



**Politecnico
di Torino**

POLITECNICO DI TORINO

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

Tesi di Laurea di II livello

**Diversità di genere nella struttura del
Consiglio di Amministrazione e relativa
influenza sulla struttura del capitale delle
imprese**

Relatrice:
Prof.ssa Rondi Laura

Candidata:
Emanuela Previtero

Anno accademico 2025-2026

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. LA PARTECIPAZIONE FEMMINILE NEL MONDