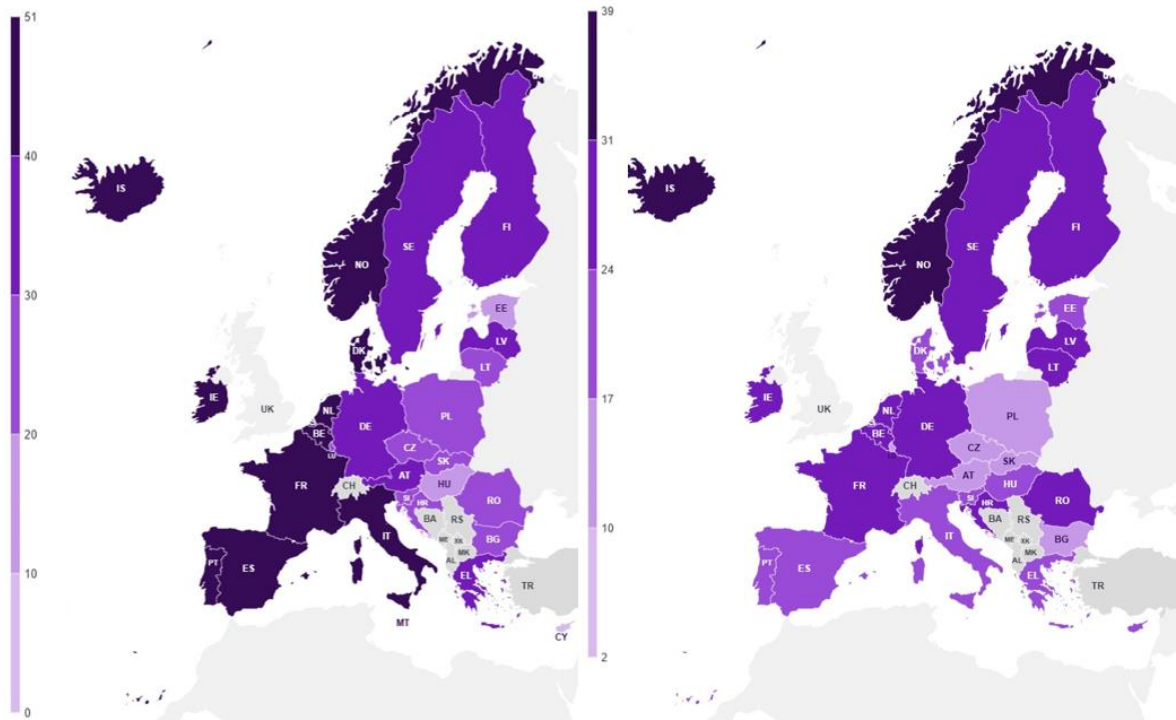


Figura 5: Mappa illustrativa della percentuale di donne nelle posizioni esecutive (a destra) e non esecutive (a sinistra) dei Paesi europei. (Fonte: EIGE)

In Francia, la legge *Copé-Zimmermann* del 2011 ha fissato l'obiettivo del 40% di donne nei Consigli delle società di grandi dimensioni, risultato pienamente raggiunto (Mrad, Kacem; 2024). Successivamente, la legge *Rixain* del 2021 ha esteso l'ambito di intervento ai livelli dirigenziali, prevedendo il raggiungimento del 40% di donne nelle posizioni manageriali entro il 2030. Ciò rende la Francia uno degli esempi più avanzati, non solo in termini di rappresentanza nei *board*, ma anche per la progressiva inclusione nei ruoli gestionali.

La Spagna ha seguito un percorso più graduale: la *Ley de Igualdad* del 2007 si limitava a raccomandare una rappresentanza equilibrata, senza introdurre sanzioni vincolanti (Pucheta-Martinez, Bel-Oms; 2015).

La Germania, invece, ha introdotto nel 2015 l'obbligo del 30% di donne nei Consigli di sorveglianza delle società quotate (Bruno, Ciavarella, Linciano; 2018), estendendo nel 2021 la misura anche ai *board* esecutivi con più di tre membri, imponendo la presenza di almeno una donna.

Altri Paesi come il Regno Unito e la Finlandia hanno, invece, stimolato un aumento delle posizioni di Consiglio ricoperte da donne attraverso iniziative di autoregolamentazione (Bruno, Ciavarella, Linciano; 2018).

Dunque, la messa in pratica e l'adozione di queste normative hanno riscontrato in alcuni casi diverse difficoltà, tra cui resistenze di natura sociale e politiche, oltre a differenze nei diversi sistemi giuridici e pratiche aziendali tra i vari stati. Di conseguenza, la Direttiva europea 2022/2381 ha introdotto un quadro armonizzato, imponendo a tutti gli Stati membri di garantire entro il 2026 almeno il 40% di donne tra i Consiglieri non esecutivi, o in alternativa il 33% dell'intero *board* delle società quotate. Questa normativa europea intende colmare le divergenze tra ordinamenti nazionali, assicurando un livello minimo comune di rappresentanza e stimolando una convergenza verso standard più elevati di inclusione di genere.

1.4 Principali caratteristiche delle società quotate italiane: proprietà e struttura

Per comprendere a fondo la legge introdotta nel contesto italiano, risulta necessario approfondire preliminarmente quelle che sono le caratteristiche relative alla proprietà e alla struttura delle società quotate italiane.

Per cominciare, a fine 2024, secondo il resoconto annuale della Consob, le società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Euronext Milan - EXM sono 196, in diminuzione rispetto alle 210 imprese a fine 2023, con una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a 644 miliardi di euro. Le società appartenenti all'indice Ftse Mib sono 34, mentre quelle appartenenti al *Mid Cap* sono 32; le imprese con la qualifica di STAR sono 64. Infine, 66 società non rientrano negli indici citati.

Si evince come le imprese italiane siano riluttanti a quotarsi sul mercato: il mercato azionario, così come quello obbligazionario, infatti, non sono la fonte di finanziamento preferenziale e, perciò, l'Italia è caratterizzata da un sistema di

finanziamento prevalentemente bancocentrico. (Abrardi e Rondi; 2023) Le società che appartengono al settore finanziario sono 41 e rappresentano il 44,4% della capitalizzazione di mercato (Consob, 2024); perciò, il contesto economico italiano è dominato da imprese che operano nel settore industriale. (Abrardi e Rondi, 2023)

Delle 196 società complessive, 135 sono classificate come piccole e medie imprese (PMI) quotate, ovvero imprese con una capitalizzazione media nell'ultimo triennio inferiore a un miliardo di euro. La maggior parte delle PMI (66) non è inclusa in nessuno degli indici considerati, mentre 56 appartengono allo STAR e 13 al Mid Cap (Figura 6). Dunque, in confronto agli altri Paesi industrializzati, la struttura industriale italiana è caratterizzata da un'ampia porzione di piccole e medie imprese ed esse rappresentano un fattore determinante nello sviluppo dell'economia. Ciò che ha impedito la crescita di queste imprese è dovuta al sottosviluppo del mercato finanziario e a una bassa protezione degli investitori.

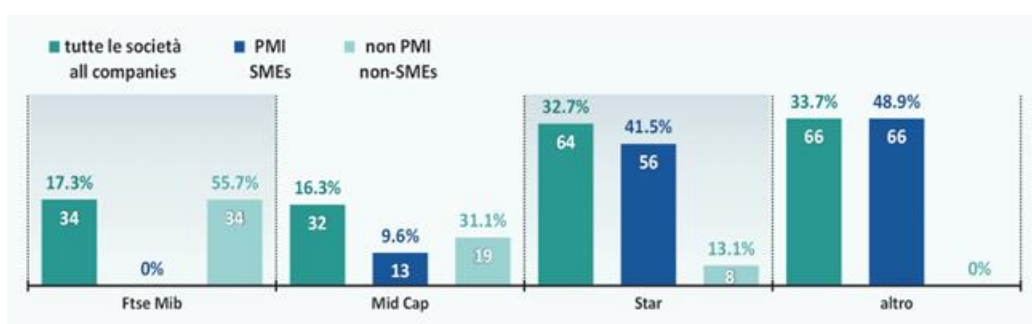


Figura 6: Società quotate italiane per indice di mercato (Consob)

Inoltre, la proprietà delle società quotate è stata tipicamente caratterizzata da un elevato livello di concentrazione e, coerentemente con la limitata contendibilità del controllo nel mercato italiano, la quota del primo azionista risulta in media pari a circa il 48%, leggermente inferiore al valore registrato nel 2023 e in lieve aumento rispetto al 2011, anno in cui è stata emanata la Legge Golfo-Mosca, quando era pari al 46% circa. In particolare, la quota media del primo azionista è minore nelle società più grandi e maggiore nelle società di minori dimensioni: la quota media del primo

azionista nelle PMI è pari a poco più del 52%, a fronte del 40% nelle società non classificabili come tali. (Consob, 2024) La stabilità degli assetti proprietari delle imprese quotate italiane riflette la presenza di fattori culturali e strutturali, presenti anche in altri Paesi dell'Europa continentale, ed essa può essere ricondotta alla riluttanza dell'azionista a cedere la quota di controllo dell'impresa. Tuttavia, in Italia si riscontrano due ulteriori circostanze. *In primis*, le entrate di nuove società sul mercato, per le quali di solito si registra un più esteso ricorso alla raccolta di capitale di rischio per finanziare accelerazioni del loro processo di crescita, sono esigue. In secondo luogo, il mercato del controllo societario non è attivo e le acquisizioni sono rare. Di conseguenza, le società quotate non sperimentano la diluizione delle partecipazioni tipica di tali eventi. (Abrardi e Rondi; 2023)

D'altro canto, non è sempre stato così: una parziale eccezione è stata rappresentata dal processo di privatizzazione di grandi imprese pubbliche tra il 1997 e il 1998, che ha determinato un temporaneo calo della concentrazione proprietaria e una maggiore diffusione dell'azionariato (la quota detenuta dal primo azionista si è ridotta dal 54% al 47% tra il 1994 e il 1998; mentre la quota del mercato è aumentata dal 36% al 39%). Tuttavia, già dal 1999, con la riaggregazione del controllo di alcune società privatizzate (come Telecom, Comit e Ina), si è assistito a un'inversione di tendenza, con una crescita della quota detenuta dal primo azionista e una parallela riduzione della quota di mercato (rispettivamente pari al 44,2% e al 47,6%). A partire dal 2003 si è aperta una nuova fase di maggiore diffusione proprietaria, favorita dalla semplificazione delle catene societarie all'interno dei gruppi a seguito della fusione di imprese poste a diversi livelli della catena stessa, dal *delisting* di imprese a forte concentrazione e dal proseguimento delle privatizzazioni. In questo periodo la quota detenuta dal principale azionista si è ridotta sensibilmente, mentre è aumentato il peso del mercato e degli altri azionisti rilevanti. Contestualmente è cresciuta anche la contendibilità del controllo, con un progressivo spostamento verso modelli basati su coalizioni piuttosto che su un unico soggetto dominante.

Negli anni successivi, e in particolare a partire dal 2005, la tendenza si è consolidata con ulteriori operazioni societarie e una nuova diluizione delle quote di controllo dell'azionista di maggioranza. In particolare, la quota media del primo azionista è scesa al 28,6%, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è cresciuta al 15,5%. Dal 2010 a oggi la quota media detenuta dal principale azionista si è mantenuta attorno al 47%, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è progressivamente diminuita. Parallelamente, la quota di mercato è cresciuta, rafforzando il peso della proprietà diffusa. In sintesi, pur permanendo tratti storici di forte concentrazione, dal processo di privatizzazione degli anni Novanta in avanti si è affermata una tendenza a una maggiore diffusione della proprietà e a modelli di controllo meno rigidi, con un progressivo rafforzamento della contendibilità del controllo nelle società quotate italiane.

In linea con gli anni precedenti, le società quotate italiane sono per lo più controllate da famiglie, ovvero nel 60% dei casi circa, mentre lo Stato e gli altri enti locali rappresentano l'azionista di riferimento nel 12,8% dei casi; per finire, le istituzioni finanziarie costituiscono il 3,6% e in 37 società nessun agente di controllo definitivo può essere identificato (dato più basso, quest'ultimo, dal 2012 ad oggi). Le società controllate da famiglie sono, inoltre, prevalentemente di minori dimensioni, mentre le società statali sono in larga parte imprese di maggiori dimensioni. (Consob, 2024) Inoltre, vale la pena sottolineare, che già a partire dal 1997 si era assistito a una forte diminuzione del peso dello Stato come azionista per effetto delle operazioni di privatizzazione già prima citate: esso aveva, infatti, perso il controllo su due società (Telecom e di conseguenza Tim) che ha portato la quota di capitalizzazione controllata dal 45% al 15,6% nel 1998 (risalita nel 2002 al 26,4% e crollata all'8,8% dieci anni dopo) in seguito ai successivi processi di riagggregazione del controllo. Nell'azionariato rilevante, la presenza di investitori istituzionali risulta fondamentale, poiché giocano un ruolo importante nel monitoraggio all'intero delle aziende, riducendo i costi di agenzia (Abrardi e Rondi; 2023). Questi, che

rappresentano fondi di investimento, banche e compagnie assicurative con partecipazioni azionarie inferiori al 10%, hanno mostrato un aumentato lieve della loro presenza a fine 2024, con 53 società partecipate (27% del totale) e 71 partecipazioni rilevanti. I dati mostrano quindi un'interruzione della tendenza che nel periodo 2019-2023 ha visto ridursi la presenza di investitori istituzionali, in particolare quelli esteri, per i quali a fine 2024 si registra un lieve incremento sia nel numero di società partecipate (21,5% nel 2024), soprattutto emittenti di grandi dimensioni, sia nel numero di partecipazioni rilevanti detenute (Consob, 2024). Si evidenzia, inoltre, una differenza nella strategia di investimento tra gli investitori italiani e quelli stranieri: i primi, infatti, preferiscono investire nelle piccole imprese nel settore industriale; i secondi in quelle finanziarie di grandi dimensioni. (Abrardi e Rondi; 2023)

Un'altra caratteristica del contesto industriale italiano è la presenza di gruppi piramidali, perlopiù controllati da famiglie, che rendono difficile ricostruire la catena del controllo e risalire all'*ultimate owner* (Abrardi e Rondi; 2023). Tuttavia, la loro importanza sta diminuendo, anche per garantire una maggiore protezione degli azionisti di minoranza: si pensi che nel 2005 la capitalizzazione di mercato, secondo i dati Consob, era pari al 70,4%; nel 2020 risultava, invece, pari al 27,2%.

Per finire, la legislazione italiana prevede, a partire dalla riforma del diritto societario del 2003, tre tipi di struttura del Consiglio di amministrazione:

- il sistema tradizionale, dove il Consiglio di amministrazione e l'organo di controllo, detto collegio sindacale, sono entrambi di nomina assembleare. Il vantaggio di tale modello è la ripartizione netta delle funzioni tra i vari organi. Tuttavia, un potenziale limite è che gli organi di vigilanza e quelli controllati vengono entrambi nominati dalla stessa assemblea degli azionisti, con il risultato che il comitato di controllo non è sempre in grado di operare in modo autonomo e indipendente. (Abrardi e Rondi; 2023)

- il sistema dualistico, di ispirazione tedesca, che prevede da una parte la presenza di un Consiglio di sorveglianza di nomina assembleare, dall'altra un Consiglio di gestione, nominato dal Consiglio di sorveglianza. Quest'ultimo, inoltre, è investito di competenze che nel sistema tradizionale sono proprie dell'assemblea;
- il sistema monistico, di ispirazione anglosassone, nel quale l'amministrazione è esercitata dal Consiglio di amministrazione, nominato dall'assemblea, mentre il controllo è affidato a un comitato per il controllo sulla gestione, i cui membri devono essere dotati di requisiti di indipendenza e professionalità. (Bruno, Ciavarella, Linciano; 2018)

Tuttavia, il sistema di *governance* più diffuso nel mercato italiano è quello tradizionale: infatti, secondo i dati del rapporto annuale della Consob, alla fine del 2023, su 196 aziende solo 10 avevano optato per il sistema monistico; invece, il sistema dualistico è stato adottato solo da una società. La principale motivazione della mancata adozione dei modelli alternativi di *governance* da parte delle società consiste nel fatto che le disposizioni legislative contenute sia nel Codice Civile sia nel TUF, relative ai sistemi alternativi di amministrazione e controllo, non costituiscono un *corpus* normativo autonomo e ben articolato, ma sono caratterizzate da disposizioni scarse e rinviano il più delle volte alle norme previste per il modello tradizionale. Inoltre, quest'ultimo modello, in seguito alle modifiche conseguenti al codice di Autodisciplina, ha acquisito alcuni elementi ed aspetti simili a quelli del sistema monistico (ad esempio, amministratori indipendenti e comitati interni) e dualistico rappresentando, in tal senso, un freno all'adozione dei sistemi alternativi opzionali.

1.5 Evoluzione della *Corporate Governance*

L'attuale assetto industriale italiano, descritto nel paragrafo precedente, e le caratteristiche relative alla struttura e alla proprietà delle imprese sono frutto di un processo di profonda revisione dei meccanismi di governo delle imprese: ciò ha

mostrando la volontà dell'Italia di adeguarsi alle tendenze in atto in tema di *Governance*, ma soprattutto la consapevolezza che la lenta crescita economica e le inefficienze di mercato fossero in gran parte legate alla ridotta dimensione del mercato azionario stesso e alla debole tutela degli investitori (Laporta et al. 1998). A partire dagli anni Settanta del secolo scorso, il sistema legale e istituzionale italiano ha subito numerosi cambiamenti, alcuni promossi dall'Unione Europea, altri introdotti dallo stesso governo italiano a seguito di crisi finanziarie e di scandali aziendali.

Il punto di partenza nella transizione verso mercati finanziari sviluppati in Italia è rappresentato dalla Legge 7/6/1974 n. 216, che istituì la Consob, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, autorità di vigilanza e regolamentazione del mercato finanziario italiano, incaricata di sorvegliare la borsa e di emanare le procedure di quotazione e i regolamenti sul funzionamento dei mercati azionari e obbligazionari. Inoltre, per migliorare la trasparenza del mercato, la legge introdusse anche i primi obblighi di informativa societaria per le società quotate. A seguito della privatizzazione di alcuni colossi pubblici (come Eni e Banca Commerciale Italiana), divenne sempre più evidente la necessità per l'Italia di un mercato azionario più sviluppato. Così, nel 1992, per migliorare le condizioni di trasparenza, la Consob iniziò a rendere pubblica l'identità degli azionisti delle società quotate con una partecipazione almeno pari al 2%, specificando le loro quote e le loro variazioni. Due anni dopo, nel 1994, fu introdotto un incentivo fiscale per invogliare le piccole e medie imprese a quotarsi in borsa e nel 1997 furono emanati criteri meno restrittivi per l'ammissione alla quotazione.

Un'altra pietra miliare fu l'emanazione del Testo Unico della Finanza (TUF) del 1998. Esso affronta in maniera sistematica alcune questioni relative alla *corporate governance* e ai controlli societari, quali la vigilanza sui mercati, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, l'intermediazione e i mercati regolamentati. I cambiamenti più rilevanti riguardano la privatizzazione dei mercati regolamentati,

la possibilità per le banche di accedere direttamente alla borsa e l'introduzione di un intero complesso di diritti a tutela degli investitori. Per quanto riguarda le società quotate, il TUF ha ridefinito il ruolo e i doveri del collegio sindacale, ha modificato le procedure di funzionamento delle assemblee societarie consentendo per la prima volta il voto per delega per corrispondenza e introducendo la possibilità di un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte di un gruppo qualificato di azionisti. Inoltre, la nuova legge ha introdotto il voto di lista e la rappresentanza proporzionale, una clausola a tutela delle minoranze e ha eliminato il vincolo del deposito preventivo delle azioni prima dell'assemblea.

L'anno successivo venne emanato il Codice di *Corporate Governance* (Codice Preda, o Codice di Autodisciplina), che è stato periodicamente aggiornato fino all'attuale versione del 2020. La sua adozione è volontaria e non costituisce quindi fonte di obblighi legali, ma dal 2011 le società che decidono di non conformarvisi sono tenute a fornire una spiegazione al mercato, seguendo la formula "*comply or explain*". Il Codice Preda dedica particolare attenzione alla nomina degli amministratori indipendenti nel Consiglio di amministrazione e alla politica retributiva del Consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato, raccomandando l'introduzione di sistemi di incentivazione che leghino la retribuzione ai risultati d'impresa. Inoltre, le retribuzioni del presidente, del vicepresidente, dell'amministratore delegato e dei direttori generali devono essere proposte da un Comitato per la Remunerazione, composto da amministratori indipendenti e non esecutivi, che definisce gli obiettivi, i criteri di valutazione e la politica di compenso dei *manager* e del CEO. Infine, nel 2012, la Consob ha imposto alle società quotate l'obbligo di comunicare informazioni relative a *stock option*, partecipazioni azionarie e alla componente azionaria della remunerazione del CEO.

Un ulteriore progresso nella regolamentazione delle società quotate avvenne a seguito dei fallimenti che coinvolsero Parmalat e Cirio, che ebbero ripercussione su un ingente numero di risparmiatori. Infatti, nel 2005 venne emanato il cosiddetto

Testo Unico sulla tutela del risparmio (Legge 262/2005). Esso si proponeva come obiettivo un miglioramento in termini di trasparenza e protezione degli investitori.

Più recentemente, nel 2011 è stata adottata una normativa sulla remunerazione dei dirigenti e nel 2014 è stata approvata una nuova legge (116/2014) che consente alle imprese di emettere azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato, con l'obiettivo di promuovere la liquidità del mercato azionario e incoraggiare le piccole e medie imprese a quotarsi in borsa, assicurando loro che non perdessero il controllo della società dopo l'IPO. Infatti, la struttura di voto dominante delle azioni italiane è quella *one share – one vote*, sebbene fossero consentite altre categorie di azioni con diritti di voto ridotti o nulli. In particolare, negli ultimi trent'anni, poiché le azioni con diritti di voto ridotti erano viste con sospetto come possibile strumento di espropriazione degli azionisti, il numero di società che emettono azioni senza diritto di voto è costantemente diminuito (da 120 a 17 imprese tra il 1992 e il 2017, secondo Consob, 2018). Questo calo è in parte spiegato da fusioni e operazioni di *delisting* di società con azioni *dual-class share* e in parte dalla conversione delle azioni di risparmio senza diritto di voto in azioni ordinarie con diritto di voto, per soddisfare la preferenza degli investitori istituzionali. Con la nuova legge, dunque, le società di nuova quotazione possono emettere anche azioni con fino a tre voti per azione, mentre con le azioni di fedeltà le società possono attribuire un maggior potere di voto, fino a due voti per azione, agli azionisti che hanno detenuto le azioni per almeno due anni. Le prime dovrebbero incoraggiare le imprese a quotarsi, le seconde favorire investimenti a lungo termine, stabilizzare gli azionisti con potere di monitoraggio e ridurre la volatilità dei prezzi azionari. A fine 2024, dunque, il voto maggiorato è stato previsto nello statuto di 72 emittenti, rappresentativi del 14,7% del valore totale di mercato. Le società che hanno previsto il voto plurimo sono sei e sono in prevalenza di minori dimensioni e controllate da famiglie. (Consob, 2024) In definitiva, entrambi gli strumenti permettono agli azionisti di controllo di mantenere saldo il controllo della società anche quando diluiscono la

propria partecipazione. Non sorprende che la nuova legge abbia suscitato un vivace dibattito riguardo ai rischi di favorire la separazione tra controllo e proprietà dopo la sua emanazione.

Per concludere, le riforme istituzionali e le nuove leggi hanno profondamente modificato la *corporate governance*, ottenendo così una maggiore trasparenza nelle divulgazioni delle informazioni riguardanti le società e una migliore attitudine e protezione verso gli investitori. Tutti questi cambiamenti hanno contribuito ad avvicinare il quadro istituzionale italiano alle *best practice* e agli standard internazionali, rendendo il mercato dei capitali italiano più attrattivo per gli investitori internazionali. (Abrardi e Rondi, 2023)

1.6 Le Quote Rosa in Italia: la legge Golfo-Mosca 120/2012

Anche in termini di *gender equality* sono stati promossi dei cambiamenti, anche in ambito legislativo: a livello nazionale, gli interventi volti ad incrementare la partecipazione delle donne nelle posizioni apicali hanno cercato di valorizzare la cultura di parità come principio trasversale delle politiche e come parte delle strategie di sviluppo che interessano tutta la società. In particolare, l'Italia introdusse nel 2011 la Legge Golfo-Mosca, la prima con l'obiettivo di raggiungere le pari opportunità nella sfera societaria e promuovere una *governance* aziendale più inclusiva, riconoscendo così l'importanza della diversità come elemento in grado di migliorare le prestazioni della *governance* stessa. In particolare, la legge mirava a trasformare il meccanismo delle quote in un'occasione di crescita per il Paese, valorizzando la diversità di genere considerata una fonte di valore anche in termini di complementarità, scambio e contaminazione di idee, valori, modelli e linguaggi. La questione parte dal punto cruciale di un approccio normativo fondato sull'equità di condizioni, che risiede nell'equilibrio complesso tra azioni di uguaglianza e interventi volti a correggere le disparità di genere. (Aura & Aura; 2018) Infatti, prima della Legge Golfo-Mosca, i Consigli di amministrazione italiani erano composti prevalentemente da uomini: alla fine del 2010 la rappresentanza

femminile nei Consigli di amministrazione era pari al 6,8%, solo in una società su due era presente un amministratore donna e in nessuna società vi erano dei posti riservati al genere femminile (Consob). Alla luce della limitata rappresentanza femminile nei Consigli di amministrazione, la legge Golfo-Mosca, conosciuta ufficialmente come Legge n.120/2011, ha introdotto un'azione positiva per aumentare la presenza femminile nei processi decisionali economici, in base alla quale gli statuti delle società quotate devono prevedere che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato sulla base di un criterio che assicuri l'equilibrio fra i generi. Tale azione è stata proposta in coerenza con i principi costituzionali di uguaglianza sostanziale e parità di genere e con la funzione sociale riconosciuta dalla Costituzione italiana (art. 3), in una logica di "uguaglianza nella diversità" (Bianco, Ciavarella & Signoretti, 2011). Dunque, la legge, che aveva una durata decennale, imponeva alle società quotate italiane di rimuovere le barriere che fino ad allora avevano limitato l'accesso delle donne ai ruoli di vertice, favorendo un processo di rinnovamento culturale orientato a sostenere maggiore meritocrazia e opportunità di crescita femminile. L'applicazione della legge è stata graduale, per consentire alle società obbligate di modificare i propri statuti e conformarsi alla riforma, e aveva natura transitoria, cioè è destinata ad applicarsi solo per tre mandati consecutivi, variabili per ciascuna società in base alla data del primo rinnovo successivo alla legge e alla durata prevista per ciascun mandato. La legge, applicabile sia ai modelli monistici sia dualistici, stabilisce che un quinto dei posti disponibili per il primo rinnovo successivo all'entrata in vigore sia riservato al genere meno rappresentato. Dal 2015, ovvero dal secondo e terzo rinnovo, la quota si innalza a un terzo, soglia che avrebbe dovuto essere raggiunta entro il 2022. L'obbligo legale delle quote di genere è accompagnato da un sistema sanzionatorio solido e progressivo: in caso di inadempienza reiterata (dopo diffida e sanzione amministrativa, quest'ultima solo per le quotate), si arriva alla decadenza dell'intero organo irregolare e alla sua ricostituzione. Il meccanismo di vigilanza (d'ufficio o su segnalazione) e quello sanzionatorio sono affidati alla Consob per le

società quotate e alla Presidenza del Consiglio dei ministri o al Ministro per le Pari Opportunità per le società pubbliche o miste. In caso di inadempienza, le società private sono soggette a interventi specifici della Consob, con obbligo di adeguamento entro quattro mesi; in caso di ulteriore mancato rispetto, si applicano sanzioni da un minimo di 100.000 a un massimo di 1.000.000 di euro, oltre all'obbligo di conformarsi entro tre mesi. Se lo squilibrio permane, gli organi di amministrazione e controllo devono informare le autorità di vigilanza e i terzi. In aggiunta a ciò, le società devono comunicare al Ministero per le Pari Opportunità la composizione dei *board* entro quindici giorni dalla nomina. (Perna, Varriale, Briganti; 2019) In particolare, la legge è rivolta a tutte le società quotate del mercato italiano e alle società sottoposte al controllo pubblico. Un intervento che si discosta da quello degli altri Paesi Europei dove la legge si rivolge anche alle società di capitali non quotate, che presentano una serie di requisiti dimensionali in termini di numero di dipendenti e fatturato, come è avvenuto in Francia e Spagna. (Aura & Aura, 2018)

1.7 Gli effetti della Legge Golfo-Mosca sulle società coinvolte e confronto con quelle non coinvolte

La presenza femminile nelle posizioni di vertice delle imprese italiane è nel complesso limitata; tuttavia, nell'ultimo decennio si siano registrati significativi progressi, in particolare per le società interessate dalle disposizioni della legge Golfo-Mosca. Come viene riportato nello studio dell'osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo, la quota

delle donne nei Consigli di amministrazione all'inizio del 2011 era piuttosto bassa per tutte le società (Figura 7).

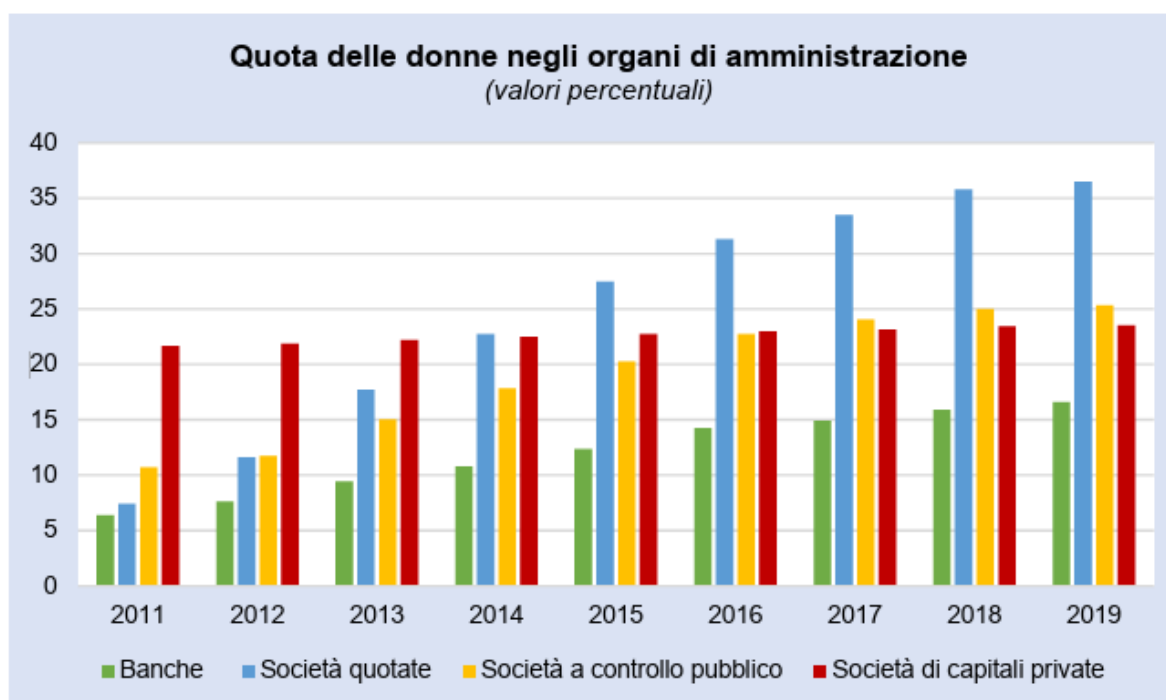


Figura 7: Quota delle donne negli organi di amministrazione per tipologia di società. (Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Consob e Infocamere)

In particolare, era pari al 21,7% nelle società di capitali e significativamente inferiore nelle società quotate, in quelle a controllo pubblico e nelle banche, dove si attestava rispettivamente al 7,4%, al 10,7% e al 6,4%. La presenza delle donne negli organi amministrativi delle società è aumentata negli anni successivi, sebbene in misura eterogenea nelle diverse tipologie di società. Nei settori senza vincoli sulla composizione di genere, la quota delle donne è rimasta stabile (nelle società private) o è cresciuta in misura modesta (nelle banche). In particolare, per le prime si è raggiunto nel 2019 il 23,5%; per le banche, invece, l'incremento è maggiore e il valore si è attestato al 16,6%.

Per le società quotate e quelle a controllo pubblico, al contrario, si osserva un aumento notevole della presenza femminile per effetto delle misure introdotte dalla legge Golfo-Mosca: nelle società a controllo pubblico, la quota di donne ha

raggiunto nel 2019 il 25,3%. Il divario è ancora più accentuato nei Consigli delle società quotate dove, secondo dati Consob, la frazione di donne è passata in soli due anni dall'introduzione della legge a un valore pari al 17% nel 2013 e nel 2024 si è raggiunto un valore del 43,2%. (Figura 8)

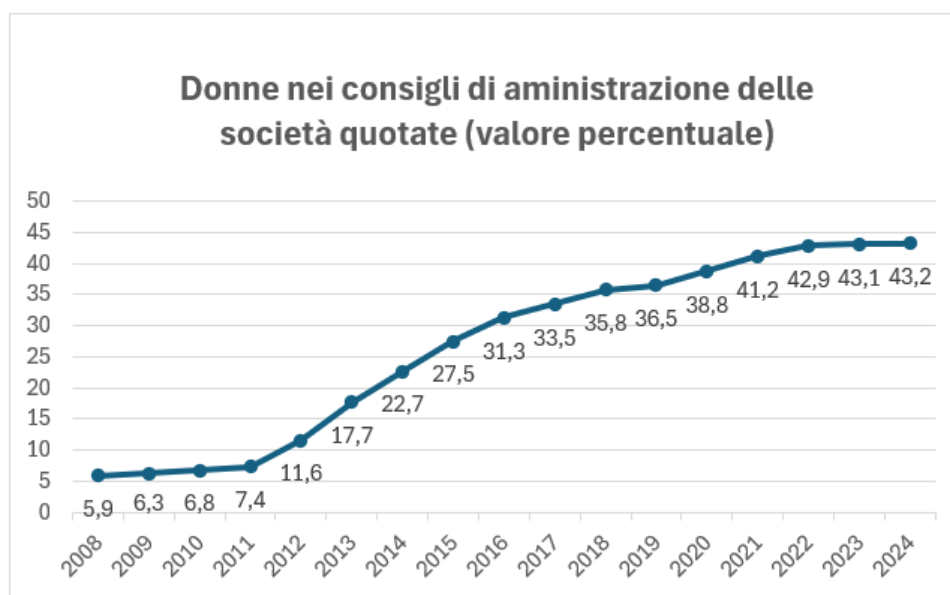


Figura 8: Donne nei Consigli di amministrazione delle società quotate. (Fonte: elaborazione dati Consob)

La minore presenza di donne negli organi amministrativi delle società a controllo pubblico rispetto alle società quotate è in parte attribuibile alla diffusione tra le prime di numerose società con amministratore unico (38,6% del totale nel 2019). In tali società solo il 10,4% degli amministratori sono donne, mentre in quelle con un consiglio di amministrazione queste ultime sono il 27,4% dei componenti.

Risulta interessante, inoltre, analizzare la composizione degli organi di amministrazione evidenziandone l'eterogeneità in base alla dimensione d'impresa e al settore principale di attività economica. Nel 2011 la presenza femminile negli organi di amministrazione delle banche risultava più pronunciata in quelle più piccole, collocandosi al 7%; era pari al 4% nelle banche più grandi. Queste ultime,

però, hanno registrato un tasso di crescita più pronunciato. Nel 2019, infatti, nelle banche più piccole tale quota si attestava a quasi il 15%, mentre nelle più grandi era pari quasi al doppio. Tale differenza è riconducibile alla prevalenza tra le banche più grandi di quelle quotate alle quali si applicano le norme sull'equilibrio di genere. Nella classe dimensionale più elevata, circa l'84% delle banche sono quotate; la quota delle donne negli organi di amministrazione nelle banche quotate era pari in media al 37% e al 15% nelle banche non quotate. Per quanto riguarda invece le società quotate, la loro dimensione si può approssimare con l'indice di appartenenza (Ftse-Mib, Mid Cap, Star, Altro). La disaggregazione dei dati in base all'indice, tuttavia, non rivela delle marcate differenze, né nel 2011, dove la quota delle donne negli organi di amministrazione in tutte le categorie era vicina al valore medio del 7%, né nel 2024, dove tutte le categorie si collocano circa al 42%, con la sola eccezione dell'indice Ftse Mib, dove tale quota è più alta, pari al 44,6%. (Figura 9)

Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società quotate per indice
(valori percentuali)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2023	2024
Ftse Mib	5,3	10,4	16,7	24,7	28,1	32,5	35,4	37,5	36,2	44,8	44,6
Mid Cap	5,8	10,3	19,8	22,9	27,2	30,5	31,4	35,5	38,2	41,8	42,0
Star	8,1	11,8	15,5	21,1	26,8	29,7	32,7	32,7	36,2	44,0	43,3
Altro	8,9	12,4	18,4	22,2	28,6	32,2	34,2	34,2	36	41,4	41,7

Figura 9: Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società quotate per indice. (Fonte: elaborazione dati Consob)

Tra le società a controllo pubblico, nel 2011 non si registravano delle marcate differenze nella quota delle donne con incarichi negli organi di amministrazione in base alla dimensione d'impresa: nelle società di minori dimensioni (micro, piccole e medie) tale quota era pari in media all'11%, mentre in quelle di maggiori dimensioni era più bassa e pari circa al 9%, segnalando una potenziale presenza del fenomeno di *glass ceiling*. Nel 2019, si osserva invece una relazione positiva tra la dimensione di impresa e la quota dei consiglieri di genere femminile che si colloca

al 33% per le società grandi, e rimane marcatamente più bassa e pari al 19% tra le imprese micro, riflettendo la più alta incidenza delle società con amministratore unico tra quelle di minori dimensioni. Per quanto riguarda le società di capitali private, si osserva una relazione negativa tra la dimensione di impresa e la presenza femminile nei *board*, probabilmente come conseguenza del più facile accesso per le donne agli incarichi di vertice nelle imprese familiari, maggiormente diffuse nelle classi dimensionali inferiori. È interessante osservare che il divario tra le imprese di dimensione diversa, tuttavia, diminuisce nel tempo: la differenza tra la quota di consiglieri donne nelle imprese micro e le imprese grandi scende da quasi l'8% nel 2011 a quasi il 4% nel 2019. (Figura 10)

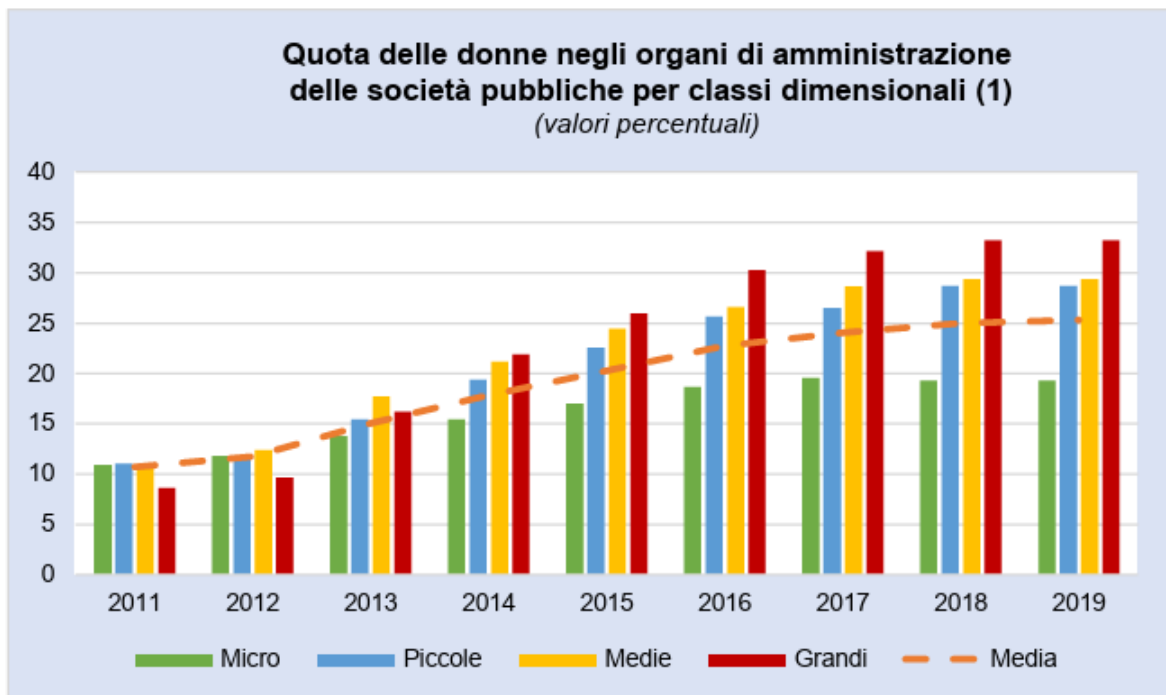


Figura 10: Quota delle donne nei Consigli di amministrazione delle società pubbliche per classi dimensionali. (Fonte: Elaborazioni su dati Infocamere)

Per quanto riguarda i settori di attività economica, nelle società quotate la percentuale delle donne nei Consigli di amministrazione nel 2011 era più bassa nel settore finanziario (circa 6%), e più alta nell'industria e servizi, intorno all'8%. Le misure volte ad accrescere la presenza femminile nei *board* introdotte a partire dal 2012 hanno sostanzialmente eliminato tali differenze: nel 2019 le società quotate che operano nel settore finanziario e di servizi registrano una quota degli

amministratori donne pari al 36%, in quelle dell'industria la quota è pari al 37%. (Figura 11)

Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società quotate per settore di attività economica									
<i>(valori percentuali)</i>									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finanziario	5,8	11,3	19,2	22,1	27,2	32,2	33,1	35,5	35,9
Industriale	8,3	11,8	17,2	22,0	27,9	30,8	33,6	36,1	36,7
Servizi	8,0	11,5	17	23,9	28,4	31,2	33,4	35,5	36,4
Media	7,4	11,6	17,7	22,7	27,5	31,3	33,5	35,8	36,5

Figura 11: Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società quotate per settore di attività economica. (Fonte: elaborazioni dati Consob)

Con riguardo alle società a controllo pubblico, all'inizio del periodo la quota delle donne nei consigli era più alta nel settore dei servizi (12%) e più bassa nell'industria (8%). Anche in questo caso, le differenze settoriali vengono riassorbite negli anni, la media del settore dei servizi sale a circa il 26% nel 2019, quella dell'industria a circa il 27%. (Figura 12)

Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società pubbliche per settore di attività economica									
<i>(valori percentuali)</i>									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Agricoltura	9,4	9,5	11,7	9,6	10,3	8,6	10,6	11,1	9,2
Industria	8,2	9,4	13,8	17,0	19,8	23,1	24,6	26,5	26,6
Servizi	11,9	12,8	15,8	18,6	21,0	23,4	24,6	25,2	25,6
Media	10,7	11,7	15,0	17,8	20,3	22,8	24,0	25,0	25,3

Figura 12: Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società pubbliche per settore di attività economica. (Fonte: elaborazione su dati Infocamere)

Per quanto riguarda le società di capitali private, l'aumento della presenza femminile negli organi di amministrazione è molto moderato in tutti i settori. In particolare, la quota delle donne nel 2011 era più alta della media del 22% nel settore dei servizi (24%) e più bassa nell'industria (18%); nel 2019, la quota dei consiglieri donne cresce di un solo punto percentuale nel settore industriale e di due punti percentuali nel settore dei servizi. Un incremento più consistente si osserva solo nel settore dell'agricoltura, dove la percentuale della presenza femminile nei *board* delle società passa dal 17% al 21%. (Figura 13)

Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società di capitali per settore di attività economica (valori percentuali)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Agricoltura	16,5	17,1	17,5	17,9	18,4	19,0	19,6	20,3	20,5
Industria	17,7	17,8	18,1	18,3	18,5	18,6	18,7	18,8	18,9
Servizi	23,9	24,1	24,4	24,7	25,0	25,1	25,3	25,6	25,7
Media	21,7	21,9	22,2	22,5	22,8	23,0	23,2	23,5	23,5

Figura 13: Quota delle donne negli organi di amministrazione delle società di capitali per settore di attività economica.
(Fonte: elaborazione dati Infocamere)

La legge, dunque, ha portato l'Italia ad essere tra i Paesi più virtuosi a livello europeo; tuttavia, la disparità resta marcata nelle posizioni esecutive, in particolare tra le amministratrici delegate. La situazione, infatti, è completamente diversa se si considerano le posizioni per i soli direttori esecutivi: secondo i dati dell'EIGE, c'è una profonda disparità tra le percentuali di donne in posizione esecutive e quelle non esecutive: nel 2024, la quota di donne tra i direttori esecutivi nelle più grandi società quotate era poco più del 15%, contro il 49% delle direttrici non esecutive. (Figura 14)

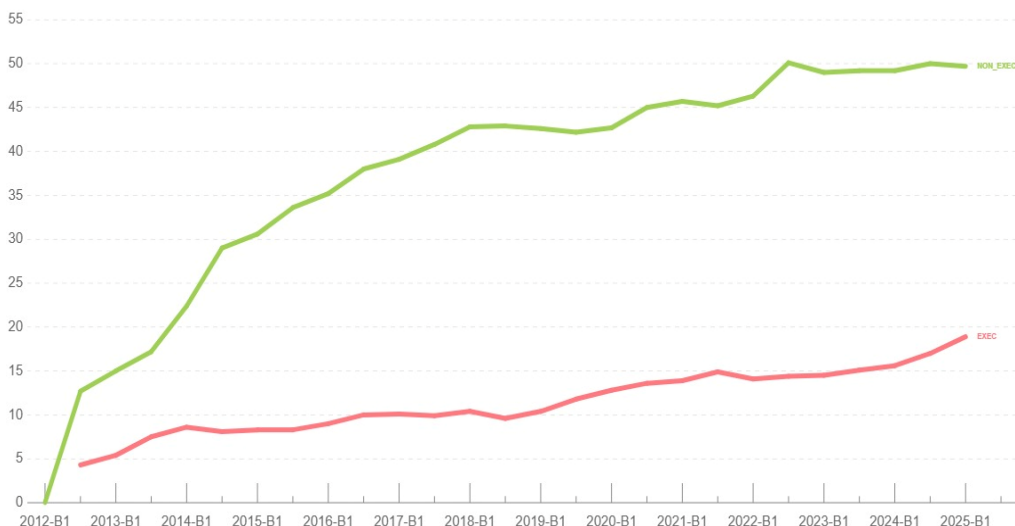


Figura 14: Andamento della % di donne in posizioni executive (in rosso) e non-executive (in verde). (Fonte: EIGE)

Inoltre, in linea con gli anni passati e come si legge in Figura 15, le donne nel 2024 sono Consiglieri indipendenti in tre casi su quattro (74,2%) e tale dato risulta essere in crescita se si confronta con quello del 2013, anno in cui aveva un valore pari al 60,3%.

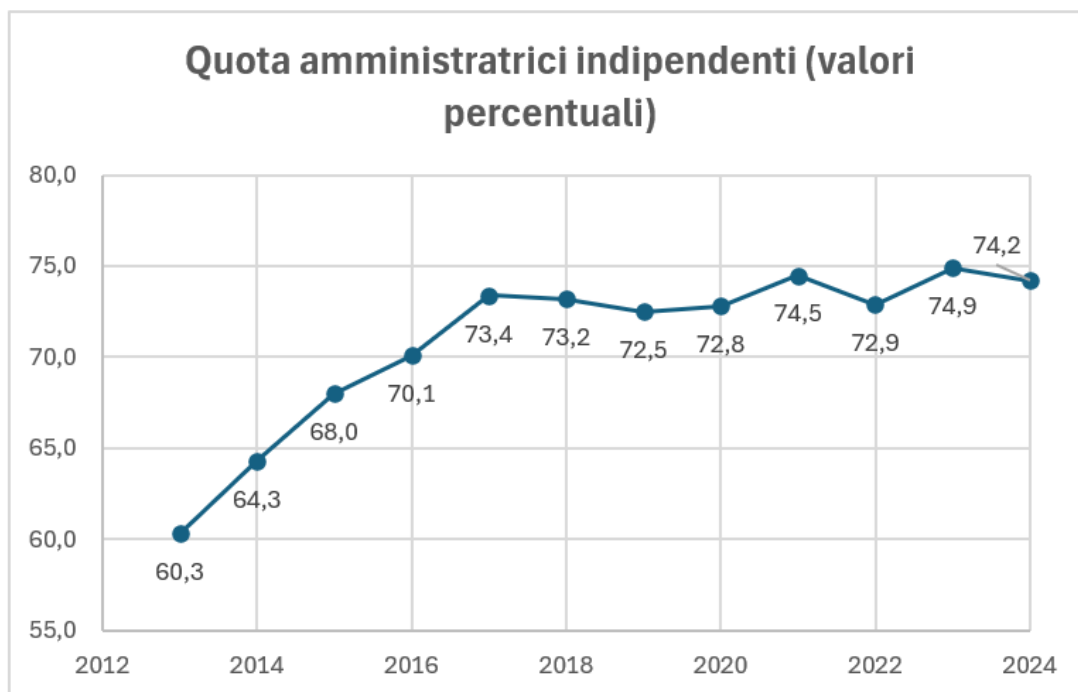


Figura 15: Andamento del numero di amministratrici indipendenti sul totale di incarichi femminili nelle società quotate. (Fonte: elaborazione dati Consob)

Più raramente, invece, le donne ricoprono il ruolo di amministratore delegato o di presidente dell'organo amministrativo (rispettivamente in 18 e 28 casi, pari al 2,2% e 3,5% del totale degli incarichi femminili). (Figura 16)

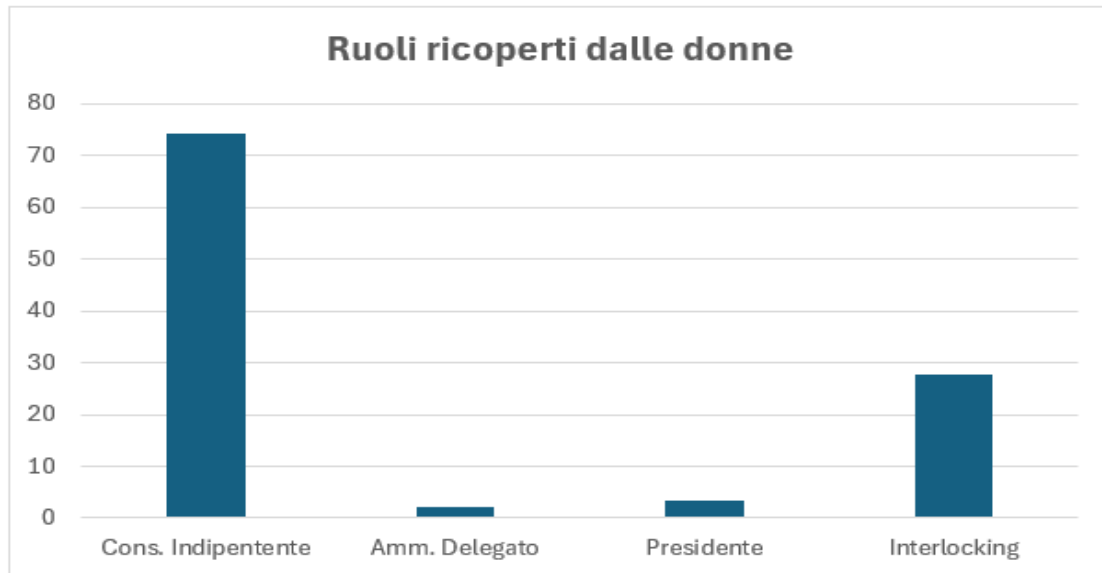


Figura 16: Ruoli ricoperti dalle donne nel 2024 nelle società quotate. (Fonte: elaborazione dati Consob)

È importante sottolineare che la percentuale di amministratrici delegate è in risalita rispetto al 2020, anno in cui si è toccato uno dei valori più bassi (1,8%), ma nel complesso è in diminuzione: infatti, l'attuale valore è nettamente più basso rispetto al 3,3% del 2013. (Figura 17)

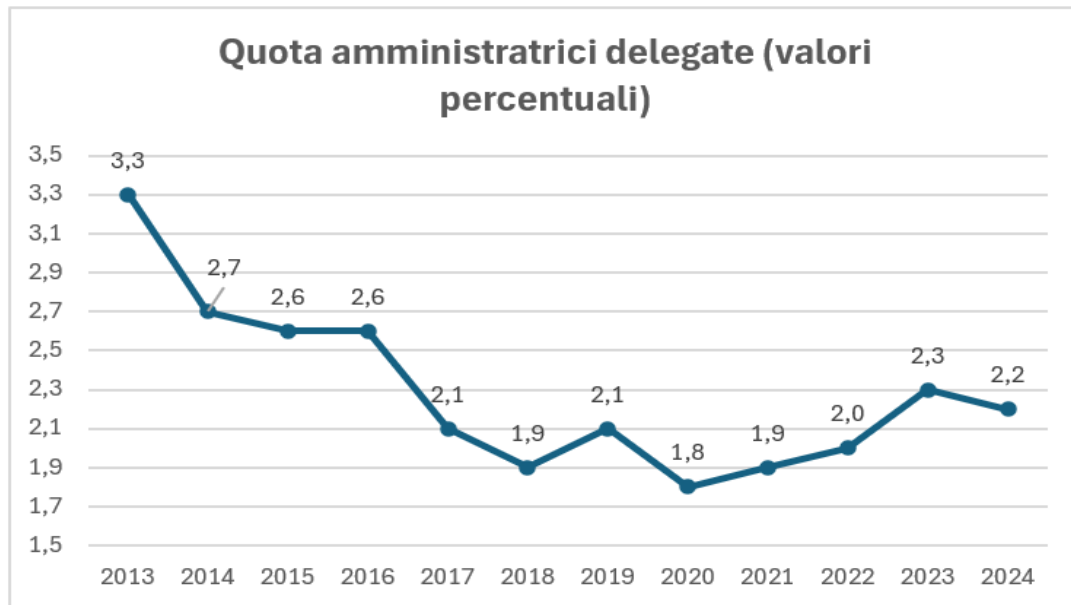


Figura 17: Andamento del numero delle amministratrici delegate sul totale di incarichi femminili nelle società quotate.
(Fonte: elaborazione dati Consob)

Per quanto concerne la titolarità di incarichi di amministrazione in più di un emittente quotato (*interlocking*), essa riguarda il 27,6% delle donne; il dato è superiore a quello degli uomini, ma mostra una graduale e continua riduzione dopo il picco del 34,9% raggiunto nel 2019.

Dunque, nel complesso, la normativa rappresenta nel mondo sociopolitico e nel panorama legislativo italiano un esempio virtuoso e l'incremento della presenza femminile nei Consigli mostra un andamento positivo, rilevante e incoraggiante, soprattutto se confrontato con la situazione precedente all'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca.

Capitolo II

2. LE DONNE NEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

2.1 Il CdA come meccanismo di Corporate Governance

La necessità di introdurre delle Leggi che favoriscano la partecipazione delle donne ai Consigli di amministrazione muove dall'idea che sia fondamentale garantire un'adeguata composizione del *board*, in quanto esso costituisce l'organo preposto alla risoluzione dei potenziali contrasti tra azionisti e *manager* ed ha la responsabilità di garantire che la gestione dell'impresa operi in modo efficiente e trasparente, perseguendo così gli obiettivi aziendali in linea con gli interessi di tutti gli *stakeholder*: esso, perciò, rappresenta uno dei meccanismi interni di efficacia dei sistemi di *Corporate Governance*. Con il termine *Corporate Governance* ci si riferisce al complesso sistema di regole che devono assicurare un rendimento del capitale fornito dagli investitori (Shleifer e Vishny, 1997): i problemi ad essa relativi, individuati per la prima volta da Berle e Means, risiedono proprio nella separazione tra la proprietà, rappresentata dagli azionisti, e il controllo, affidato invece ai *manager*.

In particolare, la relazione tra diversità di genere nel consiglio e *performance* aziendale è solitamente spiegata attraverso tre prospettive teoriche: la teoria dell'agenzia (funzione di monitoraggio), la teoria della dipendenza dalle risorse e la teoria del capitale umano, e infine le teorie comportamentali, che si concentrano sulle differenze comportamentali tra donne e uomini nei ruoli direttivi. Queste verranno approfondite nei prossimi paragrafi.

2.2 La teoria dell'Agenzia

La teoria dell'agenzia, riconducibile agli studi condotti da Jensen e Meckling (1976), considera l'azienda come “nessi per la definizione di relazioni contrattuali tra individui”. L'idea di base della teoria suggerisce che nei processi di impresa vi sia un rapporto di prestazione gestito dalla proprietà (*principal*) ed erogato da altri soggetti (*agent*), cui è delegata la conduzione dell'impresa. Dunque, intervengono due soggetti, uno dei quali (il *principal*) dipende dal comportamento dell'altro (*agent*): il principale delega un'attività all'agente e stabilisce le regole che sovrintendono la relazione; l'agente realizza l'attività che gli viene delegata dal principale scegliendo come agire. (Singer, Sirianni; 2013) Si evince che il problema sorge dal momento che vi è separazione tra la proprietà e il controllo: infatti, quest'ultimo viene delegato dal principale, ovvero l'azionista, all'agente, ossia il *manager*. In questo modo, si genera un disallineamento degli obiettivi: secondo il modello d'impresa di Marris, i *manager* non proprietari hanno l'interesse a perseguire strategie di crescita dimensionale, sebbene ciò potrebbe non essere effettivamente utile ai fini della creazione di valore, mentre i proprietari hanno l'obiettivo della massimizzazione dei profitti, ottenuti per mezzo dei dividendi. In altri termini, il dibattito riguarda le difficoltà che incontrano gli investitori nell'assicurarsi che il proprio denaro non sia espropriato o impiegato impropriamente in progetti improduttivi. Si creano situazioni di “*Imperfect Monitoring*”, ossia il principale può solamente osservare il risultato finale composto da sforzo, bravura del *manager* e dal caso, ma non riesce a verificare le singole componenti. Sorge, dunque, il problema delle asimmetrie informative, in quanto l'azionista è un *outsider* e non ha accesso alla *data room*. Le asimmetrie informative si possono manifestare sotto forma di:

- **selezione avversa:** è legata a una caratteristica nascosta, che è immutabile ed esogena. L'agente dispone di una informazione privata riguardo a questa caratteristica; il principale, invece, non riesce a individuare le funzioni di

costo e utilità dell'agente. Nel contesto in questione, la caratteristica nascosta fa riferimento al rendimento dei progetti in cui i *manager* decidono di investire. I *manager*, infatti, hanno una prospettiva diversa rispetto agli azionisti, dal momento che, mentre le imprese hanno una vita indefinita, l'orizzonte dei *manager* è generalmente limitato ai flussi di cassa ricevuti durante il periodo in cui detengono l'incarico. Questo problema è aggravato quando questi ultimi si avvicinano alla pensione e ciò potrebbe indurre i *manager* ad avere una prospettiva a breve termine sugli investimenti, con una preferenza per i progetti con rendimenti del flusso di cassa più rapidi e che non necessariamente massimizzano il valore dell'impresa.

Si genera, perciò un'inefficienza *ex-ante* (ossia prima che il contratto venga concluso dalle parti), poiché l'agente potrebbe optare per progetti dal rendimento sub-ottimale, che non massimizzerebbero il valore dell'impresa;

- **azzardo morale:** è legato, invece, ad un'azione nascosta, a causa della quale il principale, dopo la firma del contratto (è pertanto un'inefficienza *ex-post*), risulta incapace di osservare l'entità dello sforzo esercitato dall'agente, il quale potrebbe attuare comportamenti opportunistici.

Nel contesto in questione, ossia il conflitto tra azionisti e *manager*, Jensen e Meckling hanno sviluppato una teoria sulla struttura proprietaria di un'azienda. La base per la loro analisi è stata la prospettiva che una società non solo sia una finzione legale che funge da nesso per le relazioni contrattuali, ma è anche caratterizzata dall'esistenza di crediti residui divisibili sulle attività e sui flussi di cassa dell'organizzazione che possono essere generalmente venduti senza il permesso degli altri contraenti.

In particolare, affermano che, man mano che la frazione *dell'equity* del proprietario *manager* diminuisce (poiché viene venduta più equity ad investitori esterni), l'agente che massimizza l'utilità ha l'incentivo di appropriarsi di una quantità maggiore delle risorse delle società sotto forma di benefici non monetari e di esercitare meno del massimo sforzo per creare

valore per gli azionisti. Nel dettaglio, si fa riferimento alla possibilità del *manager* di impiegare le risorse d'impresa in modo opportunistico ed esclusivamente a proprio vantaggio (si parla di "*consumption on the job*"), prediligendo i cosiddetti benefici non monetari. Si tratta, cioè, di vantaggi che non derivano direttamente dalla distribuzione dei profitti per mezzo di dividendi, dei quali beneficerebbero tutti gli azionisti in proporzione alla loro quota azionaria, ma si tratta di beni e servizi di cui può disporre solo il *manager*, gravando di conseguenza sui costi dell'impresa.

Tali problemi di agenzia sarebbero superati facilmente se l'informazione potesse essere scambiata senza costi e se gli incentivi dei soggetti coinvolti nella relazione fossero coerenti. Nella realtà tali condizioni si verificano raramente per cui, per mitigare le conseguenze negative, è necessario sostenere dei costi di agenzia, quali:

- **costi di *monitoring***: cioè, quelli sostenuti dal principale per controllare il comportamento e le performance dell'agente. Esse includono potenzialmente quelle relative ai pagamenti ai revisori per ispezionare i conti della società, i costi di fornitura di informazioni agli analisti finanziari e alle agenzie di *rating*;
- **costi di *bonding***: cioè, quelli sostenuti spontaneamente dall'agente per garantire al principale la propria coerenza rispetto agli obiettivi del mandante stesso, vincolando in modo credibile il suo comportamento in modo che massimizzi il valore dell'impresa. Esempi di questi includono il mantenimento da parte dell'agente di una partecipazione azionaria superiore a quella desiderata o l'adozione di un piano di remunerazione più rischioso del desiderato;
- **perdita residuale**: si verifica perché, nonostante i sistemi di monitoraggio e i vincoli contrattuali, la relazione di agenzia è meno appetibile per il principale rispetto a quanto lo sarebbe in assenza di conflitti di interesse; perciò, vi sono

dei costi ineliminabili nati conseguentemente all'impossibilità di riuscire a conciliare gli interessi divergenti delle parti;

Tutti questi costi di agenzia sono sostenuti nel modello dal proprietario-*manager* nella vendita di capitale a investitori esterni. In equilibrio, i costi marginali delle agenzie dovrebbero eguagliare i benefici marginali del monitoraggio e del *bonding*.

Inoltre, Jensen e Meckling osservano che l'entità dei costi di agenzia può variare da impresa a impresa. Alcuni dei fattori che possono influenzare tale variazione sono:

- i costi per le attività di *monitoring* e *bonding*;
- la **facilità con cui i *manager* possono esercitare i propri interessi**, piuttosto che perseguire un comportamento ottimale, volto a massimizzare il valore dell'impresa. Un esempio pregnante è la *CEO-chair duality*: tale struttura è vista da molti come un modo per attribuire ai CEO un maggiore controllo a spese di altre parti, inclusi i membri esterni del Consiglio. Per questo motivo alcuni studiosi, tra cui Jensen (1993), hanno proposto di vietare la doppia carica. In verità, le evidenze empiriche sono meno nette: c'è chi mostra come la combinazione o la separazione dei titoli non produce effetti significativi sulla *performance* aziendale, interpretando la scelta come parte naturale dei processi di successione. D'altra parte, si rileva che, quando i ruoli sono combinati, il *turnover* dei CEO risulta meno sensibile ai risultati aziendali, suggerendo che il potere del CEO sul Consiglio sia maggiore. **Adams, Almeida e Ferreira (2005)** trovano risultati simili, evidenziando che i CEO con doppia carica esercitano un'influenza più forte nelle decisioni strategiche.

Nel complesso, la letteratura converge sull'idea che i doppi titoli rafforzino il potere dei CEO, ma senza prove convincenti che questo si traduca sistematicamente in peggiori *performance* aziendali. Anzi, è possibile che l'assegnazione della carica di Presidente avvenga come riconoscimento a

CEO già considerati capaci ed efficaci, il che spiegherebbe la mancanza di effetti negativi;

- **il livello di concorrenza nel mercato del lavoro dei *manager***: la competizione consente di rimpiazzare velocemente i *manager* incapaci e aiuta a scegliere e trattenere quelli capaci, che manterranno alto il loro livello di sforzo per preservare la posizione e la propria reputazione. Fama (1980) sostiene che ogni *manager* ha un interesse nelle prestazioni dei colleghi con migliore e peggiore reputazione della propria, di conseguenza, intraprende un certo monitoraggio in entrambe le direzioni; perciò, l'esistenza di un mercato del lavoro manageriale è un fattore che influenza il livello di monitoraggio reciproco da parte dei *manager*. Oltre a questa influenza indiretta, Fama vede questo mercato esercitare una pressione diretta sull'azienda per disciplinare e remunerare i *manager* in base alle loro prestazioni al fine di mantenere l'attrattiva dell'impresa nei confronti di *manager* molto capaci. Poiché l'agente è avverso al rischio e non accetta di essere remunerato soltanto in base alla prestazione, il principale, allo scopo di incentivarlo, dovrà offrire un contratto composto sia da parte fissa sia da una parte variabile e soddisfare il vincolo di partecipazione, offrendo come quota fissa il livello di utilità di riserva almeno pari alla migliore alternativa, e il vincolo di compatibilità degli incentivi, offrendo una quota variabile in base al risultato, osservato tramite la *performance* aziendale, in modo tale da incentivare l'agente ad aumentare il proprio sforzo (si parla di *Pay-for-Performance*).

Un ruolo importante, inoltre, è giocato dall'effetto reputazione che favorisce il giusto comportamento del *manager*. Fama (1980) sostiene che la preoccupazione del *manager* per la propria reputazione lo induce ad agire nell'interesse del suo mandante più di quanto lo suggeriscano gli approcci standard all'agenzia. Tuttavia, la reputazione perde d'efficacia a fine carriera

e, inoltre, genera ulteriori problemi di agenzia legati alla scelta di progetti più rischiosi;

- la **probabilità di scalata**: un'ulteriore problematica che grava sui costi di agenzia è il fenomeno del *free-riding* associato a una grande dispersione di capitale nell'impresa, nella quale i singoli azionisti non hanno incentivi a impegnarsi nel monitoraggio manageriale, poiché i benefici che si otterrebbero in seguito all'azione di controllo sono distribuiti a tutti gli azionisti, mentre il costo è tutto a carico dell'azionista che compie l'azione di monitoraggio. Pertanto, sebbene possa essere nell'interesse del gruppo collettivo di proprietari esterni impegnarsi in azioni volte a disciplinare il *management*, nessun singolo azionista razionale intraprenderà tali azioni. In questo contesto, in assenza di altri meccanismi, il principale avrà qualche ulteriore discrezione per gestire la società nel suo stesso interesse.

Dunque, a causa di tale fenomeno gli incentivi dei piccoli azionisti a controllare l'operato del *management* si riducono. Una possibile soluzione a questa difficoltà è rappresentata dal meccanismo delle scalate ostili: se la gestione risulta inefficace o non tutela gli interessi degli azionisti, un investitore esterno può lanciare un'offerta pubblica di acquisto, acquisire la società a un prezzo contenuto, migliorarne la gestione e successivamente rivenderla ottenendo un guadagno. Per questo Jensen (1983) considera le scalate uno strumento cruciale di *corporate governance* per limitare le discrezionalità dei *manager*.

L'efficacia di tale strumento, però, dipende dal funzionamento del mercato del controllo societario, ossia dal processo di trasferimento della proprietà e della gestione dell'impresa. Un ruolo determinante è svolto dalla struttura dei diritti di voto e dalla presenza di grandi azionisti, i quali, detenendo partecipazioni rilevanti, possono rendere difficile l'acquisizione del controllo da parte di terzi.

Grossman e Hart (1980) evidenziano, inoltre, un limite strutturale di tali scalate: gli azionisti possono approfittare dei benefici prodotti dal *raider* senza cedere le proprie azioni, rifiutando quindi la vendita. Inoltre, perché queste operazioni abbiano successo, è necessaria un'elevata liquidità dei mercati finanziari, in modo che i potenziali acquirenti possano reperire rapidamente ingenti risorse.

D'altra parte, vi è una pratica, nota come "*staggered boards*" (Consigli a rinnovo scaglionato), che viene adottata come misura di difesa contro le scalate ostili: quando un'impresa ha un Consiglio di questo tipo, non tiene le elezioni annualmente per ogni amministratore, ma i Consiglieri vengono eletti per più anni (di solito tre), e solo una frazione (di solito un terzo) dei membri viene eletta in un dato anno; perciò un potenziale acquirente non può rapidamente assumere il controllo del Consiglio anche qualora detenga il 100% dei voti. Le evidenze empiriche indicano che questo assetto del Consiglio non tutela gli azionisti, poiché è un meccanismo volto a rafforzare la posizione del *management*.

In ogni caso, va sottolineato che le scalate correggono i fallimenti manageriali solo a posteriori: quando intervengono, i costi delle decisioni inefficienti del *management* si sono già manifestati. Per questo motivo, la minaccia di una scalata è spesso più efficace della scalata stessa come deterrente nei confronti dei comportamenti opportunistici dei *manager*. A ciò si sommano numerosi costi, tra cui spese di ricerca, costi legali e di transazione, premi agli azionisti e oneri di riorganizzazione post-acquisizione. Negli ultimi anni, tali difficoltà sono state amplificate dall'adozione di strategie difensive e normative anti-acquisizione, che hanno reso le scalate più rischiose e onerose.

Un'alternativa meno costosa alle acquisizioni dirette è rappresentata dalle *proxy fight*, ovvero le guerre delle deleghe, che consistono nel raccogliere deleghe di voto per ottenere la maggioranza in assemblea e acquisire così il controllo. Tuttavia, questo meccanismo presenta delle criticità: a differenza

di chi tenta il controllo attraverso un'acquisizione rischiando capitale proprio, chi promuove una *proxy fight* può non detenere azioni della società e chiedere semplicemente il sostegno degli azionisti, offrendo in cambio la promessa di una migliore *governance*. Questo riduce la loro credibilità agli occhi del mercato;

- **competitività mercato dei beni:** rappresenta un altro meccanismo di disciplina del *management*, in quanto riduce lo spreco e l'incentivo a spendere la liquidità dell'impresa in benefici privati, fenomeno che invece accade nel caso di monopoli, settori protetti dalla concorrenza estera, settori maturi o scarsamente innovativi. Dunque, in condizione di pressione competitiva, il *manager* tende a promuovere l'efficienza, investendo le risorse aziendali;
- **finanziamento tramite debito:** Jensen e Meckling, per finire, affermano anche che il debito può aiutare a superare i costi di agenzia delle emissioni di capitale proprio per i proprietari esterni: infatti, il debito possiede un ruolo disciplinante nei confronti del *manager* e ne limita la discrezionalità, poiché esso è un fattore esogeno, non dipende cioè dallo sforzo del *manager*, e comporta sia un obbligo di restituzione sia una minaccia di fallimento. Il *manager*, perciò, sarà spinto ad esercitare il livello di sforzo efficiente, a non indulgere in benefici non monetari e a non investire in progetti non ottimali (*wasteful o over-investment*).

Il Consiglio di amministrazione, dunque, non è soltanto un organo di natura giuridico-formale: dal punto di vista economico-finanziario assume la funzione cruciale di **monitorare e disciplinare il *management***, controllando il processo attraverso il quale i dirigenti apicali vengono assunti, promossi, valutati e, se necessario, licenziati per mitigare i conflitti di agenzia tra principali (azionisti) e agenti (CEO). La valutazione può essere vista come composta da due elementi: da un lato il monitoraggio di ciò che fa il *top management*, dall'altro la determinazione delle capacità intrinseche dello stesso (Adams, Hermalin, Weisbach; 2010). Mace

(1971) suggerisce, invece, che il *board* funga da cassa di risonanza del CEO per fornire consulenza su temi di cui i membri consiliari sono esperti.

Dal punto di vista della letteratura, il rapporto tra il *board* e il CEO è spesso modellizzato evidenziando il ruolo della trasmissione di informazioni e delle dinamiche di potere contrattuale: in particolare, il potere contrattuale del CEO è negativamente correlato con l'indipendenza del Consiglio di amministrazione. L'evidenza empirica, infatti, supporta che la probabilità di *turnover* del CEO sia più sensibile alla *performance* nelle imprese con prevalenza di *outsider*, segno che *board* più indipendenti (quindi più vigili) svolgono un monitoraggio più stringente. - Tuttavia, non tutti gli amministratori esterni rispettano la definizione formale di esterno, che implicherebbe quindi l'indipendenza. Esempi di tali amministratori sono avvocati o banchieri che hanno rapporti d'affari con l'azienda. Gli esterni dalla dubbia indipendenza sono, perciò, talvolta collocati in una **terza categoria**: i cosiddetti "*affiliated*" o "*gray*" *directors* (amministratori affiliati o grigi). -

Al contrario, dunque, la presenza di forti legami fra CEO e Consiglieri o la concentrazione di potere nelle mani del CEO tende a indebolire il controllo del *board* (Adams, Hermalin, Weisbach; 2010). La complicazione, però, sorge dal momento che lo stesso CEO con il suo potere contrattuale possa influenzare l'indipendenza stessa del Consiglio. Infatti, il modello di Hermalin e Weisbach mostra quanto segue: un amministratore delegato, che abbia dimostrato di essere superiore rispetto alla media tramite le sue *performance* passate, può negoziare su due dimensioni, ossia una maggiore retribuzione o il grado di indipendenza del *board*. Ed è proprio su quest'ultima che il Consiglio tende a cedere maggiormente. D'altra parte, una maggiore indipendenza, che porta a esercitare maggior controllo, può limitare il raggio d'azione del CEO: l'indipendenza infatti, come suggeriscono Martinez, Swank e Visser (2008), benché da un lato possa indurre a evitare errori rischiosi per l'azienda, dall'altro riduce le informazioni che il Consiglio può apprendere sulle capacità del CEO. Questo aspetto risulta maggiormente

accentuato quanto più quest'ultimo è agli inizi della sua carriera, ossia quando si conosce relativamente poco sul suo conto e il valore atteso delle informazioni può, perciò, superare il costo previsto dagli errori.

Oggigiorno, a causa della crescente pressione degli azionisti istituzionali, delle maggiori regolamentazioni governative, delle più forti minacce di contenzioso e dei nuovi requisiti di borsa, i Consigli di amministrazione sono diventati più indipendenti e diligenti. Di conseguenza, i Consigli sono più disposti a monitorare e, secondo il modello Hermalin (2005), un maggiore monitoraggio aumenta direttamente la probabilità di licenziamento del CEO. La risposta dei CEO a questa maggiore pressione di monitoraggio è lavorare "più duramente" (il che potrebbe essere interpretato come una riduzione dei benefici privati). Sia perché spinti a lavorare di più, sia perché i loro posti sono meno sicuri, i CEO richiederanno una retribuzione maggiore. Pertanto, una conseguenza dell'aumento dell'indipendenza dei Consigli di amministrazione nel tempo potrebbe essere una pressione al rialzo sulle compensazioni dei CEO.

Alla luce di quanto detto, occorre, dunque, valutare i *trade-off*: infatti, il monitoraggio intensivo, oltre a quanto detto prima, potrebbe generare altri effetti indesiderati. Tra questi vi è proprio il rischio di *hold-up*, ossia di opportunismo da parte del Consiglio stesso. Difatti, la possibilità di licenziare il CEO, una volta che quest'ultimo ha effettuato investimenti specifici, si traduce in un appropriamento da parte del Consiglio dei rendimenti dell'amministratore delegato. In particolare, dopo l'assunzione, un CEO può, a proprie spese, compiere un'azione discreta che aumenta, di una quantità discreta, la probabilità che una determinata strategia o progetto abbia successo. Questa azione è osservabile dal Consiglio di amministrazione, ma non verificabile, il che crea un'opportunità di *hold-up* successivo. Dopo che il CEO ha compiuto questa azione, può presentarsi un'opportunità redditizia per l'impresa che richiede un nuovo CEO per essere sfruttata. Se il Consiglio è abbastanza forte da licenziare l'amministratore delegato

in carica a favore di un nuovo CEO, allora può usare questa possibilità per ottenere concessioni salariali *dall'incumbent*, perché perdere il lavoro significa perdere anche un beneficio privato. La minaccia di essere costretto a tali concessioni può indebolire l'incentivo iniziale del CEO a intraprendere l'azione costosa. Il punto cruciale, dunque, è che a causa dell'asimmetria informativa il Consiglio ha un incentivo ad assumere il controllo delle decisioni strategiche. Tuttavia, come mostrano Adams e Ferreira, il grado **ottimale** di indipendenza del Consiglio non è quello massimo: esiste, infatti, un livello intermedio che massimizza i profitti attesi dell'impresa. A tale livello, il beneficio derivante dall'uso delle informazioni del Consiglio supera il costo derivante dal fatto che, in alcune circostanze, la strategia venga distorta quando è il CEO ad avere il controllo. Un ulteriore aspetto rilevante è che la stessa composizione del *board* è il risultato di processi **endogeni**: viene influenzata dal potere negoziale del *management*, dalle preferenze degli azionisti e dalle condizioni istituzionali e di mercato in cui l'impresa opera. Ciò significa che non esiste una "struttura ottimale" assoluta, ma un equilibrio che si forma in base alle esigenze di *governance*, la cui evoluzione deve essere vista come un processo adattivo piuttosto che come un assetto statico. (Adams, Hermalin, Weisbach; 2010). Per finire, la capacità del Consiglio di svolgere un monitoraggio efficace non dipende soltanto dal grado di indipendenza formale, ma anche dalla **diversità** e dall'eterogeneità dei suoi membri.

2.3 Diversità di genere nel Consiglio di amministrazione

Come anticipato, la corretta composizione dei Consigli di amministrazione rappresenta uno dei profili di efficacia dei sistemi di *Corporate Governance*: ciò ha effetti sul processo decisionale strategico e sulle prestazioni economiche e finanziarie delle aziende. In particolare, la diversità di capacità e competenze, di profili professionali, visioni e personalità rende più efficace il processo decisionale e migliora sia il controllo esecutivo sia i processi di risoluzione dei problemi. L'eterogeneità dei membri del Consiglio di amministrazione non si declina soltanto

nella diversità di età, provenienza geografica, origine sociale e culturali, ma coinvolge proprio la presenza delle donne negli organi di governo aziendali. Secondo la classificazione di Milliken e Martins (1996) gli effetti della diversità nei gruppi organizzativi, e quindi anche quella di genere, possono essere distinti in: **affettivi, comunicativi, simbolici e cognitivi**.

- L'**effetto affettivo** si riferisce al fatto che le persone tendono a essere attratte principalmente da individui simili a loro ed è più probabile che instaurino relazioni con questi ultimi. Questo fenomeno, detto "**omofilia**", può complicare l'integrazione e l'identificazione in un gruppo eterogeneo, con effetti negativi sia sui membri di maggioranza sia su quelli di minoranza. Tuttavia, questo effetto negativo può ridursi nel tempo.
- L'**effetto comunicativo** della diversità si riferisce ai cambiamenti nella comunicazione all'interno e all'esterno del gruppo. I membri di un gruppo eterogeneo comunicano tra loro in modo più formale e comunicano più frequentemente con l'esterno. Di conseguenza, la diversità può permettere al Consiglio di svolgere meglio il proprio ruolo di organo di controllo. Tuttavia, l'effetto affettivo può ostacolare la comunicazione in un gruppo diversificato.
- L'**effetto simbolico** può avere impatti positivi sul valore dell'impresa, ad esempio attirando talenti appartenenti a gruppi diversi. Inoltre, la diversità promuove un miglioramento nell'analisi del *marketplace*, che diventa sempre più complesso e diversificato. Perciò, coordinando l'eterogeneità dell'impresa con quella dei suoi potenziali clienti e fornitori, è possibile aumentare la capacità di penetrare nel mercato.
- L'**effetto cognitivo** si riferisce alla capacità di un gruppo di raccogliere informazioni, elaborarle, trarre conclusioni e reagire. Un gruppo diversificato possiede prospettive differenti che possono stimolare la creatività e offrire più contro-argomentazioni, portando così a decisioni più fondate. Ciò è una diretta conseguenza del fatto che differenze funzionali

basate su caratteristiche invariabili, come il genere, influenzano il modo in cui gli individui apprendono, pensano, elaborano informazioni e gestiscono l'autorità nel contesto organizzativo. Infatti, le funzioni cognitive, la *formamentis* e le convinzioni non sono casualmente distribuiti nella popolazione, ma tendono a variare sistematicamente sulla base delle variabili demografiche, tra cui il genere. Questo effetto cognitivo è particolarmente importante nelle decisioni di cui si occupa un Consiglio di amministrazione, poiché esse richiedono spesso contributi informativi da diverse aree funzionali. Carter (2010) afferma che i direttori donne forniscono informazioni uniche al Consiglio, pongono domande difficili, sollevano questioni critiche e votano su decisioni importanti del Consiglio (Konrad, Kramer ed Erkut 2008), migliorando quindi il processo decisionale strategico. Difatti, l'eterogeneità dapprima potrebbe innescare dei conflitti durante il processo decisionale, ma l'emergere di prospettive variegata porta i decisori a valutare più alternative e le relative conseguenze.

In aggiunta a ciò, l'effetto cognitivo può essere rafforzato dalle caratteristiche variabili che i membri di minoranza di un Consiglio possono apportare: difatti, la maggior parte dei direttori diventa tale attraverso la promozione ai vertici esecutivi, ma questo percorso è più limitato per le donne, spesso a causa del cosiddetto "**effetto soffitto di vetro**". Hillman (2002) dimostra, infatti, che la maggior parte delle donne nei Consigli proviene da carriere non aziendali. Questo implica, da una parte, che direttrici donne non condividano le stesse reti di contatti che gli altri direttori istaurano invece lungo le carriere manageriali tradizionali; dall'altra, che presentino profili professionali e accademici di rilievo. Questi ultimi spesso sono relativi all'ambito delle relazioni pubbliche e al diritto e da ciò ne consegue una maggiore consapevolezza e capacità del Consiglio di affrontare i conflitti tra

azionisti e *manager*, dovuta anche a un miglioramento della qualità della comunicazione.

Inoltre, le caratteristiche variabili e invariabili dei membri femminili permettono di rendere maggiormente indipendente il Consiglio rompendo non solo i legami, formali e informali, che si creano tra i direttori e il CEO, ma esercitando anche un monitoraggio implicito degli altri componenti del *board*: discostandosi dalle norme di gruppo consolidate, infatti, possono rafforzare il monitoraggio reciproco creando una pressione tra pari. Infatti, le donne possono esercitare un'influenza sul comportamento dei colleghi maschi: Adams e Ferreira (2009) documentano che, rispetto alle donne, gli uomini tendono ad avere una minore partecipazione alle riunioni e a prepararsi meno per esse, ma tale problematica è particolarmente evidente nelle società con *board* composti esclusivamente da uomini. Nei Consigli di amministrazione eterogenei dal punto di vista di genere, invece, la presenza di amministratrici migliora la partecipazione degli uomini. La capacità delle amministratrici di migliorare l'attitudine al monitoraggio dei loro colleghi maschi è, per Adams e Ferreira (2009), una delle due modalità attraverso cui le donne nei Consigli di amministrazione possono migliorare l'attività di monitoraggio del *board*. L'altra è, infatti, rappresentata dalle loro caratteristiche cognitive e psicologiche che rendono il loro approccio diverso da quello dei colleghi uomini. La letteratura di psicologia sociale evidenzia che le donne presentano caratteristiche cognitive e sociopsicologiche diverse che rendono il loro processo decisionale differente da quello degli uomini. In particolare, una differenza biologica rilevante tra uomini e donne riguarda il testosterone: si è dimostrato che livelli più elevati interindividuali di tale ormone determinino differenze di genere nel comportamento e nella cognizione. Esso, infatti, ha due diversi effetti: quelli di tipo organizzativo (modificazioni permanenti della struttura e della funzione cerebrale durante la vita prenatale e postnatale precoce) e quelli di tipo attivazionale (effetti transitori dovuti alla sua circolazione nel cervello durante la vita postnatale). Dunque, una più alta

concentrazione negli esseri umani di questo ormone si manifesta con una maggiore motivazione alla competizione e al dominio, riduce la paura e modifica l'equilibrio tra sensibilità alla punizione e alla ricompensa. (Sapienza, Zingales, Maestripieri; 2009).

Quanto detto ha una ripercussione sull'approccio utilizzato all'interno dei *board* dalle amministratrici donne: in primis, dal momento che vivono le emozioni molto più intensamente degli uomini, percepiscono il rischio come una minaccia e non come un'opportunità, perciò sono generalmente più avverse al rischio. Inoltre, dimostrano più conservatorismo rispetto agli uomini negli aspetti di *decision-making* economico (Pucheta-Martínez e Bel-Oms, 2016), sono più diligenti e presentano migliori tassi di partecipazione alle riunioni (Adams & Ferreira, 2009), sono più propense a seguire regole e regolamenti (Bernardi e Arnold, 1997) e sono più sensibili alle problematiche aziendali. Per finire, promuovono gli interessi degli azionisti a livello individuale, essendo secondo la teoria della socializzazione di genere più socialmente attente e adottano uno stile di *leadership* che incarna valori di collaborazione e fiducia.

2.3.1 La teoria delle risorse

Dal momento che l'impresa è concepita come un insieme dinamico di elementi interconnessi e interagenti tra loro e con l'ambiente esterno, essa deve essere in grado di soddisfare i diversi interessi, anche contrapposti, che su di essa vengono proiettati (Singer, Sirianni; 2013). Si pone, pertanto, il problema di come l'organo di governo riesca a conciliare le molteplici istanze provenienti dall'ambiente relazionale con la necessità di mantenere la funzione decisionale. In questo quadro si inserisce la teoria della dipendenza delle risorse esterne, sviluppata da Pfeffer e Stanic (1977), secondo la quale esiste una relazione tra l'impresa e il suo ambiente esterno incentrata sul presupposto che le organizzazioni non sono autosufficienti, ma necessitano di attingere risorse dal contesto in cui operano. Sono quindi richieste al *management* le capacità di assicurare il maggior controllo possibile sulle risorse

necessarie, al fine di acquisire maggiore libertà dai condizionamenti ambientali e di migliorare continuamente il vantaggio competitivo dell'impresa per assicurarne la sopravvivenza. Pfeffer afferma che i Consigli di amministrazione consentono alle imprese di minimizzare la dipendenza dall'esterno o di acquisire risorse, considerando la sua funzione di supervisione, il suo collegamento con l'ambiente economico esterno e il suo ruolo di guida per l'azione aziendale. Uno degli indicatori della capacità di fornire risorse critiche è proprio la composizione del *board* stesso. La presenza di diversità tra i membri del Consiglio consente di avere un numero maggiore di interconnessioni con il mercato e con i concorrenti, il che si traduce in una fonte di nuovo capitale, nonché in una migliore qualità di risorse e informazioni.

Un'altra funzione significativa del Consiglio, reinterpretata dalla teoria delle risorse, riguarda la legittimazione dell'impresa da parte della comunità, secondo cui una rappresentanza delle minoranze nel *board* porta a una maggiore approvazione da parte dei cittadini, con particolare riferimento alla diversità di genere, poiché la mancata rappresentanza della figura femminile nei Consigli di amministrazione comporta una potenziale perdita di capitale umano (Campbell & Minguez-Vera, 2007). Infatti, se il talento di un segmento della società è sistematicamente escluso dal *board*, non per le sue capacità ma esclusivamente per il suo genere, allora il suddetto Consiglio sarà subottimale (Carver, 2002; Cassell, 2000). Gli *stakeholder*, dunque, sono più propensi a considerare legittimo un Consiglio di amministrazione diversificato e a trasferire tale legittimità all'azienda. Se il Consiglio non riflettesse le norme sociali che prevedono la diversità, i partner di scambio esterni potrebbero cercare aziende che riflettano maggiormente tali norme. Pertanto, la diversità che le donne apportano in un Consiglio di amministrazione contribuisce a creare un ambiente operativo favorevole per l'azienda. Tale teoria fornisce, perciò, motivazioni coerenti per promuovere la diversità all'interno del Consiglio di amministrazione: difatti, le amministratrici

donne differiscono dagli uomini, poiché non sono focalizzate sul futuro prossimo, ma sono orientate verso una prospettiva più di lungo termine (Matsa e Miller, 2013). Inoltre, forniscono svariati punti di vista che possono condurre a decisioni migliori a seguito di un dibattito più approfondito su aspetti critici.

2.3.2 La teoria del capitale umano

La teoria del capitale umano, in stretto collegamento con la teoria della dipendenza dalle risorse, sostiene che ogni persona possiede un insieme di competenze, conoscenze e abilità che derivano dal proprio percorso professionale e formativo e che possono essere valorizzate all'interno di un'organizzazione (Becker, 1964). Tali capacità non sono statiche, ma possono essere consolidate ed accresciute nel tempo grazie a processi educativi, alla formazione continua e all'esperienza maturata nei diversi contesti lavorativi. Se si osserva la presenza femminile nei Consigli di amministrazione dalla prospettiva della teoria del capitale umano, emergono potenziali effetti sia positivi sia negativi. Da un lato, la diversità di genere può arricchire il capitale umano complessivo del *board*, poiché le donne portano con sé prospettive, conoscenze e risorse differenti e complementari a quelle degli uomini, generando così un ampliamento delle competenze collettive e favorendo processi decisionali più ricchi e articolati (Carter et al., 2010). Dall'altro lato, la difficoltà delle donne ad accedere in misura significativa a posizioni apicali e a ruoli di alto livello decisionale può attenuare l'impatto positivo della loro presenza, con il rischio che si generino effetti meno favorevoli o addirittura negativi sulla *performance* aziendale. In questo senso, la teoria del capitale umano permette di interpretare la *gender diversity* nei *board* non come una variabile neutra, ma come un fattore dinamico che dipende dal modo in cui le diverse competenze individuali vengono effettivamente integrate, valorizzate e rese operative all'interno dei processi di *governance* aziendale.

2.3.3 La teoria del *tokenismo* e della massa critica

Attualmente, le donne nei Consigli di amministrazione possono ancora essere considerate un sottogruppo minoritario all'interno di un insieme più ampio costituito da uomini, perciò, a causa della loro sottorappresentanza, potrebbero essere percepite come un *token* (Karter, 1977). Karter studiò le donne che lavoravano in un'impresa a predominanza maschile per esplorare come il numero di donne in un gruppo influisse sui processi di gruppo. Ella definì i membri della maggioranza come "dominanti", mentre i membri di minoranza furono etichettati come "*token*". In particolare, con il suddetto termine ci si riferisce ai componenti di un gruppo di minoranza, che costituiscono meno del 15% della forza lavoro totale dell'organizzazione a cui appartengono. Alla luce di ciò, i *token* non identificano il singolo individuo ma la loro categoria di appartenenza, perciò la loro presenza si riduce ad essere un mero simbolo di fittizia inclusività, senza però produrre reali mutamenti strutturali. Kanter afferma che le donne, in quanto minoranza in contesti a predominanza maschile, hanno poche possibilità di esercitare influenza sull'organizzazione fino a quando non diventano una minoranza consistente o significativa. Quando all'interno dei Consigli vi è una sola donna, questa diventa esponente della sua categoria ed è, in quanto tale, soggetta a tre conseguenze comportamentali:

- **visibilità:** i *token* subiscono ulteriori pressioni in termini di rendimento e vengono messi in evidenza non per i loro risultati, ma per la loro diversità rispetto agli altri membri.
- **contrasto:** la presenza di *token* rinforza la consapevolezza della maggioranza di essere il gruppo dominante e le caratteristiche che lo hanno determinato. Per garantire l'integrità e preservare l'identità, la maggioranza esercita atti di contrasto: spesso, i *token* sono percepiti negativamente, talvolta con aperta derisione, e sono oggetto di dubbi e mancanza di fiducia. Di conseguenza,

essere etichettati come tali genera disagio, isolamento e insicurezza nella minoranza (Kanter, 1977) e ciò può interferire con la *performance*;

- **assimilazione:** le peculiarità dei *token* possono essere distorte e soggette a generalizzazione da parte del gruppo di maggioranza che, anche se vi fossero differenze tra i membri della minoranza, non sarebbe in grado di coglierle. Inoltre, la stereotipizzazione potrebbe comportare la percezione da parte dei *token* di barriere all'esercizio di influenza nelle decisioni del gruppo.

Questo fenomeno, dunque, può ridurre l'efficacia della diversità nel migliorare la *governance* aziendale e le *performance* complessive (Kanter, 1977). Tuttavia, la teoria della massa critica, suggerisce che la natura delle interazioni di gruppo dipenda dalla dimensione del gruppo di minoranza: quando il sottogruppo raggiunge una certa soglia, o massa critica, la prospettiva dei suoi membri muta e il grado di influenza del sottogruppo aumenta, cioè si verifica un cambiamento qualitativo nella natura delle interazioni di gruppo, poiché esso acquisisce fiducia. La teoria, però, non suggerisce quale sia il numero che rappresenta la massa critica: è necessario, perciò, ricorrere agli esperimenti di Asch (1955). Questi studi mostrano che, quando un individuo si trova di fronte all'opinione unanime di tre persone, questi avverte la pressione a conformarsi agli altri. L'efficacia della pressione del gruppo cresce notevolmente quando il gruppo è composto da tre persone, ma ulteriori aumenti della dimensione del gruppo aggiungono poco all'effetto complessivo. Sulla base di questi presupposti, studi recenti sulle donne nei Consigli di amministrazione (Erkut e Konrad, 2008) hanno confermato che la massa critica di donne sia raggiunta con almeno tre membri di genere femminile. Altre ricerche (Kramer et al., 2006; Campbell e Mínguez Vera, 2007; Adams e Ferreira, 2009), invece, prevedono che la porzione di donne sia pari ad almeno il 30% dei membri totali. Infatti, Consigli che rispettano tali caratteristiche, modificano il loro stile di lavoro, influenzando così le dinamiche e i processi tra i membri del *board*, perché rendono l'ambiente lavorativo più favorevole alla libera espressione.

2.4 Rassegna risultati empirici

Alla luce di quanto detto la letteratura finanziaria che studia le questioni di genere si è concentrata principalmente sugli effetti della presenza femminile nei Consigli di amministrazione in relazione al valore dell'impresa e alla *performance* aziendale. In particolare, Haslam et al. (2010) distinguono tra la *performance* "oggettiva" di un'impresa (misurata da ROA e ROE) e le misure "soggettive" basate sul valore di mercato (Tobin's Q). Attualmente, gli studi presentano risultati eterogenei e spesso ambigui: alcuni riportano una relazione positiva (Campbell e Minguez-Vera, 2008; Post e Byron, 2015), altri una relazione negativa (Adams e Ferreira, 2009; Matsa e Miller, 2013), mentre altri ancora non riscontrano alcuna significatività statistica (Carter et al., 2010). A partire dai contributi pionieristici di Adams e Ferreira, esistono numerose evidenze di migliori pratiche di *governance* nelle imprese non finanziarie con una maggiore presenza femminile nei consigli. Si è riscontrato che la presenza di donne nei consigli migliora le pratiche di *governance* aziendale grazie a uno stile di *leadership* differente, che si traduce in minori conflitti tra i membri del consiglio e in una maggiore qualità delle attività di sviluppo del *board*. Adams et al. (2012), analizzando dati relativi agli annunci obbligatori di nuove nomine di consiglieri in Australia, sostengono che la nomina di una nuova consigliera ha un impatto più positivo sul valore per gli azionisti rispetto a quella di un nuovo consigliere uomo. Adams e Rangunathan (2014) rilevano, inoltre, un'associazione positiva tra diversità e *performance* per le banche statunitensi (2006–2009), attribuendo questo effetto alla maggiore qualità media delle donne direttrici, più istruite e selezionate con criteri più severi rispetto agli uomini. Chen et al. (2015) trovano che la diversità di genere migliora la *performance* delle imprese statunitensi nei settori ad alta intensità innovativa o caratterizzati da bassa concorrenza e alta discrezionalità manageriale. Tali evidenze sono coerenti con la *contingency theory*, secondo la quale alcune caratteristiche del consiglio possono risultare desiderabili solo in determinati contesti organizzativi o temporali (Carter et al., 2010). Infatti, il

potenziale impatto della diversità di genere sulla *performance* è sensibile alle caratteristiche dell'impresa.

Miller e Triana, (2009) affermano, invece, che tale impatto può essere influenzato da diverse variabili di mediazione. Tali variabili mediatrici siano rappresentate dagli attributi delle donne direttrici: le caratteristiche come esperienza, competenze e tratti demografici contribuiscono a migliorare l'efficacia del consiglio nei suoi compiti di monitoraggio, decisione e consulenza. L'importanza degli attributi dei consiglieri è spiegata principalmente dalla teoria dei livelli superiori (*upper echelons theory*) di Hambrick e Mason (1984), secondo cui il *background* e l'esperienza dei decisori plasmano il modo in cui essi interpretano gli esiti delle decisioni strategiche (Nguyen et al., 2015). Empiricamente, si riconosce che l'ambiguità della relazione tra diversità di genere nel *board* e *performance* aziendale possa essere spiegata proprio dagli effetti delle diverse caratteristiche delle direttrici. Gli attributi demografici delle donne differiscono significativamente da quelli dei colleghi uomini: le prime possiedono in media un livello di istruzione più elevato (Singh et al., 2008), hanno più frequentemente titoli di studio in discipline economico-aziendali (Hillman et al., 2002) e apportano una maggiore diversità internazionale nei consigli (Singh et al., 2008). A causa del cosiddetto *glass ceiling effect* le donne tendono a investire maggiormente nella formazione per ottenere riconoscimento professionale e aumentare la propria credibilità (Eagly e Carli, 2003; Hillman et al., 2002), perciò l'istruzione rappresenta un mezzo per acquisire competenze tecniche e potenziare le capacità cognitive dei consiglieri. Amministratori più istruiti sono in grado di comprendere, analizzare e proporre soluzioni a questioni complesse e donne con livelli di istruzione più elevati hanno un impatto maggiore durante le discussioni del consiglio. Gli studi empirici riportano una relazione positiva tra *performance* aziendale e livello di istruzione dei consiglieri (Kim e Lim, 2010; Nguyen et al., 2015). La correlazione positiva tra diversità di genere e *performance* sembra essere in gran parte spiegata proprio dal più alto livello di istruzione delle donne

nei Consigli (Nguyen et al., 2015). Tuttavia, altri studi non trovano alcuna relazione significativa tra istruzione dei consiglieri e *performance* aziendale. Oltre al livello di istruzione, l'esperienza nel campo aziendale (derivante da studi economici o gestionali) è ritenuta facilitare l'accesso delle minoranze a posizioni manageriali. Inoltre, la reazione del mercato a tali nomine non è determinata tanto dai vantaggi legati alla competenza aziendale, quanto piuttosto dai loro potenziali effetti di rete e di reputazione. Altri studi documentano una relazione positiva tra *performance* e presenza femminile nei consigli, evidenziando l'importanza della massa critica di donne o di processi di selezione più rigorosi. In Spagna, Campbell e Minguez-Vera (2008) mostrano che il valore dell'impresa è positivamente influenzato dal rapporto donne/uomini e dal grado generale di diversità, piuttosto che dalla sola presenza femminile.

Concentrandosi sul contesto italiano, alcuni studi analizzano la relazione tra la presenza femminile nei vertici aziendali e le pratiche di *governance* delle società quotate. Bianco et al. (2013) non trovano effetti significativi sulla partecipazione alle riunioni, ma confermano un impatto positivo sul numero di incontri. Per un periodo e un campione diversi, Schwizer, Soana e Cucinelli (2012) mostrano una correlazione positiva tra presenza femminile nei consigli e attività di monitoraggio e, considerando i comitati di revisione, una relazione positiva tra presenza femminile e frequenza delle riunioni. Bianco et al. (2015) mostrano che prima dell'introduzione delle quote di genere molte donne nei consigli avevano legami familiari con gli azionisti di controllo e una minore partecipazione alle riunioni. Ferrari et al. (2016), analizzando il periodo 2007–2014, documentano che l'applicazione della legge ha migliorato il processo di selezione, aumentando i livelli medi di istruzione e riducendo l'età dei consiglieri, con effetti positivi sui rendimenti di mercato alla nomina del consiglio. Infine, Gordini e Rancati (2017) rilevano che la diversità di genere, misurata tramite la percentuale di donne e gli

indici di Blau e Shannon, ha un effetto positivo e significativo sul *Tobin's Q*, mentre la sola presenza di una o più donne non produce effetti statisticamente rilevanti.

Tuttavia, la relazione tra diversità di genere e indipendenza risulta talvolta discutibile: un eccesso di monitoraggio (*over-monitoring*) può persino ridurre il valore per gli azionisti, poiché può indebolire gli incentivi dei *manager* o compromettere la comunicazione tra il *management* e il consiglio (Adams e Ferreira, 2007). Inoltre, la diversità può ridurre la coesione interna al consiglio, impedendo così che gli effetti potenziali sulla *performance* si concretizzino. Un'altra ipotesi a sostegno della correlazione negativa con la *performance* aziendale è la seguente: i membri con *background* "non convenzionali" potrebbero inconsciamente adeguarsi ai comportamenti e alle norme della maggioranza tradizionale. Perciò, le differenze di genere nelle preferenze di rischio tendono a scomparire, a causa di meccanismi di selezione o adattamento comportamentale. Inoltre, Ahern e Dittmar (2012), analizzando l'impatto sul valore d'impresa dell'obbligo di aumentare la presenza femminile nei consigli introdotto in Norvegia, rilevano che l'effetto complessivo della quota è stato negativo. Il ristretto numero di candidate qualificate ha portato alla nomina di donne più giovani e meno esperte rispetto ai colleghi uomini. Allo stesso modo, Adams e Kirchmaier (2015) evidenziano che la relazione tra diversità e *performance* dipende dal tasso di partecipazione femminile alla forza lavoro e dalle barriere all'accesso ai consigli: nei Paesi dove tali barriere sono elevate, le politiche di diversità rischiano di non ampliare il bacino di candidate qualificate e di generare fenomeni di *interlocking*.

Al contempo, oltre al filone relativo alle *performance* aziendali, sta emergendo una letteratura che analizza l'impatto delle donne su specifiche decisioni aziendali. Per cominciare, le imprese con donne nei consigli tendono a concentrarsi maggiormente sulla responsabilità sociale d'impresa (CSR) e spendono di più in ricerca e sviluppo (Miller e Triana, 2009). Li e Zhang (2019) osservano una minore propensione a sovrainvestire nelle imprese con più donne nei *board*. Inoltre, le donne appaiono più

riluttanti a sfruttare opportunità di investimento redditizie ma rischiose, con il potenziale effetto di generare un'allocazione inefficiente del capitale. Huang e Kisgen (2013) trovano che le dirigenti donne forniscono previsioni sugli utili più prudenti e mostrano una maggiore propensione a esercitare opzioni *in-the-money*. Per quanto riguarda il tema delle acquisizioni, le donne sono meno inclini a presentare offerte e tendono a prediligere premi di offerta inferiori. In questo senso, Huang e Kisgen (2013) suggeriscono che le acquisizioni condotte da uomini generano rendimenti anomali inferiori al momento dell'annuncio. Analogamente, Chen et al. (2014) individuano differenze nell'avversione al rischio e nell'ottimismo degli amministratori, rilevando che una maggiore rappresentanza femminile nei consigli è negativamente correlata sia al numero di acquisizioni effettuate dalle imprese sia alla loro dimensione. Le donne contraggono anche meno debito e, in generale, adottano scelte di finanziamento meno rischiose (Faccio et al., 2016). Le donne, infatti, tendono a manifestare una preferenza per la stabilità finanziaria di lungo periodo. Tale orientamento prudente si traduce spesso in politiche di indebitamento più conservative, riducendo la propensione delle imprese a ricorrere a livelli eccessivi di leva finanziaria. Inoltre, tendono a preferire strategie di finanziamento di lungo periodo, riflettendo scelte di struttura del capitale più sostenibili. D'altra parte, Datta et al. (2021) osservano che, nonostante una maggiore avversione al rischio, le dirigenti donne tendono a preferire scadenze del debito più brevi, esponendo così l'impresa a un rischio di rifinanziamento più elevato. Gli autori spiegano questo comportamento sostenendo che le motivazioni etiche delle dirigenti si allineano maggiormente agli interessi degli azionisti, superando le loro tendenze prudenti. In modo analogo, Li e Zhang (2019) rilevano che la presenza di donne nei *board* è associata a una quota più alta di debito a breve termine, suggerendo un ruolo di monitoraggio rispetto alla struttura del debito, poiché il debito a breve è uno strumento utile per attenuare i conflitti di agenzia tra *manager* e azionisti. Le donne nei *board* sono, inoltre, associate a maggiore trasparenza, standard etici più elevati e a un capitale reputazionale più solido, elementi che

possono migliorare la percezione di affidabilità da parte dei creditori e ridurre il rischio percepito di prestito. Di conseguenza, tali Consigli possono influenzare non solo il livello complessivo di indebitamento, ma anche il costo del debito. A tal proposito, uno studio della Banca d'Italia ha esaminato l'impatto dell'aumento della rappresentanza femminile nei Consigli di amministrazione delle banche sulle pratiche di concessione del credito alle imprese guidate da donne: queste hanno mostrato una maggiore propensione a erogare prestiti a imprese guidate da donne. Abotula et al. (2025) rilevano una relazione positiva tra la presenza di donne nel Consiglio e la dispersione delle scadenze del debito. L'interpretazione è che una maggiore avversione al rischio di rifinanziamento porti a scegliere una struttura del debito più diversificata nel tempo, che porta a sua volta a *performance* aziendali migliori.

Un altro aspetto rilevante riguarda gli studi che documentano una relazione positiva tra *leadership* femminile e vari esiti del mercato del lavoro femminile a livello aziendale, tra cui occupazione femminile, divari salariali di genere, tassi di permanenza dopo shock economici o l'uso di contratti di lavoro flessibili come il part-time (Flabbi et al., 2018). Infatti, le imprese con presenza femminile nei CdA si distinguono per una maggiore sensibilità della retribuzione alle *performance* e da una maggiore correlazione tra il *turnover* dei CEO e la *performance* aziendale (Adams e Ferreira, 2009). Matsa e Miller (2013) rilevano che le imprese hanno effettuato meno licenziamenti e aumentato i costi del lavoro. Gli autori suggeriscono che una tendenza alla "conservazione della forza lavoro" (*labor hoarding*) possa essere una caratteristica sistematica dello stile gestionale femminile, coerente con le evidenze che mostrano un maggiore orientamento alla benevolenza rispetto al successo o all'efficienza. Per finire, mostrano che una maggiore presenza femminile nei consigli è associata a una quota più elevata di donne tra i dirigenti apicali (ma non viceversa), suggerendo che le consigliere sono più propense ad assumere dirigenti donne, generando effetti di *spillover* a diversi livelli gerarchici. Questi risultati sono

coerenti con l'importanza delle reti femminili: una più elevata rappresentanza femminile nei consigli potrebbe favorire i tassi di promozione delle donne attraverso politiche di risorse umane più inclusive, programmi di *mentoring* e raccomandazioni per ruoli di *leadership*.

Capitolo III

3. L'INFLUENZA DELLE DONNE SULLA POLITICA DEI DIVIDENDI

Una delle principali decisioni finanziarie che i Consigli di amministrazione delle società devono affrontare riguarda la politica dei dividendi. In particolare, uno degli obiettivi di una azienda è quello di generare profitti, che possono essere trattenuti e reinvestiti in altri progetti oppure essere distribuiti sotto forma di dividendi: ciò richiede un compromesso tra il valore dell'importo da pagare e il valore da trattenere (Almeida et al., 2015). Il conflitto di interessi tra azionisti e *manager* potrebbe impattare sulla politica dei dividendi: da una parte, i *manager* preferiscono trattenere gli utili; dall'altra gli azionisti preferiscono un livello più alto di distribuzione. In questa prospettiva emerge come il dividendo, se gestito in maniera opportuna, possa anche assumere la funzione di strumento di equilibrio nelle relazioni tra amministratori e proprietari. (Pucheta-Martinez, Bel-Oms; 2015) Attraverso la distribuzione dei dividendi, infatti, gli azionisti hanno la possibilità di monitorare l'operato dei *manager*, mentre questi ultimi possono comunicare concretamente agli *shareholder* le proprie intenzioni e la solidità delle scelte intraprese. Il Consiglio di amministrazione, dunque, potrebbe garantire il riallineamento degli incentivi di chi detiene il controllo e concentrare i risultati degli sforzi e degli investimenti tra tutti gli azionisti. Ciò è possibile perché, pur non agendo direttamente sull'allocazione degli utili, esso può agire sulle politiche concernenti i dividendi, riducendo la liquidità e il rischio che quest'ultima venga impiegata in maniera non ottimale dai *manager*.

Dopo aver presentato un *excursus* sull'influenza che le donne nei *board* hanno sulle varie decisioni aziendali e sulle *performance*, da questo punto in poi ci si soffermerà sull'impatto che le stesse hanno sulle politiche di distribuzione dei dividendi. A tal proposito risulta *in primis* necessario proporre una breve trattazione di quelle che

sono le principali teorie relative ai dividendi. Successivamente, verrà spiegato come le donne, grazie alle loro peculiarità che le contraddistinguono dagli uomini, possano modificare le strategie di *payout*. Per finire, verranno poi esposti i principali risultati empirici della letteratura inerenti a quest'aspetto.

3.1 Principali teorie relative ai dividendi

3.1.1 La teoria dell'indifferenza

Per cominciare, Modigliani e Miller (1961) dimostrarono che la politica dei dividendi risulta irrilevante. In un mercato perfetto, infatti, essa non influisce né sul prezzo delle azioni né sul costo del capitale dell'impresa; di conseguenza, la ricchezza degli azionisti non viene alterata dalle decisioni di distribuzione degli utili, e gli investitori risultano indifferenti tra dividendi e plusvalenze. Il motivo di tale indifferenza risiede nel fatto che la ricchezza dell'azionista dipende dal reddito generato dalle decisioni di investimento dell'impresa, non dal modo in cui tale reddito viene distribuito. In altre parole, gli investitori valutano le imprese sulla base del valore attuale dei loro utili futuri, e questo non è influenzato dal fatto che le imprese distribuiscano o meno dividendi, né da come definiscano le proprie politiche di *payout*. Perciò, tutte le politiche di dividendo sono equivalenti, poiché gli investitori possono creare *homemade dividend* modificando la composizione del proprio portafoglio in modo da rispecchiare le proprie preferenze. L'argomentazione si fonda su ipotesi di mercato dei capitali perfetto e di investitori razionali, ossia: nessuna differenza fiscale tra dividendi e plusvalenze; assenza di costi di transazione o di collocamento legati alla negoziazione di titoli; accesso libero e paritario alle informazioni, che sono simmetriche e prive di costo; assenza di conflitti di interesse tra *manager* e azionisti (cioè, assenza di problema di agenzia); tutti i partecipanti al mercato sono *price taker*, ovvero accettano i prezzi di mercato senza poterli influenzare. È evidente però che, rilassando una o più di tali assunzioni, la questione della politica dei dividendi diventa effettivamente

rilevante, essa può interagire con altre decisioni aziendali, come quelle relative agli investimenti e al finanziamento e può influire sul valore dell'impresa.

3.1.2 La teoria di Walter

Al contrario, secondo la teoria di Walter le decisioni in merito alla distribuzione dei dividendi influenzano direttamente la valutazione delle azioni. Il valore delle imprese aumenta quando esse distribuiscono dividendi più elevati rispetto a quelle che ne distribuiscono di inferiori. Il modello teorizza, però, che i dividendi possono essere trattenuti nell'azienda se vengono utilizzati per iniziative redditizie, cioè che aumentano i rendimenti futuri per gli azionisti. In questo modello diventano quindi cruciali il tasso di rendimento e il costo del capitale: infatti, se il tasso di rendimento è inferiore al costo del capitale, l'azienda deve distribuire gli utili sotto forma di dividendi, mentre se il tasso di rendimento è superiore al costo del capitale, l'azienda deve investire gli utili non distribuiti in iniziative redditizie. Questo modello ha diverse assunzioni: tutti gli investimenti sono finanziati dall'azienda attraverso gli utili non distribuiti e non viene emesso nuovo capitale o debito; il tasso interno di rendimento e il costo del capitale sono costanti; i rischi aziendali rimangono uguali per tutte le decisioni di investimento; l'utile per azione e il dividendo per azione sono costanti; tutti gli utili dell'azienda vengono distribuiti come dividendi; l'azienda un orizzonte di vita infinito. Si evince, però, che tali assunzioni sino particolarmente stringenti. In particolare, l'ipotesi di assenza di finanziamento esterno è considerata irrealistica nel contesto attuale, poiché le imprese necessitano di capitale esterno per finanziare nuovi investimenti. Allo stesso modo, l'assunzione di costanza del costo del capitale e del tasso di rendimento è difficilmente sostenibile, poiché l'ingresso in nuovi progetti tende ad aumentare o modificare il livello di rischio.

3.1.3 La teoria del "Bird-in-the-Hand"

Anche la teoria di Gordon (nota come "*Bird-in-the-hand theory*") sostiene che i dividendi incrementino il valore aziendale. Un investitore quando acquista un titolo

lo fa per ottenere: sia dividendi che utili, solo dividendi o solo utili. In un contesto caratterizzato da incertezza e informazione imperfetta, gli investitori preferiscono i dividendi in contanti, rispetto ai guadagni futuri in conto capitale. Un aumento dei pagamenti dei dividendi, *ceteris paribus*, può quindi essere associato a un aumento del valore dell'impresa. Poiché un dividendo corrente più elevato riduce l'incertezza sui flussi di cassa futuri, un alto rapporto di distribuzione dei dividendi riduce il costo del capitale e, di conseguenza, aumenta il valore delle azioni. Anche questo modello presenta delle limitazioni: Modigliani e Miller (1961) criticarono fortemente questa ipotesi, poiché è la rischiosità dei flussi di cassa a influenzare i pagamenti dei dividendi, ma un aumento dei dividendi non riduce il rischio dell'impresa. L'idea secondo cui le imprese che affrontano una maggiore incertezza nei flussi di cassa futuri tendano ad adottare rapporti di distribuzione più bassi appare teoricamente plausibile. Dal punto di vista empirico, Rozeff (1982) riscontrò una relazione negativa tra dividendi e rischio d'impresa: all'aumentare del rischio operativo, i pagamenti di dividendi diminuiscono.

3.1.4 La teoria dell'Effetto Fiscale

Gli studiosi Litzenberger e Ramaswamy (1979) con la teoria della preferenza fiscale, giunsero a una conclusione opposta, sostenendo che gli investitori siano svantaggiati nel ricevere dividendi in contanti. In generale, spesso si osserva una differenza di trattamento fiscale tra dividendi e plusvalenze e, poiché la maggior parte degli investitori è interessata al rendimento netto dopo le imposte, la tassazione può influenzare la domanda di dividendi. Le imposte possono anche incidere sull'offerta di dividendi, nel momento in cui i dirigenti, cercando di massimizzare la ricchezza degli azionisti adattano la politica di ritenzione degli utili in risposta alle preferenze fiscali degli investitori. Secondo la *Tax-Effect Hypothesis*, bassi rapporti di distribuzione dei dividendi ridurrebbero il costo del capitale e aumenterebbero il prezzo delle azioni. In altre parole, una politica di dividendi contenuta contribuirebbe a massimizzare il valore dell'impresa. Questo

ragionamento si fonda sull'assunzione che i dividendi siano tassati a un'aliquota più elevata rispetto alle plusvalenze e che, inoltre, le imposte sui dividendi siano immediate, mentre quelle sulle plusvalenze vengano differite fino al momento della vendita del titolo. Tali vantaggi fiscali a favore delle plusvalenze portano quindi gli investitori a preferire le imprese che trattengono una quota maggiore dei propri utili, piuttosto che distribuirli sotto forma di dividendi. Di conseguenza, gli investitori sono disposti a pagare un premio per le società con bassi *payout ratio*, poiché ciò comporta un minore carico fiscale. Ne deriva che un basso rapporto di distribuzione dei dividendi tende a ridurre il costo del capitale proprio e a incrementare il prezzo delle azioni.

3.1.5 La teoria degli Effetti di Clientela dei Dividendi

Modigliani e Miller (1961) osservarono che le scelte di portafoglio degli investitori individuali possono essere influenzate da alcune imperfezioni di mercato, come i costi di transazione e le differenze nei regimi fiscali, che li portano a preferire differenti combinazioni tra plusvalenze e dividendi, volte a minimizzare tali costi. Gli autori definirono la tendenza degli investitori ad essere attratti dai titoli che distribuiscono dividendi come *dividend clientele effect*. Per queste ragioni le imposte e i costi di transazione possono creare specifiche "clientele" di investitori, come la clientela orientata alla minimizzazione fiscale e quella orientata alla minimizzazione dei costi di transazione. Tali clientele tendono ad essere attratte da imprese che adottano politiche dei dividendi coerenti con le loro preferenze individuali. Allo stesso modo, anche le imprese possono attrarre differenti clientele attraverso le loro politiche di distribuzione dei dividendi. Ad esempio, le imprese operanti in settori ad alta crescita, che solitamente distribuiscono dividendi bassi (o nulli), attraggono una clientela che preferisce l'apprezzamento del prezzo delle azioni (sotto forma di plusvalenze) rispetto ai dividendi periodici. Viceversa, le imprese che distribuiscono una parte elevata degli utili sotto forma di dividendi attirano una clientela che privilegia redditi da dividendo elevati e regolari.

3.1.6 La teoria dell'agenzia applicata alla politica dei dividendi: il modello di sostituzione e il modello di risultato

Per quanto concerne l'applicazione della teoria dell'agenzia alla politica dei dividendi, Jensen (1986) sostiene che quest'ultima sia un ulteriore meccanismo di *bonding* per mitigare il conflitto tra azionisti e *manager*: infatti, attraverso i dividendi l'impresa stringe un accordo con gli *shareholder*, sulla base del quale si impegna a pagare loro una somma fissa regolarmente. Questo obbligo riduce le risorse che sono sotto il controllo del management, ossia il free cash flow, che potrebbe indurli ad agire in maniera sub-ottimale (Jiraporn, Kim, Kim, 2011). Infatti, in presenza di free cash flow, ossia il flusso di cassa residuale a seguito degli investimenti da parte dell'azienda in progetti caratterizzati da VAN (Valore Attuale Netto) positivo, i *manager* potrebbero investire le risorse a loro disposizione in progetti con VAN negativo. Inoltre, Easterbrook afferma che il pagamento dei dividendi riduce i problemi di agenzia facendo in modo che l'impresa ricorra più frequentemente al mercato dei capitali per finanziarsi: infatti, dal momento che l'esborso dei dividendi aumenta la probabilità di emettere nuove azioni, tale processo di emissione la sottopone a un maggiore controllo dei mercati.

In particolare, la teoria dell'agenzia presenta due argomentazioni opposte per illustrare le dinamiche tra il ruolo dell'efficacia del Consiglio di amministrazione e la politica dei dividendi:

- **modello della sostituzione:** suggerisce che la distribuzione dei dividendi costituisce un sostituto della qualità della *governance*, poiché i *manager* di imprese scarsamente governate sono incentivati a pagare dividendi più consistenti per guadagnarsi la fiducia degli azionisti. Se un Consiglio diversificato svolge un monitoraggio efficace, è meno probabile che utilizzi i dividendi come strumento per costruire reputazione, preferendo invece esercitare un forte controllo e un monitoraggio efficiente. Stabilendo una reputazione positiva presso gli azionisti, tali imprese riescono infatti ad

attrarre in futuro capitali esterni a costi più bassi rispetto a quelli che normalmente dovrebbero sostenere.

Ciò suggerisce che la composizione del Consiglio possa essere un sostituto della politica dei dividendi nella mitigazione dei problemi di agenzia (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny, 2000). Pertanto, considerando che un Consiglio più diversificato comporta un miglior controllo, poiché una gamma più ampia di idee e punti di vista accresce l'efficacia del Consiglio, la diversità di genere nei Consigli di amministrazione può essere vista come un meccanismo per ridurre i problemi di agenzia (Chen, Crossland & Huang, 2014; Adams & Ferreira, 2009). In questo senso, un Consiglio efficace riduce i costi legati al flusso di cassa libero, diminuendo la discrezionalità manageriale nella gestione della liquidità.

Dunque, l'ipotesi della sostituzione indica che la qualità della *corporate governance* sia **negativamente** associata alla politica di distribuzione dei dividendi.

- **modello di risultato:** presuppone che il pagamento dei dividendi sia il risultato del regime di *corporate governance* (La-Porta et al., 2000). I *manager* di imprese con una *governance* debole tendono spesso a massimizzare la propria ricchezza personale, evitando di distribuire dividendi. La disponibilità di flussi di cassa liberi in eccesso permette infatti a tali *manager* di investire ed espandere le dimensioni dell'impresa anche in assenza di progetti con valore attuale netto (VAN) positivo (Jensen, 1986). Al contrario, le imprese con un Consiglio diversificato sono attese avere una *governance* migliore, offrendo così una protezione più forte ai loro azionisti. Avendo questo potere, gli azionisti costringerebbero i *manager* a perseguire politiche di massimizzazione della ricchezza, tra cui pagare dividendi più elevati, piuttosto che impiegare la liquidità in eccesso per i propri benefici personali. In questo caso, pertanto, ci si aspetta che la qualità della *corporate governance* sia positivamente associata alla politica di distribuzione dei dividendi.

3.1.7 La teoria della segnalazione

Secondo la teoria della segnalazione, proposta da Spencer (1973), gli azionisti e i potenziali investitori formulano le loro impressioni sugli investimenti della società esaminando la capacità del *management* di generare dividendi. Difatti, i dividendi, limitando i flussi di cassa liberi sotto il controllo dei *manager*, sono percepiti dagli azionisti come un segnale informativo di utilizzo efficiente delle risorse e del buon andamento dell'azienda. Perciò, la distribuzione dei dividendi genera una reazione positiva nel mercato azionario grazie all'atteggiamento favorevole degli investitori verso le decisioni di investimento sostenibili dei *manager*. In altre parole, la distribuzione dei dividendi non si limita a comunicare ai mercati lo stato di salute finanziaria di un'impresa e le prospettive di stabilità e crescita, ma invia anche un segnale legato alla reputazione della società, poiché la mancata dichiarazione di dividendi rappresenta un'informazione negativa, non solo riguardo alla *performance* finanziaria, ma anche alla qualità della gestione (La Porta, 2000). La composizione di un Consiglio di amministrazione, inclusa la sua diversità di genere, può essere percepita come un indicatore della qualità della *governance* dell'azienda e del suo impegno verso diversità e inclusione. La presenza di donne nel Consiglio può segnalare agli investitori che l'azienda è progressista, ben governata e orientata alla crescita sostenibile, influenzando potenzialmente le percezioni degli investitori e il valore di mercato dell'impresa. Di conseguenza, i Consigli con una maggiore diversità di genere potrebbero adottare politiche dei dividendi che riflettano questa intenzione di segnalazione, sia attraverso distribuzioni più elevate per indicare solide performance finanziarie, sia tramite politiche più conservative per comunicare strategie di investimento a lungo termine.

3.1.8 La teoria del ciclo di vita dell'impresa

La teoria del ciclo di vita applicato al pagamento dei dividendi può essere ricondotto allo studio di Fama e French (2001). Essa prevede che un'impresa cominci a distribuire dividendi quando le sue prospettive di crescita e redditività

futura iniziano a diminuire. Infatti, man mano che un'azienda matura, la sua capacità di generare cassa supera la sua capacità di individuare opportunità d'investimento redditizie. Perciò, la scelta ottimale per l'impresa diventa quella di distribuire il flusso di cassa libero agli azionisti sotto forma di dividendi. Al contrario, una giovane impresa dispone di un ampio ventaglio di opportunità d'investimento, ma non è ancora sufficientemente redditizia da coprire internamente tutti i propri fabbisogni finanziari. Inoltre, incontra ostacoli significativi nel reperire capitali da fonti esterne. Di conseguenza, tende a conservare liquidità evitando di distribuire dividendi. Col passare del tempo, dopo una fase di crescita, l'impresa raggiunge lo stadio di maturità del suo ciclo di vita. A questo punto, il numero di opportunità d'investimento diminuisce, la crescita e la redditività si stabilizzano, il rischio sistematico si riduce e l'impresa genera più cassa di quanta possa reinvestire proficuamente. In questa fase, l'impresa inizia a pagare dividendi per distribuire gli utili agli azionisti. Il grado in cui una società matura sceglie di distribuire gli utili invece di reinvestirli internamente dipende dall'allineamento tra gli interessi dei *manager* e quelli degli azionisti. In sintesi, lo studio mostra una relazione significativa tra i modelli complessivi di pagamento dei dividendi e le caratteristiche delle imprese che definiscono la fase del loro ciclo di vita. Dunque, questa previsione è in netto contrasto con la *signaling theory*, secondo la quale un'impresa paga dividendi per segnalare al mercato che le sue prospettive di crescita e redditività sono migliorate.

3.1.9 La teoria degli *Stakeholder*

Sin dagli inizi del secolo scorso le riflessioni teoriche hanno oscillato tra una visione dell'impresa essenzialmente imperniata sull'ottenimento di profitti e una visione più articolata che riconosce l'esistenza di una pluralità di interessi verso l'impresa meritevoli anche essi di tutele. Queste riflessioni hanno dato vita a due diverse impostazioni teoriche: una prima che si fonda sull'idea secondo cui le imprese devono essere governate e gestite al fine di massimizzare il valore azionario; una

seconda che ritiene, invece, che l'impresa non possa privilegiare una categoria di soggetti a discapito delle altre, ma debba cercare di bilanciare tutti gli interessi che convergono su di essa (Singer, Sirianni 2013). Ed è proprio con riferimento a quest'ultima impostazione che rientra la teoria degli *stakeholder*, per la quale l'impresa è intesa come un'istituzione aperta sulla quale sono proiettate aspettative di numerose categorie di interlocutori. Lo *stakeholder* è definito come un portatore di **interesse** e di **potere di influenza**: il termine è impiegato anche per esplicitare una sorta di contrapposizione con il concetto di *shareholder*. In realtà, quest'ultimo costituirebbe solo una delle molteplici categorie di *stakeholder*. Difatti, con il termine *stakeholder* ci si riferisce a due differenti categorie:

- *stakeholder* in senso stretto, cioè coloro il cui interesse è coinvolto a causa degli investimenti specifici effettuati all'interno dell'impresa, cioè investimenti che possono significativamente accrescere il valore di quella specifica impresa;
- *stakeholder* in senso lato, cioè quegli individui che sono condizionati dagli effetti positivi e negativi delle transazioni realizzate dall'impresa, ma che non apportano direttamente contributi alla creazione di valore. (Singer, Sirianni; 2013)

Tale distinzione è funzionale ad evidenziare quale sia il presupposto di fondo della sopravvivenza dell'impresa, ossia la cooperazione continua tra l'impresa stessa e i suoi diversi interlocutori. Infatti, questi ultimi fornirebbero all'azienda delle risorse fondamentali per il raggiungimento del successo. Pertanto, la politica dei dividendi non deve essere vincolata alla massimizzazione del benessere degli *shareholder*, poiché è soddisfacendo gli interessi di tutti gli *stakeholder* che si può ottimizzare il valore dell'impresa.

3.1.10 La teoria del *Catering*

La teoria del *catering* applicata ai dividendi, formulata da Baker e Wurgler (2004) rilassa l'assunzione di efficienza del mercato presente nella teoria dell'irrelevanza di Miller e Modigliani. Secondo gli autori, i *manager* non decidono di pagare dividendi

unicamente in funzione dei fondamentali aziendali o della struttura del capitale, ma piuttosto in risposta alla domanda degli investitori per determinate tipologie di azioni. In altre parole, i *manager* “fanno *catering*”, ovvero si adattano, alle preferenze del mercato. Quando gli investitori attribuiscono una valutazione superiore (un “premio”) alle società che distribuiscono dividendi, i *manager* sono incentivati a introdurli o ad aumentarne l’ammontare, con l’obiettivo di accrescere la valutazione di mercato dell’impresa. Viceversa, quando il mercato mostra una preferenza per società che non pagano dividendi, percepite come più orientate alla crescita e al reinvestimento, le imprese tendono a sospendere o ridurre le distribuzioni. Elemento chiave di questa teoria è il concetto di *dividend premium*, definito come la differenza di valutazione, generalmente misurata attraverso il rapporto *market-to-book*, tra imprese che pagano dividendi e imprese che non lo fanno. Un *dividend premium* positivo indica che il mercato premia le società erogatrici di dividendi, mentre un valore negativo suggerisce il contrario. Da un punto di vista interpretativo, la teoria sottolinea che le preferenze degli investitori non sono sempre razionali. Queste variano nel tempo in funzione di fattori psicologici, macroeconomici e di contesto: in alcuni periodi prevale la ricerca di stabilità e il pagamento di dividendi, in altri domina la propensione alla crescita e al capitale reinvestito. I *manager*, consapevoli di tali oscillazioni, modificano di conseguenza la politica dei dividendi per allinearsi alle aspettative del mercato, cercando di massimizzare la valutazione di breve-medio periodo dell’impresa. In conclusione, la teoria amplia l’orizzonte dell’analisi finanziaria tradizionale, integrando elementi di finanza comportamentale e di domanda di mercato nella spiegazione della politica dei dividendi. Essa suggerisce che le decisioni manageriali non rispondono esclusivamente a vincoli razionali o a obiettivi di massimizzazione del valore nel lungo periodo, ma anche a fattori psicologici e di percezione collettiva che influenzano i mercati finanziari

3.2 Fattori determinanti nelle politiche dei dividendi

In questo elaborato verrà analizzata a fondo l'influenza che ha la presenza delle donne nei *board* aziendali sulle politiche di distribuzione dei dividendi, ma quest'ultima può essere determinata anche da altri fattori contingenti e da alcune caratteristiche dell'azienda. Di seguito, dunque, si riporteranno quelli che sono i *main driver*.

- La **dimensione aziendale** rappresenta una delle caratteristiche fondamentali che contraddistinguono un'impresa: essa influenza la distribuzione dei dividendi attraverso la capacità di generare utili, la necessità di reintegrare i profitti nel capitale circolante e la struttura del capitale. Le grandi aziende hanno spesso maggiore liquidità e stabilità per distribuire dividendi, mentre le piccole imprese possono prediligere il reinvestimento dei profitti per la crescita. Dunque, imprese di maggiore dimensione distribuiscono più dividendi. (Ain et al., 2021)
- La **crescita attesa** è negativamente correlata alla distribuzione dei dividendi (Rozeff, 1982). Questa evidenza deriva dal fatto che dividendi e autofinanziamento rappresentano due modalità alternative di impiego dei flussi di cassa generati dagli utili. Le imprese che dispongono di progetti redditizi tendono, infatti, a privilegiare il loro finanziamento tramite risorse interne, riducendo di conseguenza la quota di utili destinata agli azionisti. Tale scelta si spiega con la preferenza per il capitale interno rispetto al ricorso al mercato, considerato più oneroso. In modo analogo, le aziende caratterizzate da ampie opportunità di investimento distribuiscono dividendi più contenuti, destinando, invece, i guadagni operativi al reinvestimento in progetti interni.
- Un ulteriore elemento che incide sul livello di distribuzione dei dividendi è la pressione esercitata dal **debito aziendale** sugli azionisti e sul *management*. In letteratura emerge una debole correlazione negativa tra *payout* e leva

finanziaria, la quale consente di valutare l'incidenza del debito rapportandola alla dimensione dell'impresa.

Smith e Watts (1992), analizzando come le opportunità di crescita e investimento influenzino le diverse politiche aziendali, sostengono che sia la crescita attesa a determinare indirettamente la politica dei dividendi. Secondo gli autori, le imprese con ampie prospettive di crescita tendono a mantenere un livello di indebitamento ridotto, poiché l'assunzione di debito comporta vincoli contrattuali rigidi che limitano la flessibilità nella gestione di nuovi progetti. Inoltre, la presenza di creditori accresce il rischio di *underinvestment* da parte degli azionisti, i quali risultano subordinati ai finanziatori nell'eventuale scenario di insolvenza. Al contrario, le imprese caratterizzate da minori opportunità di crescita, essendo più stabili e prevedibili, mostrano un ricorso più frequente al debito come fonte di finanziamento. Ne deriva che non è tanto un basso livello di leva a spiegare la riduzione dei dividendi, quanto piuttosto l'associazione tra elevate opportunità di crescita e contenuto ricorso al debito.

Diversa la posizione di Rozeff (1982), che interpreta il rapporto tra dividendi e leva finanziaria come un meccanismo alternativo di disciplina manageriale. I dividendi, infatti, limitano la liquidità disponibile per decisioni discrezionali, costringendo i *manager* a rivolgersi al mercato per reperire nuove risorse. Allo stesso modo, un elevato livello di debito riduce la liquidità residua a causa degli oneri finanziari e impone vincoli stringenti attraverso il controllo esercitato dai creditori. Proprio perché rappresentano strumenti alternativi di controllo, secondo Rozeff la relazione negativa tra leva finanziaria e distribuzione dei dividendi risulta naturale e coerente.

- Un ulteriore fattore che incide in maniera significativa sulla politica dei dividendi è la **struttura proprietaria** dell'impresa e la sua configurazione.
 - **Ruolo degli insider:** diversi studi, tra cui quelli di Rozeff (1982), evidenziano una correlazione negativa tra la quota di azioni detenuta

dagli *insider* e l'ammontare degli utili distribuiti come dividendi. La spiegazione risiede nel fatto che una maggiore presenza di *insider* riduce l'asimmetria informativa tra proprietà e controllo, rendendo meno necessario l'utilizzo dei dividendi come strumento per mitigare i costi d'agenzia.

- **Numero di azionisti:** al contrario, il numero complessivo di azionisti mostra una correlazione positiva con la distribuzione dei dividendi. Come osserva Rozeff (1982), questa evidenza si lega al ruolo dei dividendi come meccanismo per contenere i conflitti d'agenzia. All'aumentare del numero di azionisti, cresce infatti la probabilità di disallineamenti e divergenze di interessi circa le scelte strategiche aziendali. Una politica di remunerazione regolare e consistente contribuisce, dunque, a soddisfare le aspettative degli investitori, riducendo potenziali contrasti e rafforzando la coesione tra i vari *stakeholder*.
- Numerosi studi hanno esaminato l'impatto della **concentrazione proprietaria** e della tipologia di azionisti di maggioranza sulla politica dei dividendi.
 - Rozeff (1982) rileva una correlazione positiva tra presenza di grandi azionisti e distribuzione dei dividendi, spiegata attraverso la logica di riduzione dei costi d'agenzia. Gli azionisti di controllo, infatti, dispongono del potere necessario per influenzare le decisioni manageriali, favorendo un maggiore allineamento tra i propri interessi e quelli dell'amministrazione. Parallelamente, essi hanno interesse a limitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei *manager*, cercando di ridurre le risorse direttamente sotto il loro controllo. Questi due elementi giustificano quindi l'associazione positiva tra concentrazione proprietaria e livello di *payout*.

- Un approccio parzialmente diverso è proposto da Mancinelli e Ozkan (2006) nel loro studio *Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms*. Analizzando il contesto italiano, gli autori osservano che una forte concentrazione azionaria e la presenza di azionisti di controllo – soprattutto di tipo familiare o istituzionale – possono indurre a ridurre la distribuzione di dividendi, privilegiando il reinvestimento degli utili per finanziare nuove opportunità di crescita. Allo stesso tempo, evidenziano che imprese con una proprietà fortemente concentrata o dominata da famiglie tendono a preferire politiche di dividendo più stabili e generose nel lungo periodo, con l'obiettivo di mantenere la fiducia degli azionisti di minoranza e attenuare i conflitti di agenzia.

In sintesi, la letteratura suggerisce che l'impatto della concentrazione proprietaria non sia univoco: da un lato essa può favorire il reinvestimento interno riducendo i dividendi, dall'altro può condurre a strategie di *payout* consistenti, volte ad allineare gli interessi tra azionisti di controllo e minoritari e a contenere le potenziali tensioni.

- Infine, anche il **sistema legale** può indirettamente avere un'influenza sulla distribuzione dei dividendi, poiché sistemi diversi tutelano in maniera differente gli investitori. (Alikaj e Limaye; 2021)

In particolare, esistono due modelli di ordinamento giuridico, ossia *Civil Law* e *Common Law*. Con quest'ultimo si intende un modello di ordinamento giuridico di origine anglosassone, basato sui precedenti giurisprudenziali: le sentenze diventano antecedenti sui quali ci si può basare per risolvere le dispute. Gli orientamenti in materia di *corporate governance* tendono ad essere significativamente influenzati dalle indicazioni espresse dagli organismi di vigilanza sul mercato di borsa e dalla giurisprudenza dei tribunali.

Inoltre, i diritti degli azionisti sono fortemente tutelati dalla magistratura, le cui decisioni sono ispirate dai principi generali del mandato fiduciario e dell'equità. (Singer, Sirianni; 2013)

Il *Civil Law* è, invece, un modello di ordinamento giuridico derivante dal diritto romano ed è oggi il sistema dominante a livello mondiale. Si basa su leggi e altri atti normativi di organi politici. Nasce per proteggere lo Stato e rafforzare il governo nazionale e i suoi diritti. Dunque, il mercato finanziario esercita un ruolo meno rilevante, è invece prevalentemente la figura del Legislatore che definisce le norme di orientamento e di vincolo per la definizione delle strutture e dei processi di governo, nonché della tutela dei diritti proprietari. (Singer, Sirianni; 2013)

Gli studiosi identificano in genere tre famiglie di leggi attualmente comuni nella tradizione di diritto civile: francese (presente in 21 Paesi tra cui l'Italia), tedesco (presente in 6 Paesi) e scandinavo (4 Paesi).

In particolare, la Porta, Lopez-de-Sinales, Shifler, Vishny (1998) per provare a spiegare perché le imprese sono finanziate e possedute in modo così diverso nei diversi Paesi e se le differenze hanno conseguenze per la finanza aziendale, analizzando le differenze nelle tutele legali degli investitori, hanno esaminato le leggi che regolano la protezione degli investitori, la qualità dell'applicazione di queste leggi e la concentrazione della proprietà. In particolare, Paesi le cui norme giuridiche hanno origine nella tradizione del *Common Law* tendono a proteggere gli investitori in misura considerevolmente maggiore rispetto ai Paesi le cui leggi hanno origine nella tradizione *Civil Law*, in particolare quella francese. Il *Civil Law* tedesco e i Paesi scandinavi adottano, invece, una posizione intermedia nei confronti della protezione degli investitori.

Gli autori affermano che il sistema legale influenzi la protezione degli azionisti e questo a sua volta impatti sulla politica dei dividendi.

Infatti, Alikaj e Limaye (2021), a partire da sette meccanismi di protezione individuati da La Porta, hanno osservato come essi potrebbero avere un impatto sulla politica dei dividendi.

Tuttavia, solo due dei suddetti fattori mostrano una relazione significativa con la distribuzione dei dividendi. In particolare, quando le imprese adottano meccanismi volti a proteggere gli azionisti di minoranza in posizione svantaggiata, diventa più difficile per gli *insider* deviare risorse, e di conseguenza la quantità di dividendi da distribuire è meno soggetta a modifiche.

Inoltre, l'altro elemento correlato alla distribuzione dei dividendi è la **percentuale minima di capitale sociale richiesta per convocare un'assemblea straordinaria**: quanto più bassa è la quota minima di capitale necessaria per convocare assemblee straordinarie, tanto maggiore risulta essere la distribuzione di dividendi da parte dell'impresa.

Inoltre, La Porta afferma che i Paesi sviluppino meccanismi sostitutivi per una scarsa protezione degli investitori. Alcuni di questi meccanismi sono statutari, come nel caso di regole correttive come i dividendi obbligatori. In particolare, evidenziano la maggiore incidenza di tali meccanismi legali nei Paesi *Civil Law*.

Inoltre, nei Paesi *Common Law* le aziende con tassi di crescita più lenta pagano dividendi più alti, in coerenza con il modello *dell'outcome*, mentre per i *Civil Law* non si rilevano differenze significative. Questa evidenza porta a pensare che gli azionisti tutelati sono disposti a ridurre il loro *income* se osservano opportunità di investimento interessanti, mentre gli azionisti meno tutelati si accontentano dei dividendi che riescono ad ottenere, indipendentemente dalle opportunità di investimento, generando una cattiva allocazione degli investimenti che è presumibilmente parte del costo di agenzia dovuto alla scarsa protezione legale.

3.3 L'influenza delle amministratrici donne sulle politiche dei dividendi

Il filone della letteratura che studia come la *gender diversity* all'interno dei Consigli di amministrazione possa influenzare la politica di distribuzione dei dividendi mostra dei risultati contrastanti. Un'ipotesi centrale da cui muove il ragionamento è che una maggiore presenza femminile nei Consigli di amministrazione conduca a una migliore *Corporate Governance* e, di conseguenza, a una riduzione dei problemi di agenzia. I conflitti di agenzia sorgono quando *manager* opportunistici si appropriano indebitamente della ricchezza degli azionisti (Jensen & Meckling, 1976). Dunque, mentre livelli più elevati di utili non distribuiti possono aumentare l'opportunismo manageriale, la distribuzione di dividendi disincentiva i *manager* dall'espropriazione riducendo gli utili trattenuti e impedendo loro di usarli per scopi personali o investirli in progetti poco redditizi, soprattutto quando vi sono poche opportunità di investimento valide (Fama, 1980). A tal proposito, la letteratura suggerisce che l'eterogeneità di genere nei *board* contribuisce ad avere un Consiglio più efficace (Adams e Ferreira, 2009). Una *governance* societaria efficace favorirà, a sua volta, politiche di distribuzione dei dividendi più elevate per affrontare i problemi di agenzia. In effetti, l'immediato risultato della diversità di genere nei *board* è il rafforzamento dell'attività di monitoraggio, che contribuisce a risolvere il conflitto tra azionisti e *management*. Difatti, le donne non solo si concentrano maggiormente nello svolgere la funzione di monitoraggio grazie alle loro diverse caratteristiche cognitive e psicologiche, ma migliorano anche l'attività di controllo dei colleghi uomini. (Adams e Ferreira; 2009)

Le ricerche hanno mostrato che le donne possono differire in modo significativo dagli uomini in termini di etica del lavoro, moralità personale, avversione al rischio e comportamento decisionale. Sul piano individuale, non solo le amministratrici sono più diligenti e partecipano più assiduamente alle riunioni rispetto ai colleghi uomini (Adams, Ferreira; 2009), ma Bernardi e Arnold (1997) osservano che gli

uomini tendono a dare maggiore importanza a guadagni e promozioni ed essere più inclini a piegare le regole, mentre le donne privilegiano l'armonia e rispettano maggiormente leggi e norme. Gul et al. (2011) sostengono che le donne sono più sensibili alle questioni etiche, e, coerentemente con queste caratteristiche, si rileva che Consigli con maggiore diversità di genere registrano meno casi di frodi aziendali. In aggiunta, essendo più caute e avverse al rischio (poiché vedono quest'ultimo come una minaccia e non come un'opportunità), le donne hanno minori probabilità di assumere posizioni estreme ed esibire eccessiva sicurezza. Nel complesso, queste evidenze suggeriscono che le amministratrici, essendo più rispettose delle regole, più sensibili all'etica e più avverse al rischio, risultano maggiormente attente ai problemi di agenzia e alla reputazione della società, favorendo così la tutela di tutti gli azionisti. Le donne, difatti, sono maggiormente propense a impegnarsi a costruire relazioni migliori con gli *stakeholder*, con particolare riferimento agli azionisti attivisti e ai grandi investitori istituzionali, grazie alla loro maggiore attenzione ai bisogni degli altri. Di conseguenza, la diversità di genere nei Consigli potrebbe portare a una maggiore sensibilità nel difendere gli interessi di tutte le parti e potrebbe portare a considerare tutti gli interlocutori nel processo decisionale, anche quello relativo ai dividendi relativo ai dividendi. Le imprese con maggiore presenza femminile nei Consigli presentano, inoltre, un minor rischio legale, il che può spiegare la propensione a *payout* più elevati.

A livello di gruppo, diversi studi dimostrano che i *team* con partecipazione femminile sono più efficaci nel risolvere problemi complessi. La letteratura sui tratti di *leadership* evidenzia che le donne tendono a privilegiare stili basati su fiducia e cooperazione. Nei Consigli di amministrazione, la fiducia favorisce lo scambio di informazioni tra i membri e la cooperazione permette una migliore sintesi delle informazioni, conducendo a decisioni più equilibrate. Adams e Kirchmaier (2016) sottolineano che le amministratrici portano migliori capacità comunicative,

aumentando così l'efficienza del *board*. La diversità di genere amplia, inoltre, la gamma di punti di vista e riduce il rischio di "*group think*", favorendo decisioni più informate (Gul et al., 2011). Un'estensione significativa di questa analisi riguarda l'individuazione dei canali attraverso cui le donne riescono a ridurre l'*overconfidence* dei CEO maschi, i principali decisori all'interno dell'impresa, le cui convinzioni distorte possono incidere in maniera significativa sulle decisioni e sulle *performance* aziendali. È ben documentato, infatti, che un eccesso di fiducia da parte del CEO nuoce alla società, poiché porta a valutazioni troppo ottimistiche delle opportunità di investimento, a sovrainvestimento, vincoli finanziari e scelte di acquisizione poco vantaggiose (Malmendier e Tate, 2008). In particolare, Chen et al. (2019), analizzando il comportamento del CEO nell'esercizio delle *stock option* (utilizzato come indicatore del suo grado di fiducia), mostrano che la presenza di donne diminuisce la propensione dei CEO a mantenere opzioni "*in the money*", segnale che la *board diversity* riduce l'eccessiva convinzione riguardo alla crescita futura. Inoltre, Consigli con donne tendono a favorire interazioni più competitive, evitando decisioni caratterizzate da rapido consenso o passività (Chen et al., 2017). In questo modo, il CEO è spinto a considerare un ventaglio più ampio di alternative e ad analizzarne con maggiore attenzione vantaggi e svantaggi, giungendo così a valutazioni più realistiche e meno influenzate da convinzioni distorte. Nel complesso, dunque, la presenza femminile nei Consigli stimola una comunicazione più ricca e inclusiva, portando a decisioni più appropriate. Pertanto, queste qualità rafforzano l'efficienza della *governance* e, di conseguenza, aumentano l'uso di meccanismi di monitoraggio come i pagamenti dei dividendi al fine di ridurre i conflitti di agenzia legati ai *free cash flow* e per rafforzare i diritti degli azionisti.

D'altra parte, si potrebbe assistere a una tendenza opposta rispetto a quella sopra esposta, a causa di una peculiarità che, come già detto, contraddistingue il profilo di una donna rispetto a quello di un uomo, ossia l'avversione al rischio. Infatti, le dirigenti mostrano una bassa tolleranza al rischio e minore ottimismo riguardo agli

esiti futuri economici di un'ampia gamma di ambiti riguardanti investimenti e finanza aziendale. Esse, perciò, sono meno fiduciose e più conservative nel prendere decisioni di carattere finanziario. Dunque, se le dirigenti donne sono mediamente meno propense al rischio finanziario rispetto agli uomini, è molto probabile che mostrino una maggiore propensione a mantenere riserve precauzionali di liquidità, soprattutto in situazioni di forte incertezza e instabilità del contesto in cui operano.

Perciò le amministratrici nei *board* potrebbero essere più inclini a distribuire meno denaro sotto forma di dividendi, preferendo trattenerne liquidità all'interno dell'impresa come protezione contro le incertezze future.

3.3 Rassegna risultati empirici

Dunque, risulta necessario condurre una revisione della letteratura e dei risultati ottenuti precedentemente. In relazione diretta con lo studio corrente, diverse ricerche hanno esaminato il rapporto tra diversità di genere nei *board* e dividendi.

Per cominciare, lo studio di **Chen et al. (2017)** indaga l'effetto della composizione di genere dei Consigli di amministrazione sulla politica dei dividendi delle imprese statunitensi. La domanda di ricerca si concentra sul verificare se la presenza di direttrici, e in particolare di amministratrici indipendenti, sia associata a livelli più elevati di distribuzione degli utili e se tale meccanismo possa essere interpretato come uno strumento di monitoraggio in contesti caratterizzati da debolezza della *governance*. Gli autori utilizzano un approccio empirico basato su regressioni *panel* con effetti fissi di anno e settore, applicandolo a un *dataset* composto da 1.691 imprese non finanziarie statunitensi quotate, appartenenti all'indice S&P 1500, e osservate nel periodo 1997–2011. L'impatto sulla politica dei dividendi viene misurata utilizzando come variabile dipendente il *payout ratio* (dividendi su utile netto), ma gli autori utilizzano anche misure alternative (dividendi su attivi, dividendi per azione, dividendi su vendite, *dividend yield*) per testare la robustezza dei risultati. La variabile indipendente di interesse è la quota di donne nel Consiglio di amministrazione, distinta tra amministratrici indipendenti e interne. Le

regressioni includono un ampio insieme di variabili di controllo relative alle caratteristiche d'impresa (dimensione, leva finanziaria, opportunità di crescita, liquidità, redditività, volatilità dei rendimenti, tangibilità degli asset, intensità di R&D) e di *governance* (dimensione del *board*, quota di indipendenti, dualità CEO-*chairman*, *tenure* e proprietà del CEO). I risultati evidenziano una relazione positiva e statisticamente significativa tra la presenza femminile nei Consigli e la propensione alla distribuzione dei dividendi. In particolare, un aumento di dieci punti percentuali nella quota di direttrici si traduce in un incremento di circa 1,7 punti percentuali nel *payout* medio. Tale effetto risulta trainato soprattutto dalle amministratrici indipendenti, mentre le *insider director* non mostrano un impatto rilevante. Inoltre, l'effetto positivo emerge in modo marcato nelle imprese caratterizzate da *governance* debole, suggerendo che le direttrici utilizzino i dividendi come strumento di controllo manageriale. Ulteriori analisi confermano che la maggiore diversità di genere nei *board* incrementa la probabilità di avvio o ripresa delle distribuzioni.

Altri studi hanno esaminato il legame tra composizione del *board* e politica dei dividendi in contesti istituzionali con bassa protezione degli investitori. Ad esempio, **Saeed e Sameer (2017)** hanno effettuato un'analisi *cross-country* su tre economie emergenti: Russia, Cina e India per indagare sul ruolo della diversità di genere quale meccanismo di monitoraggio e sulla sua possibile funzione di sostituzione o complementarità rispetto alla distribuzione dei dividendi, intesi come strumento di *governance*. Si domandano, inoltre, se la proprietà statale delle imprese abbia un ruolo di moderazione in tale relazione. Per rispondere a questa questione, gli autori si avvalgono di un'analisi quantitativa basata su regressioni Tobit, un approccio dovuto alla natura della variabile dipendente, i dividendi, che possono assumere valore nullo per numerose imprese. Utilizzano un *dataset* di 552 imprese quotate non finanziarie e un periodo di osservazione tra il 2007 e il 2014: la distribuzione del campione comprende 219 imprese cinesi, 251 indiane e 82 russe e

sono state escluse le società finanziarie e le *utilities*, poiché soggette a regolamentazioni specifiche che avrebbero potuto distorcere l'analisi. Le variabili dipendenti considerate sono due: il *dividend payout ratio*, misurato come rapporto tra dividendi per azione e utile netto, e il *dividend yield*, calcolato come rapporto tra dividendi per azione e prezzo dell'azione. La variabile indipendente principale è la *board gender diversity*, misurata come proporzione di donne presenti nel Consiglio di amministrazione. A queste si affianca un ampio set di variabili di controllo, quali dimensione dell'impresa, opportunità di crescita, rischio, struttura proprietaria (famigliare o statale), redditività, leva finanziaria, dimensione e indipendenza del *board*. Particolare attenzione è rivolta all'interazione tra la diversità di genere e la proprietà statale, al fine di cogliere il ruolo moderatore di quest'ultima. Inoltre, il controllo di robustezza viene effettuato non solo tramite l'impegno di variabili alternative, ma anche tramite l'implementazione di una regressione sul *pool* complessivo di aziende (utilizzando variabili *dummy* per controllare l'effetto di ogni Paese) e una regressione Probit, utilizzando come strumento la *policy* di pensionamento obbligatorio nei Consigli, per affrontare l'endogeneità della variabile relativa alla percentuale di donne nei *board*. I risultati empirici mostrano che la presenza femminile nei *board* è associata a una riduzione significativa dei dividendi distribuiti in tutti e tre i Paesi considerati. Tale evidenza suggerisce che le donne nei Consigli tendono ad adottare un approccio più conservativo, privilegiando la ritenzione degli utili piuttosto che la loro distribuzione, in linea con una maggiore avversione al rischio e con le incertezze tipiche dei mercati emergenti. L'effetto della proprietà statale si manifesta invece in modo differenziato: in Cina e in Russia, la partecipazione pubblica attenua la relazione negativa, inducendo le imprese con *board* più diversificati a distribuire dividendi più elevati; in India, al contrario, l'interazione non risulta significativa. Dunque, in presenza di incertezze di mercato, le donne adottano un atteggiamento di prudenza nella distribuzione dei dividendi e ciò suggerisce che le loro decisioni sono prese in funzione del contesto economico in cui operano e dal grado di rischio percepito. In particolare, i risultati

supportano l'ipotesi della sostituibilità tra composizione del Consiglio e politica dei dividendi come strumenti di *governance*, evidenziando come le imprese dei mercati emergenti non ricorrano necessariamente ai dividendi per mitigare i conflitti di agenzia quando la presenza femminile nei *board* garantisce già un efficace meccanismo di monitoraggio.

Lo studio di **Ain et al. (2021)** si concentra, invece, sull'analisi della relazione tra diversità di genere nei Consigli di amministrazione e politica dei dividendi delle società quotate in Cina. La domanda di ricerca indaga se la presenza femminile nei *board* sia in grado di migliorare i meccanismi di *governance* e, di conseguenza, influenzare positivamente la distribuzione dei dividendi, contribuendo a ridurre i problemi di agenzia tipici del contesto cinese, caratterizzato da una forte presenza di imprese statali. Il *dataset* utilizzato è composto da società quotate cinesi nel periodo 2003-2017, con esclusione delle imprese finanziarie. I dati provengono dal *China Stock Market and Accounting Research Database* (CSMAR) e riguardano imprese con azioni di classe A quotate alle borse di Shanghai e Shenzhen. Dal punto di vista metodologico, gli autori adottano un approccio quantitativo basato su regressioni ai minimi quadrati ordinari (OLS). Le variabili dipendenti principali sono diverse misure della politica dei dividendi, tra cui il rapporto dividendo/utile netto, i dividendi rapportati al totale delle attività, una variabile *dummy*, che segnala la distribuzione di dividendi, e il rapporto dividendi/vendite. Le variabili indipendenti catturano la diversità di genere nel *board*, misurata attraverso la percentuale di donne sul totale degli amministratori, la quota di amministratrici indipendenti ed esecutive, e, in aggiunta agli studi prima citati, indicatori di "massa critica" (una, due o tre o più donne nel Consiglio). Le variabili di controllo comprendono la dimensione aziendale, la leva finanziaria, la redditività (ROA), la crescita, la composizione del Consiglio (dimensione, indipendenza, dualità del CEO) e la struttura proprietaria, in particolare la distinzione tra imprese statali e non statali. I risultati evidenziano nuovamente che la diversità di genere nei *board* è

positivamente associata alla distribuzione dei dividendi, confermando il ruolo delle donne come fattore di rafforzamento della *governance*. L'effetto risulta particolarmente significativo quando è presente una massa critica di almeno tre donne amministratrici, mentre la presenza di una sola donna ha effetti limitati e meramente simbolici. Inoltre, emerge una differenza sostanziale tra ruoli: le amministratrici indipendenti aumentano significativamente la distribuzione dei dividendi, mentre le amministratrici esecutive non hanno un impatto rilevante. Un ulteriore contributo dello studio riguarda la distinzione tra imprese statali e private: l'impatto della *gender diversity* sui dividendi è più forte nelle prime, dove i problemi di agenzia e l'intervento statale sono più accentuati.

Pucheta-Martinez e Bel-Oms (2016) hanno, invece, valutato la relazione tra diversità di genere nei *board* e politica dei dividendi in Spagna, un Paese di *civil law* con bassa protezione degli investitori, analizzando le imprese non finanziarie quotate alla Borsa di Madrid tra il 2004 e il 2012. Le autrici si propongono di verificare se diverse dimensioni della presenza femminile nei *board* (in particolare la quota complessiva di donne, la presenza di indipendenti, istituzionali ed esecutive, nonché la percentuale di azioni detenute dalle Consigliere) abbiano effetti distinti sulle decisioni di distribuzione degli utili. L'approccio metodologico si basa su modelli di regressione *panel* con effetti fissi e, in particolare, l'impatto sulla politica dei dividendi è misurato in tre modi alternativi: una variabile dipendente *dummy* che indica se l'impresa paga o meno dividendi; il rapporto tra dividendi distribuiti e capitalizzazione di mercato; il logaritmo del totale dei dividendi per azione. Le variabili indipendenti principali descrivono in modo dettagliato la composizione femminile dei Consigli: la percentuale complessiva di donne, la quota di indipendenti, di istituzionali ed esecutive, oltre alla percentuale di azioni detenute da Consigliere (controllando per una serie di fattori, tra cui concentrazione proprietaria, opportunità di crescita, partecipazione azionaria del *management*, leva finanziaria, redditività (ROA e ROE), dimensione dell'impresa e del *board*, presenza

di Consiglieri indipendenti e istituzionali. I risultati mostrano che, considerando l'intero campione e le sole imprese che non hanno registrato perdite, una maggiore presenza di donne nei Consigli di amministrazione incrementa la probabilità di distribuire dividendi e l'ammontare dei dividendi per azione. Tuttavia, distinguendo per tipologia di ruolo, emergono differenze significative. Le donne indipendenti non influenzano la politica dei dividendi sull'intero campione, ma, se si escludono le imprese in perdita, il loro effetto diventa positivo, favorendo la distribuzione dei dividendi. Le donne istituzionali, invece, mostrano un impatto negativo sia sul campione complessivo sia sulle sole imprese profittevoli: in questo caso, la preferenza è per trattenere gli utili e reinvestirli. Tale evidenza è coerente con la letteratura che sottolinea come, in contesti con scarsa tutela degli investitori (come la Spagna), il potere degli azionisti istituzionali riduca la propensione a distribuire dividendi. Le donne *executive* non incidono sulla distribuzione dei dividendi a livello generale, probabilmente perché, disponendo di informazioni specifiche sull'impresa, preferiscono destinare la liquidità a progetti interni. Escludendo però le imprese in perdita, il loro effetto diventa negativo: tendono, cioè, a ridurre i dividendi per trattenere risorse, mitigando i costi di agenzia. Infine, la quota azionaria detenuta da donne nei *board* non influenza la decisione di distribuire o meno dividendi, ma aumenta l'ammontare distribuito rispetto alla capitalizzazione e per azione, suggerendo che azioniste con diritti forti esercitino pressione affinché vengano riconosciuti maggiori dividendi. Tale effetto, però, scompare nelle sole imprese profittevoli, dove prevale la preferenza a reinvestire gli utili per migliorare le *performance* aziendali. Nel complesso, lo studio dimostra che la diversità di genere nei *board* non è un fenomeno monolitico, ma produce effetti differenziati sulla politica dei dividendi a seconda della posizione ricoperta e della natura del ruolo esercitato dalle donne nei Consigli.

Il contributo di **Mrad e Kacem (2024)** si propone di approfondire la relazione tra diversità di genere nei Consigli di amministrazione e politiche di distribuzione dei

dividendi in 70 imprese non finanziarie francesi quotate, appartenenti all'indice SBF 120 e osservate nel periodo 2011-2019. La domanda di ricerca ruota attorno a come la presenza femminile nei *board* influenzi le scelte di *payout* e se tale effetto vari in funzione del livello di dividendi distribuiti dalle imprese. Inoltre, lo studio si concentra sull'ipotesi della *critical mass*, secondo la quale l'impatto delle minoranze si manifesta solo oltre una soglia di rappresentanza. Dal punto di vista metodologico, lo studio adotta un approccio innovativo rispetto alla letteratura tradizionale: accanto a regressioni panel OLS, gli autori applicano un modello di *quantile regression*. Questa tecnica consente di cogliere non soltanto l'effetto medio della presenza femminile sui dividendi, ma anche le variazioni lungo l'intera distribuzione condizionata del *payout*. In tal modo, è possibile verificare se l'influenza delle donne nei *board* sia più marcata nelle imprese con politiche di dividendo basse, medie o elevate. La variabile dipendente è il *dividend payout ratio*, mentre quelle indipendenti principali riguardano la diversità di genere nel Consiglio: proporzione di donne sul totale dei Consiglieri, di donne indipendenti, di donne esecutive e indicatori di *critical mass* (variabili binarie, che acquisiscono valore pari a uno se sono raggiunte le soglie del 30% e 40% di donne). Completano il modello altre caratteristiche del Consiglio (dimensione, numero di Consiglieri esterni, numero di uomini) e variabili di controllo a livello d'impresa (dimensione, età, *leverage*, redditività, volatilità dei rendimenti, flussi di cassa operativi e proprietà familiare). I risultati mostrano, *in primis*, che la presenza femminile ha un impatto positivo e significativo sulla distribuzione dei dividendi, confermando la capacità delle donne di rafforzare i meccanismi di monitoraggio e ridurre i costi di agenzia. Tuttavia, l'analisi introduce anche una dimensione non lineare: emerge una relazione a U rovesciata tra percentuale di donne e *payout*. In altri termini, fino a una certa soglia l'aumento della presenza femminile favorisce la distribuzione di dividendi, ma oltre un livello critico (circa il 40%) l'effetto diventa negativo, coerentemente con la teoria della massa critica. Ciò suggerisce che un'eccessiva eterogeneità nella composizione del *board* possa generare conflitti o dinamiche che

attenuano l'impatto positivo iniziale. Distinguendo per ruolo, le donne indipendenti esercitano un'influenza positiva e significativa sul *payout*, rafforzando la funzione di controllo nei confronti del *management*. Al contrario, le donne esecutive tendono a ridurre i dividendi distribuiti, in linea con l'ipotesi che preferiscano trattenere risorse da reinvestire nei progetti aziendali. L'approccio di *quantile regression* conferma che l'impatto della diversità di genere non è uniforme: è particolarmente marcato nelle imprese che distribuiscono dividendi elevati, dove la presenza femminile contribuisce a rafforzare scelte di *payout* consistenti.

Dunque, le evidenze empiriche risultano contrastanti: tali differenze derivano dal fatto che i dati sono raccolti in Paesi diversi, con sistemi di *governance* differenti e in periodi di studio eterogenei (Campbell e Mínguez-Vera, 2008). Oltre all'area geografica, anche i diversi metodi di valutazione e fattori non osservabili possono influenzare i risultati. Queste differenze possono, inoltre, riflettere gli ambienti culturali, legali, sociali ed economici nei quali operano le imprese. Ciò conferma il comportamento prudente delle amministratrici in contesti caratterizzati da elevata incertezza istituzionale e mostra che le loro decisioni dipendono dall'ambiente operativo in cui si trovano ad agire (Saeed e Sameer; 2017).

Capitolo IV

4. RICERCA APPLICATA

Dopo aver presentato un *excursus* relativo alle teorie di distribuzione dei dividendi la rassegna dei risultati presenti in letteratura attinenti a tale argomento, verrà presentata la sezione relativa agli aspetti sperimentali dell'elaborato. Quest'ultimo esaminerà, infatti, l'impatto della diversità di genere nella composizione del Consiglio di amministrazione sulle politiche di distribuzione dei dividendi. In particolare, l'analisi verrà sottoposta al campione di aziende appartenenti al segmento Euronext Milan e verterà su un arco di tempo compreso tra il 2000 e il 2023, permettendo così di valutare l'influenza della legge Golfo-Mosca.

4.1 Rilevanza dell'elaborato

Alla luce di ciò, è fondamentale sottolineare sotto quali punti di vista questa ricerca apporti un valore aggiunto alla letteratura esistente. In particolare, la relazione tra diversità di genere nei Consigli di amministrazione e politiche di distribuzione dei dividendi è stata oggetto di crescente attenzione negli ultimi anni. Analizzare le strategie di *payout* è utile, perché rappresentano un canale chiave di relazione tra impresa e azionisti e possono riflettere differenze di approccio alla gestione del rischio, stile decisionale e attenzione agli *stakeholder* introdotte da una maggiore presenza femminile.

La letteratura internazionale ha fornito evidenze eterogenee in contesti *common law*, come Stati Uniti e Regno Unito, in economie emergenti, come la Cina, ma anche in altri Paesi europei, come Spagna e Francia, evidenziando in prevalenza un effetto positivo della presenza femminile nei *board* sulla propensione a distribuire utili e sull'entità dei *payout*, sebbene tale relazione risulti spesso condizionata da fattori istituzionali, dal grado di concentrazione proprietaria e dalla cosiddetta massa critica di rappresentanza femminile. Tuttavia, le analisi sul contesto italiano risultano ancora scarse e frammentarie, nonostante la peculiarità del sistema di

governance nazionale, caratterizzato da elevata concentrazione proprietaria, forte presenza di imprese familiari e un modello di finanziamento bancocentrico.

In primis, manca una valutazione empirica sistematica sugli effetti della **legge Golfo-Mosca**, che ha introdotto in Italia le quote di genere nei *board* delle società quotate. A differenza di altri Paesi europei, in cui le ricerche si sono focalizzate sugli impatti diretti delle *gender quotas*, per l'Italia non si dispone di analisi robuste in grado di collegare l'entrata in vigore della normativa con cambiamenti concreti nelle decisioni di politica dei dividendi. Al contrario, esiste una letteratura che valuta gli effetti in termini di *performance* aziendale, di risposta del mercato e di innovazione.

Inoltre, gli studi esistenti non hanno isolato il segmento **Euronext Milan** di Borsa Italiana, (**ex MTA – Mercato Telematico Azionario**): è il mercato principale, rivolto alle società di media e grande capitalizzazione. Esso è allineato ai migliori standard internazionali in modo tale da consentire la raccolta di capitali provenienti da investitori istituzionali, professionali e privati. Tra i requisiti per accedervi, vi sono una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro, un flottante di almeno il 25% del capitale e l'esistenza di tre bilanci certificati. Tale mercato incorpora il segmento Euronext Star Milan (Segmento Titoli ad Alti Requisiti). Esso nasce nel 2001 per valorizzare le piccole e medie imprese con qualità di eccellenza. Queste ultime adottano in maniera volontaria vincoli più stringenti rispetto a quelli già previsti in Euronext Milan riguardo a: liquidità (si richiede una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro e un flottante pari al 35% all'IPO (*initial public offering*)); trasparenza (si citano la necessità di avere un' informativa aggiornata sui dati societari disponibile sul sito aziendale, una valutazione positiva da parte della società di revisione e la presenza di un *investor relator*, ossia un individuo addetto alla gestione dei rapporti con investitori e intermediari);

governance (è necessaria la presenza di uno o più comitati con funzioni consultive, una remunerazione incentivante per *top management* amministratori esecutivi e una

remunerazione non legata ai risultati economici per quelli non esecutivi. Tali elementi in Euronext Milan sono solo raccomandati con obbligatoria).

In aggiunta a ciò, ad oggi, il legame tra diversità di genere nei *board* italiani e politiche di *payout* rimane un campo ancora poco esplorato, soprattutto in un'ottica longitudinale che consideri il periodo precedente e successivo all'introduzione della norma. Infatti, gran parte delle ricerche condotte finora si limita a periodi temporali relativamente poco estesi, mentre un'analisi che copra l'arco 2005–2023 consente di cogliere l'effetto della Golfo-Mosca, colmando così una lacuna temporale presente in letteratura.

Per finire, l'Italia risulta essere un Paese di particolare interesse per tale studio, poiché la distribuzione dei dividendi non è obbligatoria, ma discrezionale. Difatti, non ci sono Paesi sviluppati in Europa, ad eccezione della Grecia, in cui sia obbligatorio per legge effettuare il pagamento dei dividendi. Questo tipo di soluzione viene, invece, adottata in Paesi in via di sviluppo (come il Brasile e Cile), dove tali norme mirano a proteggere gli azionisti più vulnerabili e a conferire maggiore trasparenza ai mercati. (Ye et al., 2019). Inoltre, secondo il *Janus Henderson Global Dividend Index*, le società italiane hanno aumentato o mantenuto stabile l'ammontare degli utili distribuiti negli ultimi anni: ciò ha portato l'Italia a registrare una crescita sottostante del 5,3% e, come si evince da Figura 18, oggi essa rappresenta uno dei Paesi europei che paga maggiori somme di dividendi.

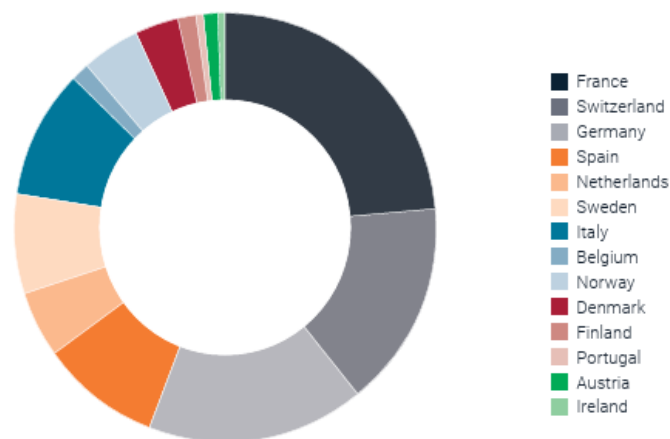


Figura 18: Porzione dividendi distribuiti in Europa per Paese nel 2024 (Janus Handerson Global Dividend Index)

La presente ricerca mira, dunque, a colmare questi vuoti, offrendo una valutazione contestualizzata dell'impatto della diversità di genere nei Consigli di amministrazione sulle politiche di distribuzione dei dividendi in Italia, con particolare attenzione al ruolo della normativa sulle quote di genere.

4.2 Metodologia e raccolta dati

4.2.1 Campione

Lo studio esamina un campione di 188 imprese non finanziarie italiane quotate su Euronext Milan in un periodo compreso tra il 2000 e il 2023. Le imprese finanziarie sono state escluse perché troppo diverse per regolamentazione, struttura finanziaria, *governance* e modalità di rendicontazione. Il *database* utilizzato per l'analisi è stato inizialmente fornito dalla docente relatrice e successivamente è stato aggiornato in termini informativi per garantire una maggiore completezza e aderenza allo studio. Il *dataset* contiene informazioni di tipo economico-finanziario, di proprietà e di *governance* aziendale, tuttavia non tutte le imprese presenti nel campione risultano essere osservabili per l'intero periodo considerato, poiché in alcuni casi, alcune aziende sono state oggetto di *delisting* (uscita dal mercato regolamentato), mentre in altri casi la quotazione è avvenuta in anni successivi al

2000, o ancora non è stato possibile risalire alle informazioni relative ad alcuni anni per determinate imprese. Questo ha fatto sì che non tutte le imprese fossero osservabili per l'intero arco temporale generando così una copertura temporale non uniforme nel campione. Si è ottenuto così un *panel* non bilanciato contenente 2986 osservazioni.

Il *dataset* è stato ampliato aggiungendo i dati relativi alla presenza femminile: in particolare, è stato aggiunto il numero di donne presenti nel *board* e la dimensione di quest'ultimo, il numero di donne con incarico esecutivo e quello di donne amministratrici indipendenti. Si è, inoltre, specificato se il ruolo del presidente e quello del CEO fosse ricoperto da un membro di genere femminile. Le informazioni sono state ottenute principalmente dai *Report* di *Corporate Governance*, presenti sui siti aziendali. Tale documento fornisce in maniera dettagliata le cariche ricoperte da ciascun amministratore; spesso, però, questo report non è disponibile per i primi anni del periodo analizzato. Perciò si è dovuto ricorrere agli *Annual Report*, spesso disponibili su AIDA o sul sito della CONSOB. Da questi ultimi è stato possibile reperire solo il numero di donne presenti nel *board*, ma non le informazioni relative all'esecutività e all'indipendenza, che sono state, invece, recuperate dai *curricula* o dai profili *LinkedIn* delle amministratrici. Per finire, si è anche indicato il numero di amministratrici appartenenti alla famiglia proprietaria dell'impresa: spesso, tale informazione è stata reperita dai siti aziendali o da Internet.

4.2.2 Variabili

Nello studio presentato, per comprendere come la presenza delle donne nei Consigli di amministrazione influenzi la politica dei dividendi, è necessario selezionare una o più misure per rappresentare i dividendi, ossia la **variabile dipendente**. La prima variabile selezionata è il *dividend payout* (espresso come dividendo per azione sull'utile per azione) ed essa rappresenta la porzione di utile che viene distribuita agli azionisti. È importante avere presente come alcune aziende possano optare per una distribuzione dei dividendi anche in caso di utili

negativi, il che inciderebbe negativamente sulla bontà del modello. Perciò, tale variabile tiene in considerazione solamente le situazioni in cui il *dividend payout* (**div_payout**) è compreso tra i valori 0 ed 1, eliminando così eventuali casistiche eccezionali che possano intaccare la bontà del modello. In aggiunta a ciò, vengono adoperate come variabili alternative il rapporto tra i dividendi e il totale dell'attivo (**div_asset**) e il rapporto tra i dividendi e il totale dei ricavi (**div_sales**).

La **variabile indipendente**, invece, è rappresentata dalla percentuale di donne nel Consiglio di amministrazione (**perc_fem**): essa è misurata come il rapporto tra il numero totale di donne nel consiglio e il numero totale di membri del consiglio stesso. La variabile **perc_find** rappresenta la proporzione di donne indipendenti: questa è misurata come il rapporto tra il numero totale di donne indipendenti nel consiglio e il numero totale di membri del consiglio. La proporzione di donne dirigenti nel consiglio (**num_fex**) è definita, invece, come il rapporto tra il numero totale di donne *executive* nel consiglio e il numero totale di membri del consiglio. Sono state, inoltre, introdotte delle variabili relative alla massa critica: la *dummy* **d1**, se vi è una donna nel *board*; la *dummy* **d2**, se vi sono due donne nel Consiglio; la *dummy* **d3**, se ci sono tre o più donne amministratrici.

È necessario, infine, includere nel modello delle **variabili di controllo**, in modo tale da tenere in considerazione i fattori che possono influenzare le decisioni relative alla distribuzione dei dividendi. In particolare, è possibile distinguere due tipi di variabili: quelle inerenti alle caratteristiche finanziarie dell'impresa e quelle, invece, relative alla *Corporate Governance*. Le variabili di carattere finanziario sono:

- **ROA**: il *return on asset*, che è dato dal rapporto tra EBITDA e il totale attivo. Esso rappresenta la profittabilità dell'azienda: aziende con *performance* migliori, tendono a distribuire maggiori dividendi;
- **Dimensione dell'azienda**: data dal logaritmo naturale del totale dell'attivo, con la quale il pagamento dei dividendi è positivamente correlato;

- **Indebitamento:** dato dal rapporto tra il totale dei debiti e il totale dell'attivo, che è negativamente correlato ai dividendi pagati, dal momento che la liquidità interna è necessaria per il pagamento dei debiti verso i creditori;
- **Rischio aziendale:** la cui *proxy* è rappresentata dalla *return volatility*, calcolata come la deviazione standard del ROA nei tre anni precedenti. In particolare, più è alto il rischio di un'impresa, meno essa sarà propensa a distribuire dividendi;
- **Opportunità di investimento:** la cui *proxy* è il *Market-to-Book Ratio* ((Totale Attivo - *Book Value Equity* + *Market Value Equity*) / Totale Attività)); se un'impresa ha molte opportunità di investimento, tenderà a diminuire l'ammontare dei dividendi pagati.

Le variabili di controllo relative, invece, alla *Corporate Governance* sono le seguenti:

- **Dimensione del board:** ossia il numero totale di membri del Consiglio, che è positivamente correlato alla distribuzione dei dividendi;
- **CEO-Chairman Duality:** una variabile *dummy* che indica se il CEO è anche il Presidente del Consiglio di amministrazione, a rappresentare un'eccessiva concentrazione di poteri nelle mani di una sola persona.
- **Ceo Tenure:** il numero di anni in cui il CEO è rimasto in carica, che è negativamente correlata alla distribuzione dei dividendi;
- **Concentrazione proprietaria:** quota detenuta dall'azionista di maggioranza, che tende a ridurre l'ammontare dei dividendi distribuiti.

Nella seguente tabella (Tabella 1) sono riportate le variabili selezionate.

Tabella 1: Variabili dipendenti, indipendenti e di controllo

Variabili	Descrizione
DIPENDENTI	
div_payout	Rapporto tra dividendo per azione e utile per azione
div_asset	Rapporto tra dividendi e totale attivo
div_sales	Rapporto tra dividendi e totale ricavi
INDIPENDENTI	
perc_fem	Rapporto tra numero di donne nel board e il numero totale di membri del board
perc_find	Rapporto tra numero di donne indipendenti e il numero totale di membri del board
num_fex	Rapporto tra numero di donne esecutive e il numero totale di membri del board
d1	Variabile <i>dummy</i> : assume valore 1 se vi è una donna nel board, 0 altrimenti
d2	Variabile <i>dummy</i> : assume valore 1 se vi sono due donne nel board, 0 altrimenti
d3	Variabile <i>dummy</i> : assume valore 1 se vi sono tre o più donne nel board, 0 altrimenti
di CONTROLLO (Finanziarie)	
ROA	Rapporto tra EBITDA e totale attivo, utilizzato come <i>proxy</i> della performance aziendale
firm_size	Logaritmo naturale del totale dell'attivo
leverage	Rapporto tra debito totale e totale dell'attivo
firm_risk	Deviazione standard del ROA nei tre anni precedenti, utilizzato come <i>proxy</i> del rischio aziendale
inv_opportunit y	$(\text{Totale Attivo} - \text{Book Value Equity} + \text{Market Value Equity}) / (\text{Tot Attività})$, utilizzato come <i>proxy</i> delle opportunità di investimento
di CONTROLLO (Corporate Governance)	
board_size	Numero totale di membri del board
ceo_tenure	Numero di anni in cui il CEO è in carica
ceo_chairman	Variabile <i>dummy</i> : assume valore 1 se il CEO è anche presidente, 0 altrimenti
ownership_con centration	Percentuale delle azioni detenute dall'azionista di maggioranza

4.2.3 Ipotesi sviluppate

In questa sezione verranno espone le ipotesi che si andranno a testare.

La teoria dell'agenzia suggerisce che la diversità di genere nei Consigli di amministrazione può ridurre i conflitti tra *manager* e azionisti grazie a un miglior monitoraggio. Le donne nei consigli tendono a essere più attente, prudenti e partecipative nei processi decisionali, migliorando la qualità delle informazioni e la supervisione della gestione. Per questo sono considerate più propense a richiedere

meccanismi di controllo come il pagamento dei dividendi, che riduce i comportamenti opportunistici dei *manager* e i costi di agenzia. Anche la teoria degli *stakeholder* sostiene che la presenza femminile nei consigli ampli le prospettive e favorisca decisioni più inclusive e meno conflittuali, aumentando la probabilità di adottare politiche volte a tutelare tutti gli *stakeholder*, tra cui la distribuzione dei dividendi. Dunque, l'avversione al rischio, il minore eccesso di fiducia e la maggiore diligenza rendono più probabile che le consigliere sostengano il pagamento dei dividendi come strumento di disciplina manageriale.

Ipotesi 1: la politica dei dividendi è influenzata positivamente dalla presenza di donne nei Consigli di amministrazione.

Secondo Jensen (1986), i dividendi rappresentano un importante meccanismo di monitoraggio che riduce il flusso di cassa disponibile ai *manager*, contribuendo così a mitigare i problemi di agenzia tra azionisti e *management*. Tali conflitti tendono ad accentuarsi quando i direttori esecutivi, membri del team manageriale, dominano i Consigli di amministrazione. Questi direttori possono, infatti, privilegiare la massimizzazione della propria ricchezza a scapito degli interessi degli azionisti, compromettendo l'efficacia dei dividendi come strumento per ridurre i costi di agenzia. Tuttavia, la presenza di direttori esecutivi nei consigli può indebolire il meccanismo di monitoraggio dei dividendi: infatti, potrebbero dare priorità ai propri interessi rispetto a quelli degli azionisti, portando a una diminuzione dei dividendi distribuiti. Ciò si allinea con l'argomentazione secondo cui i direttori esecutivi non considerano i dividendi fondamentali come strumento di monitoraggio delle *performance*, preferendo strategie che rafforzino la loro posizione all'interno dell'azienda. Dunque, sebbene le donne nei consigli siano generalmente associate a un miglioramento della *governance*, il loro ruolo esecutivo può allinearle più strettamente al *management*, riducendo la distribuzione dei dividendi, essendo orientate verso la massimizzazione della ricchezza personale piuttosto che dei rendimenti per gli azionisti.

Ipotesi 2: la politica dei dividendi è influenzata negativamente dalla presenza di amministratrici esecutive nei Consigli di amministrazione.

La teoria dell'agenzia sostiene che i consiglieri indipendenti migliorano il monitoraggio del *management* e riducono i costi di agenzia. Essi sono più conservatori e meno influenzabili dai *manager*, e quindi più inclini a preferire il pagamento dei dividendi, che limita i comportamenti opportunistici e l'uso improprio della liquidità aziendale. Secondo la teoria degli *stakeholder* e la *resource dependency theory*, i consiglieri indipendenti apportano competenze, esperienza e maggiori obblighi etici, favorendo decisioni più equilibrate e una comunicazione migliore con gli attori esterni, elementi che possono aumentare la distribuzione dei dividendi. In base a tali considerazioni, si ipotizza che una maggiore presenza di donne indipendenti nei consigli aumenti la probabilità di pagare dividendi, grazie a un controllo più rigoroso e alla riduzione dei conflitti di interesse.

Ipotesi 3: la politica dei dividendi è influenzata positivamente dalla presenza di donne indipendenti nei Consigli di amministrazione.

Secondo la teoria della massa critica, la presenza femminile nei Consigli di amministrazione produce effetti significativi solo quando raggiunge una certa soglia. Se le donne sono poche, il loro impatto è marginale e spesso ostacolato dal dominio maschile e da dinamiche comunicative sfavorevoli. Quando, invece, il numero di amministratrici arriva almeno a tre, esse acquisiscono capacità di influire sulle decisioni, migliorando anche *performance* e valore aziendale. Sulla base di ciò, si ipotizza che l'effetto della diversità di genere sulla politica dei dividendi sia più forte nei consigli in cui le donne costituiscono una massa critica, rispetto ai consigli in cui la loro presenza è puramente simbolica.

Ipotesi 4: la relazione tra diversità di genere e distribuzione dei dividendi è più forte per la partecipazione della massa critica delle amministratrici rispetto alla presenza simbolica.

4.2.4 Statistiche descrittive

Questa sezione presenta le statistiche descrittive delle variabili inerenti alla presenza femminile, quelle economiche-finanziarie e di *governance* del dataset, in modo da fornire un primo quadro sintetico delle imprese analizzate e di quelle che sono le loro caratteristiche strutturali: l'obiettivo è quello di evidenziare i tratti salienti del campione. I dati sono stati elaborati su STATA e per ogni variabile sono stati riportati nell'apposita tabella indicazioni su media, deviazione standard, valori minimi e massimi, nonché il numero di osservazioni e la mediana.

Tabella 2: Statistiche descrittive delle variabili

Variable	N	Mean	SD	Min	Max	p50
div_asset	2886	.0119239	.0203083	0	.2027911	.0000234
div_sales	2886	.0208867	.0433039	0	.3765142	.0000425
div_payout	1955	.309813	.2948979	0	1	.2777778
per_fem	2984	.194382	.1670658	0	.6	.1818182
per_find	2984	.1173701	.1443343	0	.6	0
per_fex	2984	.0282778	.0574692	0	.3333333	0
perc_fam	2984	.0463755	.0771772	0	.5	0
d1	2984	.1963807	.3973263	0	1	0
d2	2984	.1558311	.3627559	0	1	0
d3	2984	.3515416	.4775317	0	1	0
ROA	2886	.0215894	.0840897	-1.825129	.7722823	.0252952
firm_size	2886	6.648509	1.752982	1.727576	12.55491	6.311387
firm_risk	2290	.0277657	.0383604	.0001355	.3005273	.0152027
leverage_fin	2869	1.088518	1.879823	-13.94832	24.60674	.7716276
inv_opport~y	2868	1.921923	3.619624	-62.39316	133.5077	1.447093
board_size	2984	9.715818	2.947582	3	22	9
ceo_tenure	2958	8.413117	7.671986	1	47	6
ceo_chairman	2918	.2998629	.4582763	0	1	0
ownership_~n	2973	51.26064	18.45722	0	99.96	55.216

Per cominciare, è stato necessario eliminare dal campione due osservazioni relative all'impresa Olidata, poiché nel 2016 e nel 2017 ha attraversato il processo di liquidazione giudiziale: infatti, il primo anno nel *board* non era presente alcun

membro, mentre nel secondo era presente esclusivamente l'amministratore liquidatore; perciò, tali dati avrebbero alterato i risultati. Dalla Tabella 2 si evince che la variabile indipendente chiave, la percentuale di donne nel Consiglio di amministrazione, presenta una media del 19,4%, che potrebbe suggerire un buon livello di inclusione. Inoltre, la presenza femminile, quando esiste, è prevalentemente non esecutiva, con la proporzione di donne dirigenti che si attesta a una media estremamente bassa del 2,8%, suggerendo che le donne faticano ad accedere ai ruoli di gestione esecutiva. Più spesso, invece, le donne ricoprono il ruolo di amministratrici indipendenti, con una percentuale pari al circa il 12%. Si noti, tra l'altro, che il 4,6% delle donne amministratrici appartiene alla famiglia proprietaria dell'azienda.

Per quanto riguarda la politica dei dividendi (variabile dipendente), il *payout ratio* ha una media del 30,9%, indicando che in media quasi un terzo degli utili viene distribuito agli azionisti.

Infine, le variabili di controllo delineano un contesto di *governance* caratterizzato da alta concentrazione proprietaria, struttura tipica del panorama italiano, con oltre il 51% del capitale medio detenuto dall'azionista di maggioranza. Le aziende mostrano, inoltre, una certa stabilità manageriale, con una *tenure* media del CEO di 8,4 anni. La *CEO-Chairman Duality* è presente in quasi il 30% delle aziende, un dato che segnala un potenziale maggiore controllo e concentrazione di potere da parte di una singola figura nel processo decisionale. Dal punto di vista finanziario, le aziende sono mediamente redditizie (ROA medio 2,2%), ma le variabili chiave come l'indebitamento e le opportunità di investimento presentano una dispersione estrema (evidenziata dai valori minimi e massimi molto distanti).

Risulta, tuttavia, interessante effettuare un'analisi della presenza delle donne nei *board*, confrontando il periodo precedente e quello successivo all'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca.

Tabella 3: Statistiche descrittive del periodo prima dell'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca

Variable	Obs	Mean	Std, dev,	Min	Max
perc_femfam	1440	0,04090	0,07533	0	0,5
per_fem	1440	0,06514	0,08619	0	0,5
per_find	1440	0,01028	0,03459	0	0,25
per_fex	1440	0,02440	0,05242	0	0,25
d1	1440	0,30833	0,46197	0	1
d2	1440	0,12847	0,33473	0	1
d3	1440	0,00833	0,09093	0	1

Tabella 4: Statistiche descrittive del periodo dopo l'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca

Variable	Obs	Mean	Std, dev,	Min	Max
perc_femfam	1544	0,05148	0,07854	0	0,5
per_fem	1544	0,31492	0,13002	0	0,6
per_find	1544	0,21725	0,13592	0	0,6
per_fex	1544	0,03189	0,06159	0	0,3
d1	1544	0,09197	0,28908	0	1
d2	1544	0,18135	0,38543	0	1
d3	1544	0,67163	0,46977	0	1

Dal confronto tra la Tabella 3 e la Tabella 4, si osserva come la percentuale di donne passa dal 6,5% al 31,5%. Infatti, se si osserva la Figura 19, si nota come per oltre un decennio (2000-2010), la percentuale media di donne sia rimasta estremamente bassa e quasi piatta, oscillando tra il 5% e l'8%: in questo periodo, la crescita è stata pressoché nulla. Tra il 2012 e il 2023 la percentuale sale rapidamente, superando il 20% nel 2014 e raggiungendo la soglia del 40% intorno al 2023.

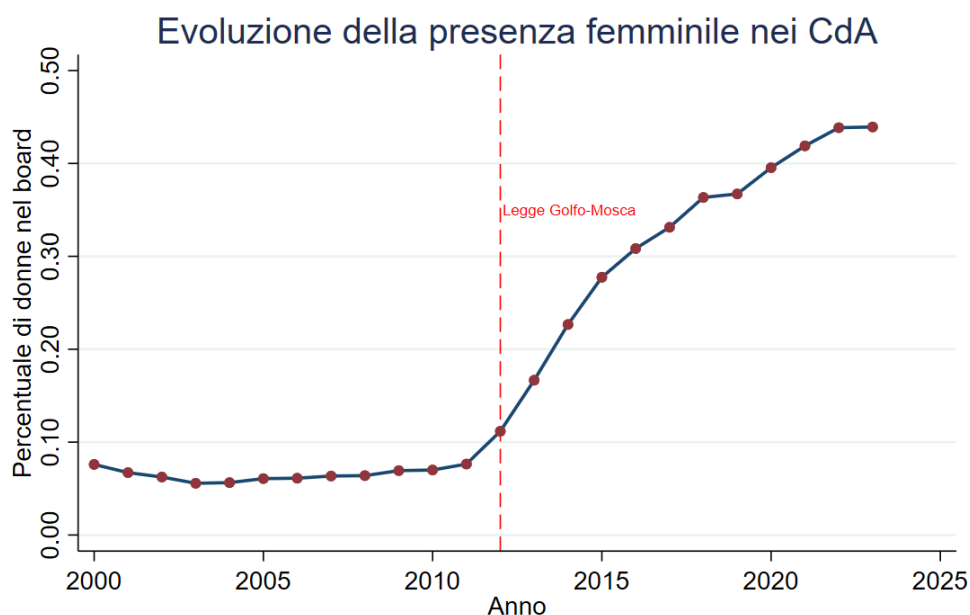


Figura 19: Evoluzione della presenza femminile nei CdA

Lo stesso fenomeno avviene per il ruolo di amministratrici indipendenti: infatti, prima del 2012 circa l'1% delle donne era amministratrice indipendente, mentre a seguito dell'introduzione della Legge si è passati al 21,7%. Dal grafico in Figura 20 si evince che tra il 2000 e il 2011, la presenza media di amministratrici indipendenti è rimasta pressoché pari a zero. A partire dal 2012 la curva è caratterizzata da una salita rapida e costante: la quota aveva quasi raggiunto il 10% già nel 2014, arrivando a oltre il 20% nel giro di soli due anni. Questa progressione non si è fermata fino al 2023, dove raggiunge il picco con una presenza di indipendenti che supera il 32%.

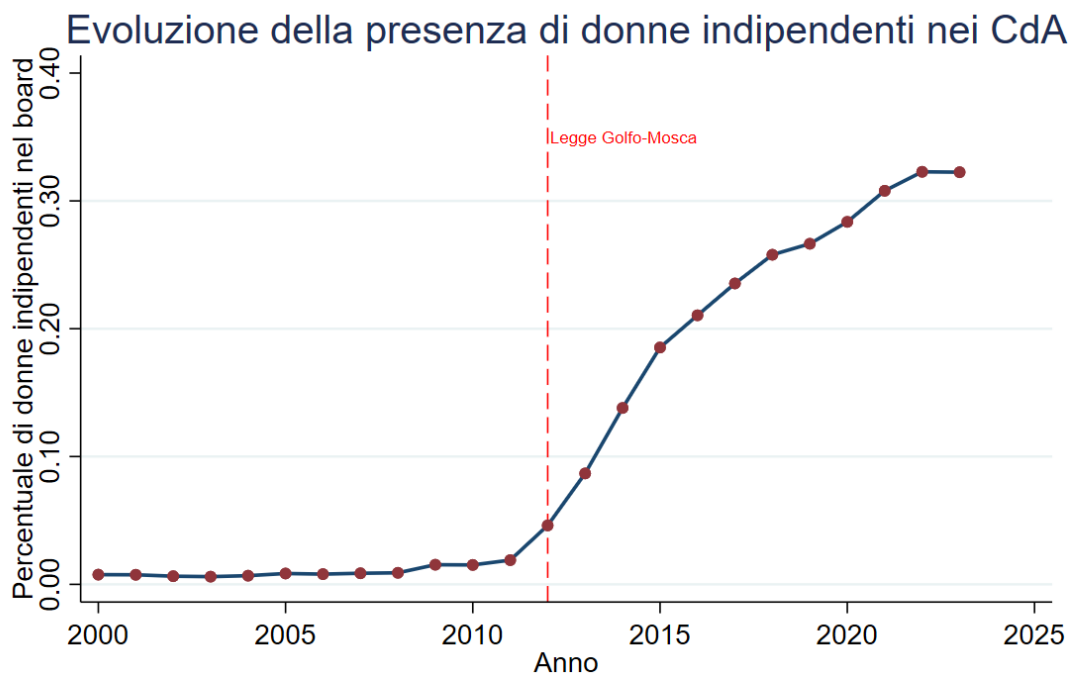


Figura 20: Evoluzione della presenza delle donne indipendenti nei CdA

Al contrario, invece, la percentuale di donne che svolgono ruoli esecutivi rimane piuttosto bassa. Dalla Figura 21, si nota che la percentuale media negli anni oscilla il 2% e il 4%.

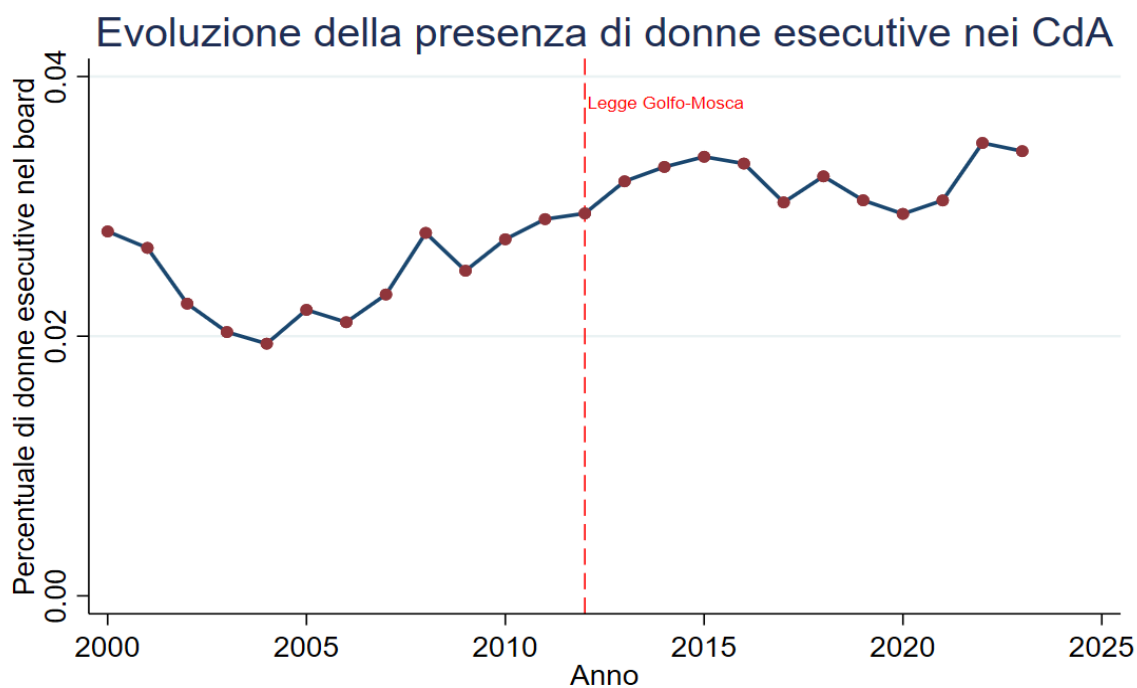


Figura 21: Evoluzione della presenza delle donne esecutive nei CdA

In aggiunta a ciò, è bene sottolineare come inizialmente le aziende nella maggior parte di casi non riservassero delle posizioni a membri di genere femminile (Tabella 3 e 4): infatti, solo nel circa il 31% dei casi vi è una donna nel Consiglio e tale percentuale scende al 13% se si considerano i *board* con due donne. Nel periodo successivo al 2012, invece, il 67% delle aziende aveva almeno tre donne nel proprio Consiglio. Per finire, si osserva come è lievemente aumentata la propensione ad assumere come membri del *board* donne appartenenti alla famiglia proprietaria (Tabella 3 e 4).

4.2.5 Test delle differenze tra medie

Al fine di stabilire l'esistenza di differenze statisticamente significative tra i valori medi delle variabili considerate, può risultare utile mostrare i risultati dei test di ipotesi sulle differenze tra le medie, utilizzando il t-test con un livello di fiducia al 95% e considerando quale ipotesi nulla l'assenza di significative differenze tra le medie dei campioni. Le analisi vengono riportate per le tre variabili dipendenti. Di seguito sono riportati i t-test eseguiti.

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna: utilizzando il *dividend payout* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna non distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 5: Differenza medie su dividend payout tra aziende con nessuna e almeno una donna nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,065	.3061796	.0088763	.289673	.2887625	.3235967
1	890	.3141607	.0100941	.3011369	.2943496	.3339718
Combined	1,955	.309813	.0066696	.2948979	.2967327	.3228932
diff		-.0079811	.0133951		-.0342513	.0182892

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.5958
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 1953

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.2757 Pr(|T| > |t|) = 0.5514 Pr(T > t) = 0.7243

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva: utilizzando il *dividend payout* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna esecutiva non distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 6: Differenza medie su dividend payout tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,905	.3114951	.0067572	.2949265	.2982429	.3247474
1	50	.2457221	.0409349	.2894534	.1634603	.3279838
Combined	1,955	.309813	.0066696	.2948979	.2967327	.3228932
diff		.0657731	.0422332		-.0170539	.1486

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.5574
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 1953

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9402 Pr(|T| > |t|) = 0.1195 Pr(T > t) = 0.0598

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente: utilizzando il *dividend payout* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna indipendente non distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 7: Differenza medie su dividend payout tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,408	.3027382	.0078183	.2933676	.2874015	.318075
1	547	.3280236	.0127544	.2982993	.30297	.3530772
Combined	1,955	.309813	.0066696	.2948979	.2967327	.3228932
diff		-.0252854	.0148504		-.0544097	.003839

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.7027
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 1953

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0444 Pr(|T| > |t|) = 0.0888 Pr(T > t) = 0.9556

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna: utilizzando il *dividend/asset* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 8: Differenza medie su *dividend/asset* tra aziende con nessuna e almeno una donna nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,413	.0132387	.0005523	.02076	.0121553	.0143221
1	1,473	.0106627	.0005156	.0197904	.0096512	.0116742
Combined	2,886	.0119239	.000378	.0203083	.0111827	.0126651
diff		.002576	.0007556		.0010945	.0040575

diff = mean(0) - mean(1) t = 3.4093
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 2861.16

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9997 Pr(|T| > |t|) = 0.0007 Pr(T > t) = 0.0003

- Dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva: utilizzando il *dividend/asset* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna esecutiva distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna esecutiva.

Tabella 9: Differenza medie su *dividend/asset* tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,817	.0120072	.0003851	.0204389	.0112521	.0127622
1	69	.0085254	.0016419	.0136384	.0052491	.0118017
Combined	2,886	.0119239	.000378	.0203083	.0111827	.0126651
diff		.0034818	.0016864		.0001227	.0068408

diff = mean(0) - mean(1) t = 2.0646
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 75.6818

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9788 Pr(|T| > |t|) = 0.0424 Pr(T > t) = 0.0212

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente: utilizzando il *dividend/asset* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna indipendente distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 10: Differenza medie su *dividend/asset* tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,883	.0131074	.0004782	.0207528	.0121694	.0140453
1	1,003	.0097021	.0006082	.0192608	.0085087	.0108956
Combined	2,886	.0119239	.000378	.0203083	.0111827	.0126651
diff		.0034052	.0007737		.001888	.0049225

diff = mean(0) - mean(1) t = 4.4013
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 2180.48

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna: utilizzando il *dividend/sales* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna non distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 11: Differenza medie su *dividend/sales* tra aziende con nessuna e almeno una donna nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,413	.0208702	.0009972	.0374835	.0189141	.0228263
1	1,471	.020419	.0012113	.0464589	.0180428	.0227951
Combined	2,884	.0206401	.0007875	.0422934	.0190959	.0221843
diff		.0004513	.001569		-.0026252	.0035277

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.2876
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 2799.15

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.6132 Pr(|T| > |t|) = 0.7737 Pr(T > t) = 0.3868

- Dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva: utilizzando il *dividend/sales* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna esecutiva distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 12: Differenza medie su *dividend/sales* tra aziende con nessuna e almeno una donna esecutiva nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,815	.0208999	.000805	.0427099	.0193215	.0224783
1	69	.0100394	.001838	.0152674	.0063718	.013707
Combined	2,884	.0206401	.0007875	.0422934	.0190959	.0221843
diff		.0108605	.0020065		.0068778	.0148432

diff = mean(0) - mean(1) t = 5.4126
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 96.504

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

- Differenza dividendi tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente: utilizzando il *dividend/sales* come variabile di misura dei dividendi, risulta che le imprese con almeno una donna indipendente distribuiscono più dividendi rispetto a quelle con nessuna donna.

Tabella 13: Differenza medie su *dividend/sales* tra aziende con nessuna e almeno una donna indipendente nel board

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,883	.0201589	.000865	.0375354	.0184625	.0218554
1	1,001	.0215451	.0015816	.050041	.0184414	.0246489
Combined	2,884	.0206401	.0007875	.0422934	.0190959	.0221843
diff		-.0013862	.0018027		-.0049222	.0021497

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.7690
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 1611.07

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.2210 Pr(|T| > |t|) = 0.4420 Pr(T > t) = 0.7790

I risultati emersi dai t-test devono essere interpretati come un'analisi puramente preliminare. Sebbene il confronto tra le medie offra un primo spunto di riflessione, questo approccio non è in grado di cogliere la complessità delle dinamiche aziendali, poiché ignora l'effetto congiunto delle altre variabili presenti nel campione e non isola l'effetto di una singola variabile. È, dunque, necessario procedere con l'applicazione di modelli di regressione

4.3 Regressioni sull'intero campione di imprese

L'analisi dell'impatto della diversità di genere nei Consigli di amministrazione sulle politiche di distribuzione dei dividendi è condotta attraverso l'impiego di una tecnica econometrica per dati *panel* non bilanciati. Al fine di mitigare i problemi di endogeneità derivanti dall'eterogeneità non osservata, la strategia empirica si basa sulla stima di un modello a effetti fissi. Tale approccio permette di controllare per tutte le caratteristiche specifiche dell'impresa che risultano costanti nel tempo, riducendo così il rischio di distorsione da variabili omesse.

Il modello di regressione è specificato come segue:

$$\text{Dividend}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GenderVar} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \text{controlkit} + \alpha_i + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Dove:

- **Dividend_{it}** rappresenta la variabile dipendente legata alla remunerazione degli azionisti (misurata alternativamente come *dividend payout*, rapporto tra dividendi e totale dell'attivo e rapporto tra dividendi e totale dei ricavi) per l'impresa *i* nell'anno *t*;
- **GenderVar_{it}** è la variabile esplicativa di interesse, testata in tre diverse configurazioni per catturare le sfumature della *gender diversity*: la percentuale totale di donne nel *board*, la quota di amministratrici indipendenti e la percentuale di donne con deleghe esecutive;

- $\sum_{k=1}^n \gamma_{-}(k) \mathbf{control}_{-}(kit)$ è un vettore di variabili di controllo volte a isolare l'effetto dei meccanismi di *governance* e delle determinanti finanziarie. Queste includono la struttura del capitale, la redditività, le opportunità di crescita, la dimensione aziendale e il rischio operativo. Sul fronte della *governance*, si controlla per la dimensione del *board*, la concentrazione proprietaria, la *tenure* del CEO e la dualità del ruolo (CEO-*Chairman*);
- α_{it} e η_{it} rappresentano rispettivamente gli effetti fissi per impresa e per anno;
- ε_{it} è il termine di errore stocastico.

4.3.1 Regressione con *Dividend Payout* su campione intero

La prima strategia empirica adottata, illustrata in Figura 22, utilizza come variabile dipendente il *dividend payout* e si articola in sei modelli di regressione a effetti fissi, strutturati in due blocchi, distinti per esplorare in modo granulare l'impatto della *gender diversity* sulla politica dei dividendi. Ciascun blocco testa una differente variabile indipendente d'interesse (rispettivamente la percentuale delle donne, la percentuale di amministratrici esecutive e quelle indipendenti). Ogni blocco si sviluppa attraverso due livelli incrementali di controllo, al fine di verificare la robustezza dei coefficienti e l'eventuale presenza di variabili omesse. In particolare, al primo livello si utilizzano le variabili di controllo relative alle caratteristiche finanziarie dell'impresa, mentre al secondo vengono aggiunte anche quelle relative alla *corporate governance*.

Per cominciare, il primo blocco (Modelli 1 e 2) assume come variabile indipendente principale la percentuale totale di donne nel Consiglio di amministrazione (*per_fem*). Inizialmente, il Modello 1, focalizzato esclusivamente sulle variabili finanziarie, mostra un coefficiente della variabile *per_fem* pari a -0,093 e privo di significatività statistica; al contrario il ROA, il rapporto di indebitamento e le opportunità di investimento sembrano impattare sul *dividend payout*. Nel Modello (2) il coefficiente della variabile *per_fem* rimane stabile ($\beta = -0,093$) e continua ad

essere statisticamente non significativo ($p = 0,108$). Questo fenomeno suggerisce che, isolate le caratteristiche economiche dell'impresa, la diversità di genere non risulta essere un *driver* diretto e indipendente della politica dei dividendi nel campione osservato. Dunque, il modello completo permette di identificare i reali fattori che guidano la distribuzione degli utili. Il ROA emerge come il principale *driver* positivo ($\beta = 0,456$; $p < 0,01$), confermando che la capacità di generare flussi di cassa è la condizione necessaria per il *payout*. Parallelamente, la leva finanziaria esercita un impatto negativo e fortemente significativo ($\beta = -0,018$; $p < 0,01$). Contrariamente a quanto previsto dalla teoria, la variabile *inv_opportunity* mostra un segno positivo e significativo. Questo risultato può essere interpretato alla luce della teoria della segnalazione: le aziende con alte opportunità di crescita aumentano il *payout* per segnalare al mercato la sostenibilità dei propri investimenti e la solidità della propria posizione finanziaria. Anche la concentrazione della proprietà influisce negativamente sul *payout* ($\beta = -0,002$; $p < 0,05$). Infine, la *tenure* del CEO risulta positivamente correlata alla distribuzione ($\beta = 0,003$; $p < 0,05$), suggerendo che *manager* con una posizione più consolidata tendano a stabilizzare o incrementare i dividendi per soddisfare le aspettative del mercato.

Il secondo blocco (Modelli 3 e 4) assume come variabile indipendente la percentuale di donne esecutive (*per_fex*). In particolare, nel Modello 3 (specificazione finanziaria) la variabile *per_fex* risulta ampiamente non significativa ($p = 0,319$). Questo indica che le scelte gestionali legate ai dividendi non dipendono dal genere degli *executive*, ma quasi esclusivamente dalla redditività aziendale, dalle opportunità di investimento e dal livello di indebitamento. Nel Modello 4 (specificazione completa) permane l'irrelevanza statistica di *per_fex* ($p = 0,525$). Nello specifico, conferma che la politica dei dividendi resta saldamente ancorata ai fondamentali economici: ciò è dimostrato dalla significatività della redditività (ROA, $\beta = 0,468$) e l'impatto negativo dei vincoli finanziari ($\beta = -0,017$). Risulta, inoltre, di particolare interesse la persistente significatività negativa della

concentrazione della proprietà ($\beta = -0,002$) e quella positiva della stabilità del CEO (*ceo_tenure*): questi fattori indicano come il *payout* sia influenzato più dalla struttura proprietaria e dal potere contrattuale del *management* che dalla *gender diversity* interna. Dunque, i risultati emersi dai modelli 3 e 4 mostrano una marcata differenza rispetto all'analisi aggregata: in tutte le specificazioni testate la variabile *per_fex* non raggiunge mai la significatività statistica. Tale evidenza suggerisce che la presenza femminile nei vertici gestionali operativi non costituisca un *driver* autonomo nella determinazione del *dividend payout*. Dal punto di vista teorico, questo risultato supporta l'ipotesi secondo la quale le donne che occupano ruoli esecutivi, essendo integrate nei processi decisionali operativi e soggette ai medesimi obiettivi di *performance* dei colleghi uomini, tendono ad adottare comportamenti omogenei rispetto alla struttura manageriale preesistente. La decisione di distribuire utili appare, dunque, guidata da necessità strategiche oggettive piuttosto che dalla composizione del *management*.

Il terzo blocco (Modello 5 e 6), infine, indaga gli effetti delle amministratrici indipendenti. Nella prima specificazione (Modello 5), che include esclusivamente le variabili di controllo finanziarie, la percentuale di donne indipendenti non risulta statisticamente significativa ($p = 0,167$). In questo contesto, la decisione di distribuzione dei dividendi appare dominata esclusivamente dai fondamentali di bilancio, come la redditività, la leva finanziaria e le opportunità di investimento. Nella seconda specificazione (Modello 6), ovvero il modello completo viene confermata l'assenza di significatività statistica della variabile di interesse ($p = 0,270$). Oltre alla *performance* (ROA), i vincoli di capitale (*Leverage*) e le opportunità di investimento, risultano significativi anche la *tenure* del CEO (positivamente correlata) e la concentrazione proprietaria (negativamente correlata).

Complessivamente, dunque, da questa prima analisi empirica emerge che la politica dei dividendi sia un fenomeno determinato da elementi meramente economici, ossia dalla profittabilità dell'impresa, dagli obblighi finanziari e dalle opportunità

di investimento. Inoltre, tra i fattori di *governance* concorre alla ritenzione degli utili la concentrazione di proprietà, che risulta essere particolarmente elevata tra le imprese italiane. La diversità di genere, dunque, sembrerebbe non costituire nel campione analizzato una determinante primaria.

Figura 22: Regressione con *dividend_payout* su campione totale

Variabile	Div payout (M1)	Div payout (M2)	Div payout (M3)	Div payout (M4)	Div payout (M5)	Div payout (M6)
per_fem	-0.093 (0.059)	-0.093 (0.057)				
per_fex			-0.166 (0.322)	-0.196 (0.308)		
per_find					-0.082 (0.059)	-0.066 (0.059)
ROA	0.444*** (0.131)	0.456*** (0.130)	0.456*** (0.133)	0.468*** (0.131)	0.446*** (0.131)	0.460*** (0.131)
firm_size	-0.026 (0.020)	-0.043* (0.021)	-0.035 (0.019)	-0.052* (0.021)	-0.029 (0.019)	-0.047* (0.021)
firm_risk	-0.282 (0.208)	-0.313 (0.218)	-0.326 (0.206)	-0.360 (0.217)	-0.297 (0.206)	-0.334 (0.216)
leverage_fin	-0.017** (0.005)	-0.018*** (0.005)	-0.016** (0.005)	-0.017** (0.005)	-0.016** (0.005)	-0.018*** (0.005)
inv_opport~y	0.015** (0.005)	0.016** (0.005)	0.014** (0.005)	0.016** (0.005)	0.015** (0.005)	0.017** (0.005)
board_size		0.004 (0.005)		0.005 (0.005)		0.004 (0.005)
ceo_tenure		0.003* (0.001)		0.003* (0.001)		0.003* (0.001)
ceo_chairman		-0.044 (0.030)		-0.040 (0.029)		-0.042 (0.030)
ownership_~n		-0.002* (0.001)		-0.002** (0.001)		-0.002* (0.001)
_cons	0.485*** (0.128)	0.633*** (0.147)	0.539*** (0.127)	0.693*** (0.143)	0.496*** (0.127)	0.658*** (0.146)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	1607	1588	1607	1588	1607	1588
N firms	148	146	148	146	148	146
R-sq	0.040	0.055	0.037	0.052	0.039	0.053

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.3.2 Regressione con *Dividend/Asset* su campione intero

Al fine di testare la robustezza dei risultati ottenuti, l'analisi è stata replicata utilizzando come variabile dipendente alternativa il rapporto tra dividendi e totale attività (*div_asset*). I risultati vengono ottenuti con la stessa strategia econometrica e sono presentati in Figura 23.

In particolare, il primo blocco (Modello 7 e 8) utilizza come variabile di interesse la percentuale di donne presenti nel consiglio. A differenza di quanto osservato con il *payout ratio*, la relazione tra la percentuale totale di donne nel *board* e i dividendi emerge come negativa e altamente significativa in tutte le specificazioni. Nel Modello 7 (specificazione finanziaria), il coefficiente di *per_fem* è pari a -0,018 ed è statisticamente significativo ($p < 0,001$). Questo indica che, a parità di caratteristiche economiche come redditività e leva, l'aumento della quota femminile nel *board* è associato a una contrazione strutturale dei dividendi distribuiti. Nel Modello 8 (specificazione completa) l'effetto delle donne non viene mitigato ($p < 0,001$), pur integrando simultaneamente i controlli di bilancio e di governo societario. Restano significative le variabili finanziarie, mentre tra quelle di *governance* acquisisce significatività solo la *tenure* del CEO. Dunque, la comparazione di questi due modelli rivela che la preferenza per una politica di distribuzione conservativa è una caratteristica strutturale delle imprese con *board* diversificati e ciò smentisce quanto affermato dai modelli basati sul *dividend payout*.

Il secondo set di stime (Modelli 9 e 10) esamina l'influenza delle consigliere con deleghe esecutive. Nel Modello 9 (specificazione finanziaria), il coefficiente negativo ($\beta = -0,018$) non raggiunge la soglia di significatività ($p = 0,235$). Ciò indica che, sebbene la direzione dell'effetto sia coerente con la tendenza generale del *board*, la componente esecutiva non esercita un impatto rilevante quando si controlla per i fondamentali economici (ROA, Rischio e Leva), che rimangono i soli *driver* dominanti. Nel Modello 10 (specificazione completa), la combinazione dei due set di controlli non altera il quadro: infatti, la variabile *per_fex* resta statisticamente

nulla ($p = 0,215$), suggerendo che le politiche di distribuzione dipendono dalle *performance* piuttosto che dalla composizione di genere del *team* esecutivo. I risultati, dunque, consolidano quanto emerso nelle analisi svolte con il *dividend payout*, evidenziando una sistematica assenza di significatività statistica per la variabile *per_fex*.

L'ultimo set di stime (Modelli 11 e 12) è condotta sulla componente delle donne indipendenti (*per_find*): a differenza della componente esecutiva, le amministratrici indipendenti esercitano un'influenza statisticamente significativa sulle politiche di distribuzione degli *asset*. In tutte e due le specifiche il coefficiente di *per_find* rimane negativo e significativo all'1%. Anche nel modello completo, l'effetto non subisce attenuazioni ($\beta = -0,0167$), dimostrando che una maggiore ritenzione degli utili è un contributo delle amministratrici indipendenti, non spiegabile dai soli fondamentali economici.

Dunque, i risultati ottenuti con la nuova variabile dipendente solo in parte confermano quanto trovato in precedenza: la diversità di genere nel *board*, in particolare quella legata alle donne indipendenti, è una determinante strutturale di una politica dei dividendi più conservativa e prudente; al contrario, la presenza di amministratrici con ruoli esecutivi si conferma non influente sulle politiche di *payout*.

Figura 23: Regressione *dividend_asset* su campione totale

Variabile	Div_asset (M7)	Div_asset (M8)	Div_asset (M9)	Div_asset (M10)	Div_asset (M11)	Div_asset (M12)
per_fem	-0.018*** (0.004)	-0.019*** (0.004)				
per_fex			-0.018 (0.015)	-0.018 (0.015)		
per_find					-0.016*** (0.004)	-0.017*** (0.004)
ROA	0.037** (0.012)	0.051*** (0.010)	0.039*** (0.011)	0.051*** (0.011)	0.037** (0.012)	0.051*** (0.010)
firm_size	-0.007*** (0.002)	-0.007** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
firm_risk	-0.036** (0.012)	-0.038** (0.012)	-0.049*** (0.012)	-0.051*** (0.013)	-0.039** (0.012)	-0.041** (0.013)
leverage_fin	-0.002*** (0.0003)	-0.001*** (0.0003)	-0.001*** (0.0003)	-0.001*** (0.0003)	-0.002*** (0.0003)	-0.001*** (0.0003)
inv_opport~y	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)
board_size		0.0001 (0.0005)		0.0001 (0.0005)		0.0000 (0.0005)
ceo_tenure		0.0002* (0.0001)		0.0001 (0.0001)		0.0001 (0.0001)
ceo_chairman		-0.0007 (0.0013)		0.0001 (0.0013)		-0.0003 (0.0013)
ownership_~n		-0.0001 (0.0001)		-0.0001 (0.0001)		-0.0001 (0.0001)
_cons	0.060*** (0.014)	0.064*** (0.014)	0.072*** (0.015)	0.078*** (0.015)	0.063*** (0.014)	0.068*** (0.015)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	2264	2222	2264	2222	2264	2222
N firms	173	171	173	171	173	171
R-sq	0.164	0.177	0.141	0.153	0.156	0.167

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.3.3 Regressione con *Dividend/Sales* su campione intero

Al fine di validare la persistenza della relazione negativa tra *gender diversity* e politiche di distribuzione, si è proceduto a un ulteriore test di robustezza adottando come variabile dipendente il rapporto tra dividendi e fatturato (*div_sales*). I risultati vengono ottenuti con la stessa strategia econometrica e sono presentati in Figura 24.

Anche in questo caso, il primo blocco (Modello 13 e 14) utilizza come variabile di interesse la percentuale di donne presenti nel consiglio. Nel Modello 13 (specificazione finanziaria) la variabile *per_fem* mostra un coefficiente $\beta = -0,0196$, statisticamente significativo al livello dell'1% ($p = 0,004$) e negativamente correlato.

Questo risultato suggerisce che, a parità di *performance* operativa e struttura finanziaria, la presenza femminile agisca come fattore di ritenzione degli utili. È interessante notare come tutte le altre variabili di controllo siano significative, ad eccezione del rischio d'impresa. Nel Modello 14 (specificazione completa), in cui si integrano simultaneamente i controlli finanziari e quelli di *governance*, il coefficiente di *per_fem* si assesta a -0,0198 con una significatività che rimane stabile ($p = 0,006$). In questo contesto emerge una lieve significatività con segno negativo per la concentrazione proprietaria ($p = 0,062$) e la *tenure* del CEO ($p = 0,099$), sebbene il coefficiente sia tendente allo zero per entrambe le variabili. Dunque, i risultati sono coerenti con quanto trovato nel test precedente, confermando che le donne nel Consiglio tendono a ridurre la distribuzione di utili nelle imprese.

Nel secondo blocco (Modello 15 e 16) la variabile di interesse utilizzata è la percentuale di donne con ruolo esecutivo. L'analisi condotta rivela un quadro di sostanziale irrilevanza statistica nelle decisioni relative alla distribuzione dei dividendi: in entrambe le specificazioni econometriche testate, da quella focalizzata sulle variabili finanziarie ($p = 0,194$) a quella completa comprensiva delle variabili relative alla *governance* ($p = 0,133$), il coefficiente associato alle donne con ruoli esecutivi non raggiunge i livelli critici di significatività. In particolare, dalla specificazione completa (Modello 16) si evince che le variabili di controllo finanziarie sono tutte significative, ad eccezione del rischio d'impresa; mentre, tra le variabili di controllo di *governance* la concentrazione di proprietà è l'unica a influenzare negativamente la distribuzione dei dividendi. Questo quadro conferma che le decisioni sulla distribuzione dei dividendi sono guidate quasi esclusivamente da fattori economici e non dal genere dei membri *executive* del *board*. Ciò rafforza l'ipotesi che le amministratrici esecutive subiscano un processo di allineamento decisionale: i loro incentivi sono legati alla crescita e alla stabilità aziendale tanto quanto quelli dei colleghi uomini, portandole a seguire politiche gestionali consolidate piuttosto che a promuovere cambiamenti nelle strategie di *payout*.

Nel terzo blocco (Modello 17 e 18) la variabile di interesse utilizzata è la percentuale di donne indipendenti. Nel Modello 17 (specificazione finanziaria), dove l'effetto delle indipendenti è testato insieme ai fondamentali economici, il coefficiente di *per_find* è pari a -0,0179 con un *p-value* di 0,012: la variabile è, quindi, significativa al livello del 5%. È interessante notare come, a parità di ROA (positivo e significativo, con $\beta=0,050$) e di leva finanziaria (negativa e significativa, con $\beta=-0,0018$), la diversità di genere tra gli amministratori indipendenti agisca come un ulteriore fattore di ritenzione degli utili. Nel Modello 18, invece, dove vengono inglobate sia le determinanti finanziarie sia quelle di governo societario, la variabile *per_find* mantiene la sua significatività ($p = 0,019$) con un coefficiente di -0,0170: la stabilità di questo valore attraverso i vari modelli conferma che il risultato non è distorto da variabili omesse. In questo modello emerge anche la significatività della concentrazione proprietaria ($p = 0,049$), benché il coefficiente non abbia significato a livello economico (β è prossimo allo zero). Il fatto che la presenza di amministratrici indipendenti abbia segno negativo suggerisce, dunque, che questo meccanismo di monitoraggio agisca verso una maggiore ritenzione degli utili.

In sintesi, i risultati ottenuti da quest'ultima analisi confermano quanto trovato nelle regressioni precedenti che utilizzano come variabile dipendente il rapporto tra dividendi e asset. Infatti, la presenza di amministratori di genere femminile all'interno dei Consigli si manifesta con una riduzione della distribuzione degli utili. In particolare, tale effetto della *gender diversity* è veicolato esclusivamente dalla componente indipendente del *board*, la quale esercita un monitoraggio attivo che privilegia la solidità finanziaria rispetto alla remunerazione immediata dei soci. Risulta, invece, non significativa l'influenza delle amministratrici con ruoli *executive*.

Figura 24: Regressione *dividend_sales* su campione totale

Variabile	Div_sales (M13)	Div_sales (M14)	Div_sales (M15)	Div_sales (M16)	Div_sales (M17)	Div_sales (M18)
<i>per_fem</i>	-0.01962** (0.00667)	-0.01980** (0.00706)				
<i>per_fex</i>			-0.02783 (0.02136)	-0.03099 (0.02052)		
<i>per_find</i>					-0.01793* (0.00703)	-0.01700* (0.00715)
ROA	0.05006** (0.01877)	0.06958*** (0.01791)	0.05216** (0.01767)	0.06999*** (0.01787)	0.05000** (0.01868)	0.06977*** (0.01785)
<i>firm_size</i>	-0.00621** (0.00218)	-0.00576* (0.00234)	-0.00859*** (0.00247)	-0.00801** (0.00273)	-0.00690** (0.00233)	-0.00645* (0.00252)
<i>firm_risk</i>	-0.01668 (0.02974)	-0.01696 (0.03466)	-0.03099 (0.03017)	-0.03089 (0.03558)	-0.01916 (0.03032)	-0.01998 (0.03549)
<i>leverage_fin</i>	-0.00186*** (0.00042)	-0.00176*** (0.00041)	-0.00171*** (0.00044)	-0.00164*** (0.00042)	-0.00183*** (0.00042)	-0.00174*** (0.00041)
<i>inv_opport-y</i>	0.00328*** (0.00070)	0.00324*** (0.00070)	0.00321*** (0.00071)	0.00318*** (0.00070)	0.00335*** (0.00071)	0.00331*** (0.00070)
<i>board_size</i>		-0.00023 (0.00079)		-0.00024 (0.00081)		-0.00030 (0.00080)
<i>ceo_tenure</i>		0.00022 (0.00013)		0.00016 (0.00013)		0.00019 (0.00013)
<i>ceo_chairman</i>		-0.00144 (0.00249)		-0.00059 (0.00243)		-0.00100 (0.00240)
<i>ownership_-n</i>		-0.00019 (0.00010)		-0.00022* (0.00010)		-0.00020* (0.00010)
_cons	0.06364*** (0.01501)	0.07015*** (0.01737)	0.07662*** (0.01688)	0.08436*** (0.02010)	0.06643*** (0.01593)	0.07416*** (0.01853)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standar Errors robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	2263	2221	2263	2221	2263	2221
N firms	173	171	173	171	173	171
R-sq	0.064	0.074	0.057	0.066	0.061	0.071

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.3.4 Analisi dei risultati

Alla luce dell'analisi empirica, condotta attraverso diverse specificazioni e test di robustezza, è possibile trarre le conclusioni definitive circa la validità delle ipotesi formulate. I risultati ottenuti sulle tre variabili dipendenti permettono di delineare un quadro coerente, benché divergente rispetto ad alcune previsioni teoriche iniziali.

In riferimento all'**Ipotesi 1**, che prevedeva un'influenza positiva delle donne nei *board* sulla politica dei dividendi, i risultati portano a rigettare tale ipotesi: infatti, le stime indicano una relazione negativa e statisticamente significativa (al livello dell'1% in quasi tutti i modelli). Sebbene la letteratura suggerisca che la diversità di genere possa fungere da meccanismo di disciplina per aumentare il *payout* e ridurre

i costi di agenzia (Adams e Ferreira, 2009), l'evidenza empirica suggerisce una dinamica differente. Tale risultato non deve essere interpretato come un fallimento dell'attività di monitoraggio, ma piuttosto dovrebbe essere imputato all'elevata avversione al rischio che caratterizza le donne e al minore ottimismo riguardo ai futuri esiti economici (Chen et al. 2014). Difatti, le donne dimostrano più conservatorismo e prudenza rispetto agli uomini negli aspetti di *decision-making* economico (Pucheta-Martínez e Bel-Oms, 2016). Dunque, tale peculiarità si traduce in una maggiore prudenza finanziaria e in una maggiore propensione a mantenere riserve precauzionali di liquidità all'interno dell'impresa come protezione contro le incertezze future.

Per quanto riguarda, invece, l'**Ipotesi 2**, l'analisi ha confermato in parte le intuizioni teoriche riguardanti le amministratrici esecutive. Coerentemente con quanto ipotizzato, sebbene le donne nei consigli siano generalmente associate a un miglioramento della *governance* (Adams e Ferreira, 2009), emerge dall'evidenza empirica che il loro ruolo esecutivo le allinea più strettamente al *management*, riducendo la distribuzione dei dividendi. Infatti, dal momento che non esistono differenze comportamentali tra i due generi nel ricoprire posizioni apicali, le amministratrici esecutive si comportano allo stesso modo degli amministratori esecutivi uomini e, dunque, sia le donne sia gli uomini in ruoli esecutivi si allineano al *management*; perciò, non hanno la necessità di utilizzare il *payout* dei dividendi come meccanismo di monitoraggio. Entrambi, essendo orientati verso la massimizzazione della ricchezza personale piuttosto che dei rendimenti per gli azionisti, riducono i pagamenti di dividendi. Inoltre, le donne *executive* non incidono sulla distribuzione dei dividendi a livello generale, probabilmente perché, disponendo di informazioni specifiche sull'impresa, preferiscono destinare la liquidità a progetti interni. (Pucheta-Martínez e Bel-Oms, 2016). Dunque, i risultati delle regressioni confermano la tendenza delle amministratrici con ruolo esecutivo a trattenere la liquidità; tuttavia, i risultati sono non significativi statisticamente in

tutte le specificazioni. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che il numero di donne con deleghe all'interno del *board* è irrisorio: difatti, le statistiche descrittive avevano evidenziato che in media solo il 2% dei membri del Consiglio è rappresentato da direttrici.

Infine, per quanto concerne l'**Ipotesi 3**, relativa all'impatto positivo delle donne indipendenti, i dati portano a rigettare l'ipotesi del segno positivo, ma viene confermato il ruolo centrale della componente indipendente. I modelli mostrano, infatti, che l'effetto di riduzione dei dividendi è trainato quasi esclusivamente dalle donne indipendenti, essendo quest'ultime la componente del *board* dotata di maggior potere di monitoraggio. Infatti, la presenza di membri indipendenti nei Consigli di amministrazione è essenziale, secondo la teoria dell'agenzia, per migliorare il processo decisionale e svolgere le funzioni di monitoraggio e supervisione (Jensen e Meckling, 1976), dal momento che essi hanno forti incentivi a esprimere giudizi autonomi e indipendenti dall'influenza del *management*. La *stakeholder theory* suggerisce che le amministratrici indipendenti nei Consigli di amministrazione possano tutelare meglio gli interessi degli *stakeholder* rispetto agli *insider*, in quanto dispongono di prospettive più ampie, maggiore esperienza e obblighi legali ed etici più stringenti. Esse, dunque, possono limitare i comportamenti opportunistici dei *manager* in materia di politiche di dividendo, che spesso risultano dannosi per gli azionisti e vantaggiosi per i *manager*. Tuttavia, l'evidenza empirica dimostra che il potere detenuto dalle amministratrici indipendenti viene esercitato per limitare l'esborso di cassa a favore di una maggiore stabilità finanziaria dell'impresa.

In conclusione, i risultati ottenuti possono essere interpretati alla luce della teoria della sostituzione, la composizione del Consiglio può essere un sostituto della politica dei dividendi nella mitigazione dei problemi di agenzia (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny, 2000). In particolare, un Consiglio di amministrazione diversificato e in grado di svolgere un monitoraggio efficace ha minori incentivi a

utilizzare i dividendi come strumento di costruzione della reputazione, diversamente dalle imprese caratterizzate da una *governance* debole, che tendono a distribuire dividendi più elevati per rafforzare la fiducia degli azionisti. Pertanto, considerando che un Consiglio più diversificato favorisce un controllo più efficace, grazie all'apporto di una più ampia varietà di idee e prospettive, la diversità di genere nei Consigli di amministrazione può essere interpretata come uno strumento in grado di ridurre i problemi di agenzia (Chen, Crossland e Huang, 2014; Adams e Ferreira, 2009). I risultati empirici, dunque, supportano tale che suggerisce l'esistenza di una relazione negativa tra la qualità della *corporate governance* e la politica di distribuzione dei dividendi.

4.3.5 Regressione sulla massa critica su campione intero

L'obiettivo del seguente paragrafo è testare l'**Ipotesi 4**, ossia verificare se l'impatto della *gender diversity* richieda il raggiungimento di una soglia minima per influenzare i processi decisionali del *board*. La strategia, esposta in Figura 25, si articola come segue: si eseguono tre regressioni in cui si testa rispettivamente l'influenza di una (d1), due (d2) o almeno tre (d3) donne nel Consiglio e questo blocco di tre regressioni viene replicato per tre diverse variabili dipendenti, ossia il *dividend payout*, il rapporto *dividend/asset* e il rapporto *dividend/sales*. Tutti i modelli sono stati stimati utilizzando la tecnica dei *Fixed Effects* con errori standard robusti, al fine di controllare per l'eterogeneità non osservata a livello di impresa.

Per cominciare, nel primo blocco (Modello 1, 2 e 3) la variabile dipendente testata è il *dividend payout*. Il coefficiente della prima colonna, che descrive l'influenza di una donna risulta essere positivo e non significativo; al contrario, i coefficienti riferiti a due o almeno tre donne, assumono segno negativo, ma anche essi continuano a non acquisire significatività statistica. Dunque, queste prime tre specificazioni suggeriscono che la mera composizione del *board* non sia una determinante primaria nel definire la percentuale di utile da distribuire, la quale sembra invece rispondere a logiche puramente economiche. A conferma di ciò, si osserva che i

driver sono i fondamentali finanziari e le caratteristiche di *governance* tradizionale. Infatti, il ROA mostra un impatto positivo e fortemente significativo ($p\text{-value} < 0,001$), indicando che la disponibilità di utili è la preconditione essenziale per il *payout*. Parallelamente, le opportunità di investimento presentano un segno positivo, suggerendo che le imprese utilizzino il dividendo come segnale di qualità verso il mercato. La leva finanziaria (*leverage_fin*) esercita una pressione negativa costante e significativa ($p\text{-value} < 0,001$), evidenziando come l'indebitamento limiti la capacità distributiva dell'impresa. Tra le variabili di *governance* risultano significativo la *tenure* del CEO, positivamente correlata, e la concentrazione proprietaria, negativamente correlata.

Risultati simili si osservano nel Modello 4, 5 e 6, che utilizzano come variabile dipendente il *dividend/sales*. Difatti, le variabili di interesse non assumono in nessun caso significatività statistica. Per quanto concerne le variabili di controllo, si osserva uno scenario simile a quello sopra descritto; l'unica eccezione è rappresentata dalla *tenure* del CEO, che perde significatività in queste tre specificazioni.

Di particolare interesse sono, invece, i risultati mostrati nei Modelli 7, 8 e 9, che utilizzano come variabile dipendente il *dividend/asset*. In particolare, nella prima colonna, dove si testa l'influenza di una sola donna, il coefficiente riferito a $d1$ è prossimo allo zero e risulta non significativo. Allo stesso modo, nella seconda colonna, dove si verifica l'effetto di due donne, si osserva un coefficiente $\beta = 0.001$: anche esso è, dunque, prossimo allo zero e privo di significatività statistica. Al contrario, nella terza colonna ($d3$), il coefficiente diventa negativo ($\beta = -0.0042$) ed è altamente significativo ($p < 0.01$). Questo dimostra che solo quando si raggiunge la soglia di almeno 3 donne, il *board* cambia comportamento: l'effetto è una riduzione dei dividendi, confermando la tesi della maggiore prudenza finanziaria e del monitoraggio più severo. Si noti, inoltre, come tutte le variabili di controllo finanziarie sono significative all'1%. In particolare, si osserva una correlazione positiva con il ROA e le opportunità di investimento; al contrario, la correlazione è

negativa con il rischio d'impresa, la dimensione aziendale e la leva finanziaria. Per quanto riguarda le variabili di controllo relative alla *governance*, solo la concentrazione di proprietà risulta avere un coefficiente statisticamente significativo, ma il suo valore è prossimo allo zero. I risultati empirici, dunque, forniscono un solido supporto alla teoria della massa critica: la sola presenza di una o due donne nel Consiglio di amministrazione non produce effetti statisticamente rilevanti sulla politica dei dividendi. Tale evidenza suggerisce che, in presenza di una rappresentanza femminile ridotta, le amministratrici potrebbero trovarsi in una condizione di *tokenismo*, dove la loro capacità di influenzare le decisioni strategiche è limitata dalla cultura dominante del gruppo: infatti, se le donne sono poche, vengono spesso percepite come figure simboliche (*token*), la cui voce è marginalizzata dalle dinamiche comunicative sfavorevoli. In questo stadio, il contributo delle donne in termini di monitoraggio e avversione al rischio viene neutralizzato dalla pressione al conformismo, impedendo che la diversità si traduca in un cambiamento effettivo delle politiche di *payout*. Al contrario, quando il numero di amministratrici arriva almeno a tre, esse acquisiscono capacità di influire sulle decisioni, permettendo alla componente femminile di esercitare un monitoraggio più incisivo e di promuovere una gestione della liquidità più prudente. Questo risultato conferma che l'impatto della *gender diversity* non è lineare, bensì subordinato al raggiungimento di una massa critica capace di alterare le dinamiche relazionali e decisionali interne al *board*.

Figura 25: Regressione sulla massa critica su campione totale

Variable	Div_payout(M1)	Div_payout(M2)	Div_payout(M3)	Div_sales(M4)	Div_sales(M5)	Div_sales(M6)	Div_asset(M7)	Div_asset(M8)	Div_asset(M9)
d1	0.0200 (0.96)			-0.000174 (-0.08)			0.00111 (0.88)		
d2		-0.00873 (-0.41)			0.00101 (0.44)			0.000732 (0.62)	
d3			-0.0112 (-0.60)			-0.00343 (-1.51)			-0.00421*** (-3.63)
ROA	0.470*** (3.56)	0.469*** (3.57)	0.465*** (3.53)	0.0702*** (3.93)	0.0722*** (3.93)	0.0699*** (3.91)	0.0513*** (4.88)	0.0512*** (4.84)	0.0421*** (3.63)
firm_size	-0.0497* (-2.37)	-0.0539* (-2.55)	-0.0498* (-2.33)	-0.00883** (-3.06)	-0.00827** (-3.01)	-0.00711** (-2.77)	-0.00945** (-3.95)	-0.00946** (-3.97)	-0.00805** (-3.62)
firm_risk	-0.0837 (-1.53)	-0.0656 (-1.64)	-0.0754 (-1.52)	-0.00305 (-0.83)	-0.00269 (-0.81)	-0.00331 (-0.64)	-0.00922 (-3.92)	-0.00997 (-3.97)	-0.00859 (-3.45)
leverage_fin	-0.0176*** (-3.45)	-0.0175*** (-3.38)	-0.0174*** (-3.38)	-0.00162*** (-3.86)	-0.00161*** (-3.77)	-0.00167*** (-4.03)	-0.00134*** (-4.18)	-0.00133*** (-4.09)	-0.00140*** (-4.46)
inv_opport-y	0.0165** (3.03)	0.0161** (2.96)	0.0162** (3.02)	0.00319*** (4.55)	0.00319*** (4.57)	0.00324*** (4.63)	0.00258*** (4.38)	0.00258*** (4.41)	0.00264*** (4.49)
board_size	0.00419 (0.78)	0.00441 (0.81)	0.00496 (0.90)	-0.000252 (-0.31)	-0.000226 (-0.27)	-0.000112 (-0.14)	0.0000733 (0.16)	0.0000953 (0.20)	0.000250 (0.53)
ceo_tenure	0.00282* (2.24)	0.00276* (2.17)	0.00282* (2.22)	0.000146 (1.09)	0.000156 (1.16)	0.000183 (1.36)	0.000095 (1.06)	0.0000985 (1.07)	0.000141 (1.61)
ceo_chairman	-0.0437 (-1.37)	-0.0377 (-1.27)	-0.0410 (-1.45)	-0.000089 (-0.25)	-0.000183 (-0.28)	-0.000221 (-0.48)	0.000118 (0.09)	0.000037 (0.05)	-0.000460 (-0.46)
ownership_-n	-0.00210** (-2.67)	-0.00209** (-2.69)	-0.00208* (-2.54)	-0.000222* (-2.15)	-0.000221* (-2.13)	-0.000208* (-2.01)	-0.000140 (-1.97)	-0.000139 (-1.93)	-0.000122 (-1.73)
_cons	0.673*** (4.54)	0.707*** (4.94)	0.670*** (4.30)	0.0857*** (4.13)	0.0849*** (4.14)	0.0764*** (3.94)	0.0786*** (4.95)	0.0783*** (5.05)	0.0678*** (4.52)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	1588	1588	1588	2221	2221	2221	2222	2222	2222
N firms	146	146	146	171	171	171	171	171	171
R-sq	0.053	0.052	0.052	0.065	0.065	0.068	0.152	0.152	0.164

t statistics in parentheses *** p < 0.01; ** p < 0.05; * p < 0.10

4.4 Regressioni su sottocampione di imprese private

Al fine di garantire la robustezza dei risultati e isolare l'effetto della diversità di genere dalle dinamiche di intervento pubblico, l'analisi procede con una regressione focalizzata esclusivamente sul sottocampione delle imprese private. Questa distinzione risulta necessaria per eliminare le potenziali distorsioni derivanti dalle imprese a partecipazione statale, le cui politiche di dividendi rispondono spesso a obiettivi di politica fiscale o necessità di bilancio governativo piuttosto che di ottimizzazione dell'efficienza finanziaria. Nelle imprese private, infatti, lo scopo primario è solitamente la massimizzazione del valore per gli azionisti o la crescita aziendale. Inoltre, queste ultime devono gestire la cassa con maggiore prudenza, poiché non godono di garanzie governative che le rende meno esposte al rischio di fallimento. Infine, un'altra ragione valida per isolare il sottocampione delle imprese private è rappresentata da quanto segue: in queste ultime, i problemi di agenzia si manifestano spesso tra soci di maggioranza e minoranza, oltre che tra azionisti e *manager*; mentre nelle imprese statali le divergenze insorgono anche tra politici e proprietari d'impresa. Dunque, isolare le imprese private permette di testare l'ipotesi di ricerca in un contesto di *governance*, dove le decisioni di allocazione del capitale sono guidate esclusivamente da logiche di mercato, vincoli di bilancio stringenti e una diretta mitigazione dei costi di agenzia tra azionisti e *management*.

Per effettuare questa analisi, è stato *in primis* estrapolato dal campione il sottocampione di imprese private, utilizzando la variabile binaria *state_own* presente nel *database*: essa assume valore 1 quando la proprietà appartiene allo Stato e 0 altrimenti. Così facendo, si riscontra che l'86% del totale delle aziende è di proprietà privata, mentre il 14% a partecipazione statale (Figura 26). Tali numeri riflettono appieno il contesto italiano di riferimento, nel quale la proprietà privata e soprattutto quella familiare assumono un ruolo rilevante.

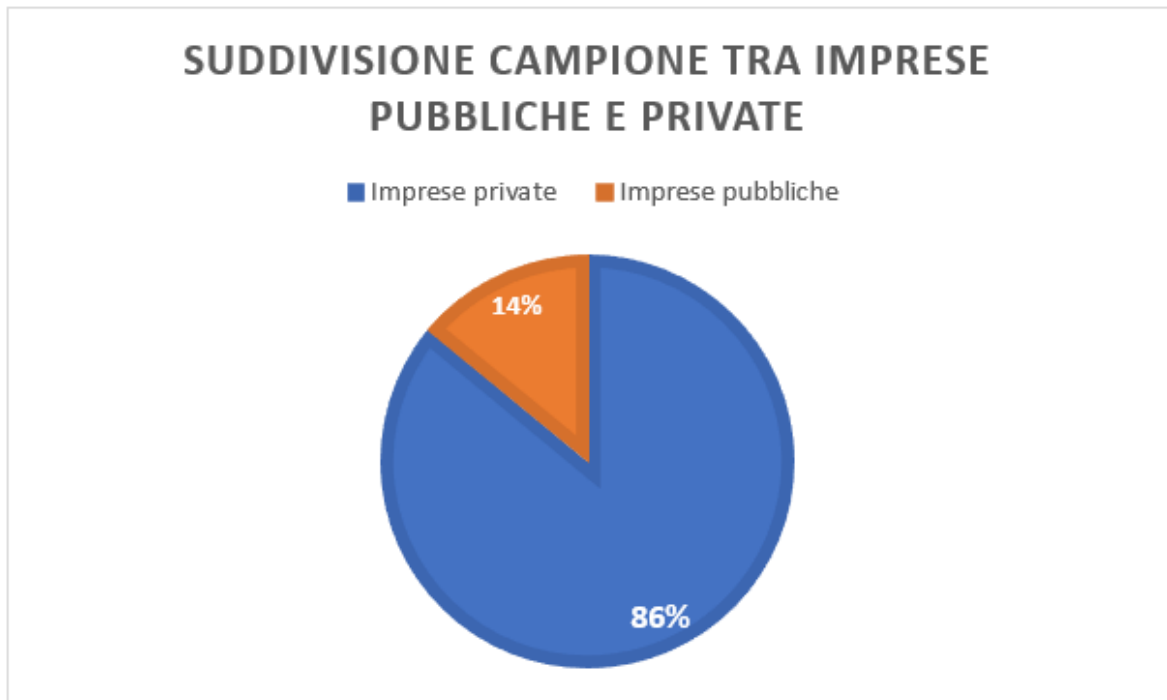


Figura 26: Grafico suddivisione del campione

La strategia econometrica è stata, quindi, articolata in sei modelli di regressione, ciascuno dei quali è stato replicato per tre differenti variabili dipendenti: il *dividend payout*, il rapporto *dividend/sales* e il rapporto *dividend/asset*. In particolare, i primi tre modelli analizzano la natura della partecipazione: il primo testa l'impatto della percentuale totale di donne nel *board* (*per_fem*); il secondo isola l'effetto delle donne con carica esecutiva (*per_fex*); il terzo si concentra sulle amministratrici indipendenti (*per_find*). Gli ultimi tre modelli, invece, sono dedicati al test della massa critica e utilizzano variabili *dummy* per verificare se l'influenza sulla politica dei dividendi scatti rispettivamente al raggiungimento della presenza di una, di due o di almeno tre donne.

4.4.1 Regressione con *Dividend Payout* su imprese private

La prima strategia empirica adottata, illustrata in Figura 27, utilizza come variabile dipendente il *dividend payout*.

Dall'analisi dei risultati emerge un dato uniforme: i coefficienti delle prime tre variabili di interesse relative alla presenza femminile presentano un segno negativo; tuttavia, essi non raggiungono la significatività statistica. Anche l'analisi della massa critica conferma questa tendenza: né la presenza di una singola donna né il raggiungimento di un gruppo più numeroso sembrano in grado di spostare significativamente la quota di utile destinata ai dividendi. In aggiunta a ciò, è necessario sottolineare come la presenza di una singola donna sembrerebbe avere un impatto positivo sulla distribuzione dei dividendi ($\beta = 0,02$), ma al raggiungimento della soglia di due donne il coefficiente assume segno negativo, evidenziando il comportamento conservativo delle amministratrici donne. A differenza delle variabili di genere, i fondamentali finanziari emergono come gli effettivi *driver* della politica di *payout* delle imprese private. La redditività (ROA) presenta un coefficiente positivo e altamente significativo ($p < 0.001$): infatti, come previsto dalla letteratura, la capacità di generare utili è il presupposto fondamentale per incrementare la quota di utili distribuita. La leva finanziaria (*leverage_fin*) mostra una relazione negativa e molto significativa: le imprese più indebitate tendono a ridurre drasticamente il *payout* per far fronte agli obblighi verso i creditori, privilegiando il rimborso del debito alla remunerazione dei soci. Anche le opportunità di investimento influenzano negativamente la distribuzione dei dividendi, poiché le imprese con prospettive di crescita tendono a mantenere un *payout* elevato, probabilmente per inviare un segnale di solidità e fiducia agli investitori privati (*signaling theory*). Per finire, la dimensione aziendale è negativamente correlata all'ammontare di dividendi distribuiti: ciò manifesta la preferenza a finanziare internamente i progetti aziendali. Per quanto riguarda le variabili di governo societario, in tutte e sei le specificazioni risultano significativi esclusivamente la *tenure* del CEO e la concentrazione di proprietà. La prima assume segno positivo: una maggiore anzianità del CEO nel ruolo sembra associata a politiche di *payout* più generose, forse a causa di una consolidata fiducia tra *management* e proprietà. La seconda, invece, è caratterizzata da un segno negativo:

difatti, un'elevata concentrazione del capitale nelle mani di pochi azionisti di riferimento favorisce una politica di ritenzione degli utili, riducendo la pressione sulla distribuzione immediata degli utili.

In conclusione, l'analisi del *dividend payout* evidenzia come questa specifica metrica sia estremamente sensibile ai vincoli di bilancio e alla struttura proprietaria, mentre la diversità di genere, pur mantenendo una direzione coerente con l'ipotesi di prudenza, non assume un ruolo determinante nella decisione di allocazione dell'utile, confermando i risultati ottenuti precedentemente sull'intero campione di imprese.

Figura 27: Regressione con *dividend payout* su imprese private

Variabile	Div_payout (M1)	Div_payout (M2)	Div_payout (M3)	Div_payout (M4)	Div_payout (M5)	Div_payout (M6)
per_fem	-0.0944 (0.0573)					
per_fex		-0.196 (0.308)				
per_find			-0.0673 (0.0592)			
d1				0.0200 (0.0208)		
d2					-0.00904 (0.0214)	
d3						-0.0114 (0.0187)
ROA	0.457*** (0.130)	0.469*** (0.131)	0.461*** (0.131)	0.470*** (0.132)	0.470*** (0.131)	0.465*** (0.132)
firm_size	-0.0411 (0.0208)	-0.0505* (0.0211)	-0.0453* (0.0209)	-0.0485* (0.0212)	-0.0528* (0.0206)	-0.0485* (0.0216)
firm_risk	-0.309 (0.216)	-0.358 (0.215)	-0.331 (0.215)	-0.334 (0.218)	-0.353 (0.215)	-0.333 (0.220)
leverage_fin	-0.0183*** (0.00500)	-0.0175*** (0.00520)	-0.0179*** (0.00505)	-0.0178*** (0.00512)	-0.0176*** (0.00519)	-0.0175*** (0.00514)
inv_opport~y	0.0166** (0.00537)	0.0163** (0.00542)	0.0168** (0.00539)	0.0168** (0.00543)	0.0163** (0.00543)	0.0165** (0.00536)
board_size	0.00428 (0.00537)	0.00455 (0.00539)	0.00409 (0.00531)	0.00403 (0.00538)	0.00423 (0.00549)	0.00481 (0.00551)
ceo_tenure	0.00313* (0.00128)	0.00281* (0.00128)	0.00294* (0.00127)	0.00289* (0.00127)	0.00283* (0.00129)	0.00289* (0.00128)
ceo_chairman	-0.0405 (0.0273)	-0.0371 (0.0271)	-0.0383 (0.0272)	-0.0377 (0.0278)	-0.0368 (0.0275)	-0.0393 (0.0272)
ownership_~n	-0.00192* (0.000806)	-0.00209** (0.000789)	-0.00200* (0.000808)	-0.00213** (0.000796)	-0.00212** (0.000789)	-0.00203* (0.000800)
famCEO30	-0.0169 (0.0347)	-0.0148 (0.0329)	-0.0169 (0.0341)	-0.0168 (0.0338)	-0.0173 (0.0334)	-0.0158 (0.0340)
_cons	0.631*** (0.149)	0.691*** (0.146)	0.656*** (0.149)	0.673*** (0.151)	0.707*** (0.147)	0.669*** (0.159)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	1585	1585	1585	1585	1585	1585
N firms	146	146	146	146	146	146
R-sq	0.055	0.052	0.053	0.053	0.052	0.052

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.4.2 Regressione con *Dividend/Asset* su imprese private

Al fine di testare la robustezza dei risultati ottenuti, l'analisi è stata replicata utilizzando come variabile dipendente alternativa il rapporto tra dividendi e totale attività (*div_asset*). I risultati vengono ottenuti con la stessa strategia econometrica e sono presentati in Figura 28.

In particolare, nel primo blocco (Modello 7, 8 e 9) emerge la forte significatività negativa delle variabili di interesse *per_fem* ($\beta = -0,018$) e *per_find* ($\beta = -0,017$), le quali presentano entrambe un *p-value inferiore* a 0.001. Questo indica che un incremento della quota femminile, specialmente se caratterizzato da indipendenza rispetto alla proprietà e al *management*, agisce come un freno alla distribuzione di utili. Al contrario, il Modello 8 mostra che la componente esecutiva ($\beta = -0,018$) non esercita un impatto statisticamente rilevante. Tale distinzione suggerisce che l'influenza femminile non derivi dal potere delle donne esecutive, ma dalla funzione di monitoraggio e controllo esercitata dalle consigliere esterne, le quali propendono per la ritenzione degli utili.

I risultati dei test di massa critica (Modello 10, 11 e 12) confermano che nelle imprese private non è sufficiente una presenza simbolica per alterare le strategie finanziarie: le variabili *d1* e *d2* risultano, infatti, statisticamente nulle. Solo nel Modello 12, relativo alla presenza di almeno tre donne (*d3*), il coefficiente diventa negativo e altamente significativo ($\beta = -0,004$). Questo fenomeno suggerisce che solo una rappresentanza consolidata consente alle amministratrici di superare le barriere del *tokenism* e di influenzare attivamente il *board* verso una maggiore ritenzione degli utili.

Per quanto concerne le variabili di controllo, si osserva un comportamento coerente in tutti e sei i modelli. In particolare, le variabili finanziarie risultano essere tutte statisticamente significative: la redditività (ROA) e le opportunità di investimento mantengono un legame positivo con i dividendi, mentre il rischio aziendale e il *leverage* presentano coefficienti negativi. È interessante notare come variabili di

governance tradizionali, quali la dimensione del *board* o la concentrazione proprietaria, perdano potere esplicativo di fronte alla variabile di genere, confermando quest'ultima come una determinante strutturale autonoma della politica dei dividendi. L'unica eccezione è rappresentata dalla *tenure* del CEO, che acquisisce lieve significatività nel Modello 7. È importante sottolineare che in questa analisi è stata aggiunta una nuova variabile di controllo, *famCEO30*, una *dummy* che assume valore pari a 1 se il CEO è imparentato con l'azionista di maggioranza che possiede il 30% delle azioni, 0 altrimenti. I coefficienti della suddetta variabile assumono segno negativo, ma non acquisiscono in nessun modello significatività.

Per concludere, l'analisi delle imprese private convalida e potenzia le evidenze del campione totale: la presenza femminile, in particolare quella indipendente, agisce come meccanismo di monitoraggio prudenziale contro l'eccessiva distribuzione di cassa, favorendo una gestione degli utili volta a privilegiare la solidità patrimoniale e l'autofinanziamento. Ciò conferma che la tendenza alla ritenzione degli utili non è un fenomeno contingente, ma una caratteristica strutturale legata alla presenza di donne nei *board*. Infatti, il fatto che i risultati rimangano stabili e significativi nel sottocampione privato, dove la contrazione dei dividendi risponde esclusivamente a logiche di protezione del valore aziendale, dimostra che l'effetto del genere opera indipendentemente dalle pressioni politiche.

Figura 28: Regressione con dividend/asset su imprese private

Variabile	Div asset (M7)	Div asset (M8)	Div asset (M9)	Div asset (M10)	Div asset (M11)	Div asset (M12)
per_fem	-0.01873*** (0.00361)					
per_fex		-0.01816 (0.01484)				
per_find			-0.01676*** (0.00369)			
d1				0.00013 (0.00148)		
d2					0.00071 (0.00118)	
d3						-0.00421** (0.00116)
ROA	0.05056*** (0.01011)	0.05107*** (0.01051)	0.05073*** (0.01024)	0.05123*** (0.01050)	0.05120*** (0.01058)	0.05076*** (0.01040)
firm_size	-0.00714** (0.00215)	-0.00936*** (0.00237)	-0.00772*** (0.00227)	-0.00949*** (0.00241)	-0.00951*** (0.00240)	-0.00809*** (0.00224)
firm_risk	-0.03871** (0.01258)	-0.05135*** (0.01292)	-0.04129** (0.01282)	-0.05041*** (0.01302)	-0.05020*** (0.01280)	-0.04272*** (0.01247)
leverage_fin	-0.00147*** (0.00031)	-0.00135*** (0.00033)	-0.00145*** (0.00030)	-0.00134*** (0.00032)	-0.00133*** (0.00033)	-0.00140*** (0.00031)
inv_opport~y	0.00262*** (0.00058)	0.00257*** (0.00059)	0.00269*** (0.00059)	0.00258*** (0.00059)	0.00258*** (0.00059)	0.00264*** (0.00059)
board_size	0.00009 (0.00046)	0.00008 (0.00048)	0.00002 (0.00046)	0.00007 (0.00046)	0.00009 (0.00048)	0.00024 (0.00048)
ceo_tenure	0.00017* (0.00009)	0.00010 (0.00009)	0.00014 (0.00009)	0.00010 (0.00009)	0.00010 (0.00009)	0.00014 (0.00009)
ceo_chairman	-0.00053 (0.00132)	0.00020 (0.00133)	-0.00010 (0.00127)	0.00020 (0.00134)	0.00014 (0.00136)	-0.00052 (0.00136)
ownership~n	-0.00011 (0.00007)	-0.00014 (0.00007)	-0.00012 (0.00007)	-0.00014 (0.00007)	-0.00014 (0.00007)	-0.00012 (0.00007)
famCEO30	-0.00065 (0.00153)	-0.00030 (0.00151)	-0.00078 (0.00149)	-0.00040 (0.00151)	-0.00039 (0.00151)	-0.00049 (0.00152)
_cons	0.06498*** (0.01436)	0.07860*** (0.01544)	0.06833*** (0.01498)	0.07913*** (0.01610)	0.07885*** (0.01573)	0.06834*** (0.01522)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	2219	2219	2219	2219	2219	2219
N firms	171	171	171	171	171	171
R-sq	0.177	0.153	0.167	0.152	0.152	0.164

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.4.3 Regressione con Dividend/Sales su imprese private

Al fine di validare la persistenza della relazione negativa tra *gender diversity* e politiche di distribuzione nelle imprese private, si è proceduto a un ulteriore test di robustezza, adottando come variabile dipendente il rapporto tra dividendi e fatturato (*div_sales*). Le regressioni sono ottenute con la stessa strategia econometrica e sono presentate in Figura 29.

I risultati mostrano che la diversità di genere mantiene un impatto statisticamente significativo e negativo sulla distribuzione dei dividendi anche quando rapportata

al fatturato. In particolare, la percentuale totale di donne nel board (*per_fem*) risulta significativa al 1%, indicando che *board* più diversificati tendono a trattenere una quota maggiore di utili. Coerentemente con quanto emerso nelle analisi precedenti, tale effetto è trainato principalmente dalle donne indipendenti (*per_find*), il cui coefficiente è negativo e significativo ($p\text{-value} < 0,05$), mentre la componente esecutiva (*per_fex*) non raggiunge la soglia di significatività. Questo dato rafforza l'ipotesi che le amministratrici esterne svolgano un ruolo di monitoraggio più rigoroso, orientando l'azienda verso una gestione della cassa più conservativa. È necessario evidenziare, tuttavia, che i test di massa critica non risultano statisticamente significativi in questa specifica.

Per quanto concerne le variabili di controllo di carattere finanziario si osserva quanto segue: la redditività operativa (ROA) e le opportunità di investimento mostrano coefficienti positivi e altamente significativi ($p\text{-value} < 0,001$), confermando che la distribuzione è strettamente legata alla capacità di generare valore. Al contrario, la leva finanziaria (*leverage_fin*) e la dimensione aziendale (*firm_size*) presentano una relazione negativa, indicando che imprese più indebitate o di dimensioni maggiori preferiscono limitare l'uscita di cassa per far fronte agli obblighi finanziari o per sostenere la propria struttura operativa.

Per quanto riguarda la *governance*, la concentrazione proprietaria emerge come unico fattore significativo e negativo; le altre variabili non mostrano, invece, impatti rilevanti.

Per concludere, anche per questo blocco di regressioni, eseguite isolando dal campione le imprese private, si conferma quanto detto in precedenza sul campione totale. Infatti, la presenza di amministratori di genere femminile all'interno dei Consigli si manifesta con una riduzione della distribuzione degli utili. In particolare, tale effetto della *gender diversity* è veicolato esclusivamente dalla componente indipendente del *board*, la quale esercita un monitoraggio attivo che privilegia la solidità finanziaria rispetto alla remunerazione immediata dei soci.

Risulta, invece, non significativa l'influenza delle amministratrici con ruoli *executive*.

Figura 29: Regressione Dividend/Sales con imprese private

Variabile	Div_sales (M13)	Div_sales (M14)	Div_sales (M15)	Div_sales (M16)	Div_sales (M17)	Div_sales (M18)
per_fem	-0.0200** (-2.86)					
per_fex		-0.0293 (-1.48)				
per_find			-0.0174* (-2.50)			
d1				-0.000154 (-0.07)		
d2					0.000961 (0.42)	
d3						-0.00346 (-1.56)
ROA	0.0694*** (3.88)	0.0699*** (3.92)	0.0696*** (3.91)	0.0701*** (3.93)	0.0701*** (3.93)	0.0697*** (3.91)
firm_size	-0.00655* (-2.39)	-0.00797** (-2.88)	-0.00633* (-2.49)	-0.00825** (-3.00)	-0.00821** (-2.95)	-0.00703** (-2.72)
firm_risk	-0.0194 (-0.55)	-0.0332 (-0.92)	-0.0224 (-0.62)	-0.0320 (-0.88)	-0.0314 (-0.86)	-0.0255 (-0.70)
leverage_fin	-0.00177*** (-4.33)	-0.00165*** (-3.87)	-0.00174*** (-4.29)	-0.00163*** (-3.86)	-0.00161*** (-3.77)	-0.00167*** (-4.03)
inv_opport~y	0.00323*** (4.60)	0.00318*** (4.50)	0.00330*** (4.67)	0.00318*** (4.51)	0.00318*** (4.53)	0.00323*** (4.59)
board_size	-0.000281 (-0.35)	-0.000286 (-0.35)	-0.000353 (-0.43)	-0.000299 (-0.37)	-0.000274 (-0.33)	-0.000159 (-0.20)
ceo_tenure	0.000235 (1.72)	0.000167 (1.24)	0.000204 (1.52)	0.000156 (1.14)	0.000156 (1.15)	0.000194 (1.42)
ceo_chairman	-0.000372 (-0.14)	0.000397 (0.16)	0.0000938 (0.04)	0.000418 (0.17)	0.000327 (0.13)	-0.000184 (-0.07)
ownership~n	-0.000193 (-1.88)	-0.000224* (-2.11)	-0.000204* (-1.98)	-0.000226* (-2.14)	-0.000225* (-2.11)	-0.000211* (-2.00)
famCEO30	-0.00523 (-1.25)	-0.00480 (-1.22)	-0.00535 (-1.30)	-0.00496 (-1.24)	-0.00494 (-1.23)	-0.00503 (-1.23)
_cons	0.0718*** (4.00)	0.0862*** (4.18)	0.0758*** (3.97)	0.0875*** (4.10)	0.0867*** (4.12)	0.0782*** (3.90)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	2218	2218	2218	2218	2218	2218
N firms	171	171	171	171	171	171
R-sq	0.076	0.068	0.072	0.067	0.067	0.070

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.5 Regressione sul sottocampione di imprese pubbliche

L'analisi prosegue prendendo in esame il sottocampione delle imprese partecipazione pubblica. In questo contesto, le dinamiche di distribuzione dei dividendi possono essere influenzate da obiettivi di *policy* o vincoli istituzionali diversi rispetto al settore privato.

4.5.1 Regressione con *Dividend Payout* su imprese pubbliche

I primi sei modelli, esposti in Figura 30, testano l'impatto della percentuale di donne (totali, esecutive e indipendenti) e l'effetto della massa critica sulla variabile dipendente *dividend payout*. I risultati mostrano un quadro completamente diverso da quello emerso nelle regressioni precedenti. Infatti, il ruolo ricoperto dalle donne esecutive risulta essere significativo: la corrispondente variabile presenta un coefficiente $\beta = -0,599$ con una significatività statistica estremamente elevata ($p\text{-value} < 0,001$). Questo dato potrebbe indicare che, nel settore pubblico, un incremento della presenza femminile nei ruoli esecutivi produce una riduzione della distribuzione degli utili, a differenza delle amministratrici indipendenti (*per_find*) o della presenza femminile totale (*per_fem*), che non risultano significative.

Così come era stato osservato per la stessa variabile dipendente nelle imprese private, anche nelle pubbliche le variabili *dummy* legate alla massa critica (*d1*, *d2*, *d3*) non risultano significative. Questo suggerisce che per influenzare il *dividend payout* in un'azienda pubblica non basti raggiungere un numero minimo di donne, ma sia necessario occupare posizioni di comando operativo.

Un altro aspetto rilevante è la significatività delle variabili di controllo: nessuna di esse acquisisce significatività, ad eccezione della *tenure* del CEO, che presenta un coefficiente positivo e costante: nelle imprese pubbliche, CEO con mandati più lunghi tendono a distribuire più utili. Questo può essere interpretato come un tentativo di stabilizzare il consenso tra gli azionisti, incluso lo Stato.

Figura 30: Regressione con dividend payout su imprese pubbliche

Variabile	Div_payout (M1)	Div_payout (M2)	Div_payout (M3)	Div_payout (M4)	Div_payout (M5)	Div_payout (M6)
per_fem	-0.103 (-0.68)					
per_fex		-0.599*** (-5.06)				
per_find			-0.111 (-0.63)			
d1				0.0368 (1.00)		
d2					-0.0275 (-0.53)	
d3						-0.00733 (-0.13)
ROA	-1.276 (-1.49)	-1.218 (-1.35)	-1.289 (-1.49)	-1.186 (-1.32)	-1.183 (-1.31)	-1.238 (-1.42)
firm_size	-0.106 (-1.38)	-0.139 (-1.92)	-0.109 (-1.36)	-0.132 (-1.86)	-0.138 (-1.90)	-0.133 (-1.88)
firm_risk	-0.150 (-0.28)	-0.264 (-0.54)	-0.171 (-0.33)	-0.236 (-0.48)	-0.294 (-0.58)	-0.227 (-0.38)
leverage_fin	-0.0438 (-1.73)	-0.0420 (-1.54)	-0.0433 (-1.68)	-0.0420 (-1.50)	-0.0419 (-1.57)	-0.0427 (-1.69)
inv_opport~y	0.0426 (1.98)	0.0387 (1.56)	0.0428 (2.06)	0.0369 (1.44)	0.0376 (1.52)	0.0394 (1.78)
board_size	0.0172 (0.86)	0.0173 (0.84)	0.0161 (0.81)	0.0161 (0.76)	0.0186 (0.85)	0.0177 (0.84)
ceo_tenure	0.0179** (2.94)	0.0195** (3.18)	0.0178* (2.80)	0.0193** (3.04)	0.0193** (3.24)	0.0193** (2.94)
ceo_chairman	0.0528 (0.56)	0.0611 (0.61)	0.0533 (0.57)	0.0782 (0.92)	0.0672 (0.73)	0.0589 (0.58)
ownership_~n	-0.00178 (-0.49)	-0.00105 (-0.28)	-0.00178 (-0.49)	-0.00128 (-0.34)	-0.00119 (-0.33)	-0.00117 (-0.29)
_cons	1.301 (1.67)	1.534 (1.97)	1.335 (1.69)	1.488 (1.92)	1.524 (1.97)	1.486 (2.06)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	205	205	205	205	205	205
N firms	20	20	20	20	20	20
R-sq	0.211	0.209	0.211	0.211	0.208	0.207

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.5.1 Regressione con *Dividend/asset* su imprese pubbliche

Al fine di testare la robustezza dei risultati ottenuti, l'analisi è stata replicata utilizzando come variabile dipendente alternativa il rapporto tra dividendi e totale attività (*div_asset*). I risultati vengono ottenuti con la stessa strategia econometrica e sono presentati in Figura 31

Dall'osservazione dei risultati viene confermata la non significatività della percentuale di donne totali e quella delle indipendenti, ma anche la percentuale di donne esecutive perde in questa declinazione la sua significatività. Anche il test della massa critica conferma l'assenza di un effetto soglia: il passaggio da una a tre

o più donne non genera variazioni rilevanti nella quota di utili distribuiti come dividendi. Questo suggerisce che nelle imprese pubbliche le decisioni di *payout* siano regolate da logiche di bilancio pubblico o mandati istituzionali che lasciano meno spazio alla discrezionalità legata alla composizione del *board*.

Per quanto concerne le variabili di controllo, il ROA torna ad essere significativo in tutte le specificazioni con un coefficiente positivo; la dimensione aziendale acquisisce significatività con segno negativo solo nel modello 8, 10 e 11. La leva finanziaria, contrariamente a quanto osservato nelle imprese private, nel settore pubblico non risulta significativa. Questo dato suggerisce che la pressione del debito non agisca come un vincolo stringente sulla distribuzione dei dividendi, probabilmente a causa di una percezione di minor rischio di insolvenza o di forme di garanzia implicita legate alla natura della proprietà. Le opportunità di investimento risultano significative solo nel modello relativo alle donne indipendenti, indicando una relazione generalmente debole tra prospettive di crescita e *payout* in questo sottocampione.

Le variabili di *governance* tradizionale non mostrano alcun impatto significativo. In particolare, la non significatività della concentrazione proprietaria suggerisce che, essendo lo Stato o un ente pubblico l'azionista di riferimento, la quota di possesso non influenzi la politica dei dividendi.

In conclusione, l'analisi del campione pubblico evidenzia una struttura decisionale fortemente ancorata ai risultati operativi (ROA) e la diversità di genere sembra avere un ruolo marginale rispetto al settore privato.

Figura 31: Regressione con *dividend/asset* su imprese pubbliche

Variabile	Div_asset (M7)	Div_asset (M8)	Div_asset (M9)	Div_asset (M10)	Div_asset (M11)	Div_asset (M12)
per_fem	-0.0117 (-1.78)					
per_fex		-0.0259 (-0.81)				
per_find			-0.0120 (-1.37)			
d1				0.000981 (0.54)		
d2					-0.000110 (-0.09)	
d3						-0.00323 (-1.36)
ROA	0.0621** (3.06)	0.0702* (2.78)	0.0615** (2.86)	0.0703** (2.83)	0.0700* (2.75)	0.0614* (2.51)
firm_size	-0.00786 (-1.60)	-0.0112* (-2.38)	-0.00851 (-1.75)	-0.0110* (-2.20)	-0.0113* (-2.37)	-0.00885 (-1.79)
firm_risk	-0.0221 (-0.72)	-0.0405 (-1.01)	-0.0259 (-0.95)	-0.0399 (-1.00)	-0.0401 (-0.99)	-0.0250 (-0.77)
leverage_fin	-0.00114 (-1.31)	-0.000989 (-1.11)	-0.00117 (-1.39)	-0.000977 (-1.08)	-0.000992 (-1.13)	-0.00117 (-1.33)
inv_opport^{ny}	0.00333 (2.07)	0.00277 (1.63)	0.00330* (2.19)	0.00276 (1.61)	0.00278 (1.64)	0.00316 (1.97)
board_size	-0.000467 (-0.77)	-0.000478 (-0.75)	-0.000627 (-1.02)	-0.000444 (-0.68)	-0.000460 (-0.72)	-0.000476 (-0.76)
ceo_tenure	0.00000917 (0.03)	0.000107 (0.38)	0.000000998 (0.00)	0.000106 (0.38)	0.000103 (0.37)	0.0000353 (0.12)
ceo_chairman	-0.000420 (-0.19)	0.00200 (1.00)	-0.000255 (-0.12)	0.00216 (1.09)	0.00225 (1.12)	-0.000153 (-0.06)
ownership_“n	-0.0000261 (-0.18)	0.0000273 (0.19)	-0.0000455 (-0.32)	0.0000222 (0.15)	0.0000283 (0.19)	-0.0000103 (-0.07)
_cons	0.0850 (1.82)	0.110* (2.35)	0.0929* (2.07)	0.107* (2.18)	0.110* (2.34)	0.0922 (1.94)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	298	298	298	298	298	298
N firms	23	23	23	23	23	23
R-sq	0.220	0.210	0.219	0.210	0.210	0.215

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

4.5.2 Regressione con *Dividend/asset* su imprese pubbliche

L'ultima parte dell'analisi empirica per il settore pubblico, esposta in Figura 32, prende in esame il rapporto *div_sales*.

A differenza di quanto osservato per il *dividend payout*, dove le donne *executive* mostravano un impatto rilevante, nel modello *div_sales* nessuna delle variabili di genere risulta statisticamente significativa. Anche le variabili relative alla massa critica mostrano coefficienti statisticamente non significativi, confermando che il

numero di donne nel *board* non sposta l'incidenza dei dividendi nelle imprese a partecipazione pubblica.

Anche per quanto riguarda le variabili di controllo, sia quelle finanziarie sia quelle di *governance*, non si osservano coefficienti significativi.

In sintesi, l'analisi del sottocampione su imprese pubbliche restituisce un quadro decisamente più frammentato rispetto a quello delle imprese private. Infatti, le variabili di interesse risultano prive di significatività statistica, ad eccezione delle donne esecutive nella specificazione con il *dividend payout*. La stessa discrepanza si riscontra tra le variabili di controllo. È fondamentale sottolineare che le difformità e la generale mancanza di significatività sono probabilmente riconducibili ad un limite strutturale, ossia la bassa numerosità delle osservazioni presenti nel campione. In conclusione, se nel privato la presenza femminile nel *board*, in particolare quella legata alle donne indipendenti, è una determinante strutturale di una politica dei dividendi più conservativa e prudente, nel pubblico i dati suggeriscono una maggiore staticità, probabilmente amplificata da un campione non sufficientemente ampio per catturare dinamiche più sottili.

Figura 32: Regressione su dividend/sales su pubbliche

Variabile	Div_sales (M13)	Div_sales (M14)	Div_sales (M15)	Div_sales (M16)	Div_sales (M17)	Div_sales (M18)
per_fem	-0.0126 (-0.53)					
per_fex		-0.248 (-0.95)				
per_find			-0.0199 (-0.83)			
d1				-0.00163 (-0.32)		
d2					0.00863 (1.12)	
d3						-0.000543 (-0.06)
ROA	0.516 (1.92)	0.528 (2.06)	0.511 (1.91)	0.524 (2.03)	0.514 (2.06)	0.523 (1.99)
firm_size	-0.0159 (-1.11)	-0.0193 (-1.28)	-0.0150 (-1.03)	-0.0200 (-1.24)	-0.0189 (-1.22)	-0.0192 (-1.20)
firm_risk	0.584 (1.59)	0.559 (1.45)	0.588 (1.59)	0.564 (1.47)	0.573 (1.48)	0.567 (1.48)
leverage_fin	0.00423 (1.08)	0.00445 (1.17)	0.00410 (1.05)	0.00435 (1.14)	0.00407 (1.10)	0.00435 (1.12)
inv_opport*y	0.00103 (0.28)	0.000288 (0.07)	0.00130 (0.37)	0.000494 (0.12)	0.000901 (0.22)	0.000508 (0.13)
board_size	-0.00402 (-0.87)	-0.00417 (-0.90)	-0.00429 (-0.89)	-0.00405 (-0.86)	-0.00410 (-0.90)	-0.00402 (-0.86)
ceo_tenure	0.000564 (0.77)	0.000693 (0.94)	0.000496 (0.68)	0.000662 (0.90)	0.000702 (0.95)	0.000655 (0.83)
ceo_chairman	-0.00483 (-0.32)	-0.00421 (-0.33)	-0.00608 (-0.41)	-0.00183 (-0.15)	-0.00295 (-0.23)	-0.00236 (-0.15)
ownership_n	-0.000503 (-0.99)	-0.000457 (-0.95)	-0.000566 (-1.12)	-0.000433 (-0.92)	-0.000417 (-0.86)	-0.000450 (-0.92)
_cons	0.214 (1.32)	0.241 (1.34)	0.213 (1.27)	0.244 (1.29)	0.234 (1.28)	0.237 (1.35)
Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard Errors robusti	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N obs	298	298	298	298	298	298
N firms	23	23	23	23	23	23
R-sq	0.223	0.229	0.224	0.222	0.224	0.222

t statistics in parentheses *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10

Conclusioni

Il presente lavoro di tesi si è proposto di indagare l'impatto della diversità di genere nella composizione dei Consigli di amministrazione sulle politiche di distribuzione dei dividendi. L'esperimento, condotto su un campione di aziende quotate italiane appartenenti al segmento Euronext Milan in un arco temporale compreso tra il 2000 e il 2023, ha permesso anche di osservare gli effetti strutturali introdotti dalla Legge Golfo-Mosca.

In primis, è stata confermata l'*affirmative action* della legge, manifestatasi attraverso il notevole incremento della presenza femminile, in particolare nella sua componente indipendente, all'interno dei Consigli italiani. Tuttavia, resta da colmare il *gap* nelle posizioni esecutive, le quali di rado sono occupate da membri di genere femminile.

Inoltre, contrariamente ai risultati riportati in letteratura, lo studio ha dimostrato che la diversità di genere nei *board* italiani è associata a una riduzione della distribuzione dei dividendi. Tale evidenza suggerisce che le amministratrici tendano a esercitare un monitoraggio improntato al conservatorismo finanziario: questo atteggiamento prudentiale testimonia un tratto peculiare delle donne, ossia la loro avversione al rischio, che agisce come un freno alla dissipazione degli utili, proteggendo la stabilità dell'impresa nel lungo periodo contro le incertezze di mercato. Viene, dunque, confermata la teoria della sostituzione: in un contesto di *governance* rafforzata dall'inclusione delle minoranze di genere, il dividendo non funge da strumento per segnalare affidabilità al mercato o per mitigare i costi di agenzia; al contrario, un *board* diversificato, proprio perché percepito come più efficace nel monitoraggio e nella supervisione, riduce la necessità per l'impresa di ottenere la fiducia degli investitori attraverso distribuzioni massicce di utili.

Un ulteriore contributo significativo apportato da questo lavoro riguarda la conferma della teoria della massa critica. I risultati indicano che l'influenza delle

donne sulle decisioni strategiche non è lineare e che la condizione di *tokenismo*, ossia la presenza meramente simbolica di una o due donne, non produce effetti significativi a causa delle pressioni al conformismo esercitate dal gruppo dominante. Infatti, è solo al raggiungimento di una quota di almeno tre amministratrici che la componente femminile riesce a rompere le dinamiche comunicative sfavorevoli, svolgendo un monitoraggio più incisivo e promuovendo una gestione della liquidità più prudente.

In conclusione, la Legge Golfo-Mosca non ha solo favorito un riequilibrio numerico, ma ha profondamente alterato le dinamiche decisionali delle quotate italiane, promuovendo una gestione della liquidità più oculata.

Bibliografia

- Abrardi, L., & Rondi, L. (2023). Italy. In K. Gugler & E. Peev (Eds.), *The European Corporation: Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms* (pp. 175–206). chapter, Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009244640.012>
- Adams, R. B.; Ferreira, D., 2007. A theory of friendly boards. *J. Financ*, 62, 217-250.
- Adams, Renée B., Heitor Almeida, and Daniel Ferreira. 2005. “Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance.” *Review of Financial Studies*, 18(4): 1403–32.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the *boardroom* and their impact on *governance* and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of *boards* of directors in corporate *governance*: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- Adams, R.B., Kirchmaier, T., 2016. Women on *boards* in finance and STEM industries. *Am. Econ. Rev.* 106, 277–281.
- Ahern, K.R., Dittmar, A.K., 2012. The changing of the *boards*: the impact on firm valuation of mandated female *board* representation. *Q. J. Econ*
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Zhao, J., & Xiang, L. (2021). *Board* gender diversity and dividend policy in Chinese listed firms. *SAGE Open*, 11(1). <https://doi.org/10.1177/2158244021997807>
- Alikaj, A. & Limaye, A. (2021). *The Impact of Legal Systems on Dividend Payments*. *Studies in Business and Economics*, 16(1), 5–11. <https://doi.org/10.2478/sbe-2021-0001>
- Baker, M. P., & Wurgler, J. A. (2003). A catering theory of dividends (NBER Working Paper No. 9542). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w9542>
- Becker, G. S. (1964). *Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- BERNARDI, R.A. and ARNOLD, D.F., SR. (1997), An Examination of Moral Development within Public Accounting by Gender, Staff Level, and Firm*. *Contemporary Accounting Research*, 14: 653-668. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1997.tb00545.x>
- Bianco, M., Ciavarella, A., & Signoretti, R. (2011). *Women on boards in Italy*. Consob. <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf70.pdf/92de8d75-ea5b-4d0e-aeac-6b91ef866ebc>
- Bianco, M., A. Ciavarella and R. Signoretti (2015), Women on Boards in Italy: The role of family connections, *Corporate Governance: An International Review*, 23 (2), 129–144
- Bruno, G. S. F., Ciavarella, A., & Linciano, N. (2018). Diversità di genere nei Consigli di amministrazione e performance delle società quotate in Italia. *Consob, Quaderni di Finanza – Documenti di lavoro*, n. 85.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the *boardroom* and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Carter, D. A., D’Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of U.S. *boards* and *board* committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Chen, G., Crossland, C., & Huang, S. (2014). Female *board* representation and corporate acquisition intensity. *Strategic Management Journal*, 37(2), 303–313.
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of *board* gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86-105. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>
- Chen, J., Leung, W. S., Song, W., & Goergen, M. (2019). *Why female board representation matters: The role of female directors in reducing male CEO overconfidence*. *Journal of Empirical Finance*, 53, 70-90. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.06.002>
- Datta, S., Doan, T., & Toscano, F. (2021). Top executive gender, board gender diversity, and financing decisions: Evidence from debt structure choice. *Journal of Banking & Finance*, 125, 106070.
- Deriu, P., Ciavarella, A., Della Libera, E., Di Stefano, G., Pierantoni, L., Signoretti, R., & Frasca, E. (2024). *Rapporto 2023 sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Roma: Consob. <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/rcg2024>
- Deriu, P., Picco, F., Ciavarella, A., Della Libera, E., Di Stefano, G., Pierantoni, L., & Signoretti, R. (2025, 3 luglio). *Rapporto 2024 sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Roma: Consob

- Eagly, A.H., Carli, L.L., 2003. The female leadership advantage: an evaluation of the evidence. *Leadersh. Q.* 14 (6), 807-834.
- Easterbrook, F. H. (1984), 'Two agency-cost explanations of dividends,' *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Faccio, M., M.T., Marchica and R. Mura (2016), CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation, *Journal of Corporate Finance*, 39(8), 193-209
- Fama, E.F., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *J. Polit. Econ.* 88, 288-307.
- Flabbi, L., Macis, M., Moro, A. and Schivardi, F. (2018) Do female executives make a difference? The impact of female leadership on gender gaps and firm performance, Working Paper.
- Gordini, N. e E. Rancati (2017), Diversità di genere nei consigli di amministrazione italiani e performance finanziaria aziendale, *Management Research Review* 40(1), 75-94, <https://doi.org/10.1108/>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.
- Gul, F.A., Srinidhi, B., Ng, A.C., 2011. Does *board* gender diversity improve the informativeness of stock prices? *J. Account. Econ.* 51, 314-338.
- Hambrick, D.C., Mason, P.A., 1984. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Acad. Manag. Rev.* 9 (2), 193-206.
- Haslam, S. A., Ryan, M. K., Kulich, C., Trojanowski, G., & Atkins, C. (2010). *Investing with prejudice: The relationship between women's presence on company boards and objective and subjective measures of company performance.* *British Journal of Management*, 21(2), 484-497. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00670.x>
- Hermalin, Benjamin E. 2005. "Trends in Corporate Governance." *Journal of Finance*, 60(5): 2351-84.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in the *boardroom*: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6), 747-763. <https://doi.org/10.1177/014920630202800603>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Huang, J. and D. Kisgen (2013), Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives, *Journal of Financial Economics* 10, 822-839
- Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT). (2024, 1 Luglio). Livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2023. ROMA: ISTAT.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: *managerial* behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate *governance* quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation.* New York, NY: Basic Books.
- Kim, H., Lim, C., 2010. Diversity, outside directors and firm valuation: korean evidence. *J. Bus. Res.* 63 (3), 284-291.
- Konrad, A. M., Kramer, V. W., & Erkut, S. (2008). Critical mass: The impact of three or more women on corporate *boards.* *Organizational Dynamics*, 37(2), 145-164. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.005>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320.
- Mace, Myles L. 1971. *Directors: Myth and Reality.* Boston: Harvard Business School Press.
- Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *J. Financ. Econ.* 89, 20-43.
- Matsa, David A., and Amalia R. Miller, 2013, A female style in corporate leadership? Evidence from quotas, *American Economic Journal: Applied Economics* 5, 136-169.

- Miller, T., & del Carmen Triana, M. (2009). Demographic diversity in the *boardroom*: Mediators of the *board* diversity–firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755–786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Milliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, 21(2), 402–433. <https://doi.org/10.5465/amr.1996.9605060217>
- Mrad, M., & Kacem, M. (2024). The impact of gender diversity on dividend distribution policy for French BF companies: a panel quantile regression approach. *Corporate Governance*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2024-0026>
- Nguyen, D.D.L., Hagendorff, J., Eshraghi, A., 2015. Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements. *Corp. Gov.: Int. Rev.* 23 (2), 112-128.
- Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane. (2021, 8 marzo). *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*. Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/chiamo/provvedimenti/accordi-vari/20210308_Osservatorio.pdf
- Perna, G., Varriale, L., & Briganti, P. (2019). Gender diversity in *Corporate Governance*: organizational implications of regulations for company performance in Italy. *New challenges in Corporate Governance: Theory and Practice*, 449-461. https://doi.org/10.22495/ncpr_53
- Pfeffer, J., & Salancik, J. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York, NY: Harper & Row.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2015). The *board* of directors and dividend policy: the effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523-547. <https://doi.org/10.1093/icc/dtv040>
- Rasmussen, J. L. and M. Huse: 2011, 'Corporate Governance in Norway: Women Directors and Employee Elected Board Members', in C. Mallin (ed.), *International Corporate Governance* (Elgar, Cheltenham), pp. 121-146.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, β and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of *board* gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113.
- Sapienza, P., Zingales, L., & Maestripieri, D. (2009). Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 106(36), 15268-15273. <https://doi.org/10.1073/pnas.0907352106>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Schwizer, P. G., Soana, M. G., & Cucinelli, D. (2012). *I vantaggi della board diversity: un'analisi empirica sul mercato italiano*. *Bancaria*, (3), 24-36.
- Singer, P., & Sirianni, C. A. (2013). *La corporate governance. Elementi di teoria e profili operativi*. Giappichelli. ISBN 9788834878019.
- Singh, V., Terjesen, S., Vinnicombe, S., 2008. Newly appointed directors in the boardroom: how do women and men differ? *Eur. Manag. J.* 26 (1), 48-58.
- Smith, W. S., Jr., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320–337. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x>
- Varriale, L., Buonocore, F., & Ferrara, M. (2016). Insights and challenges from Italian regulations for women employment and career adv
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does *board* gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of corporate finance*, 58, 1-26. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>

Sitografia

1. <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2381/oj>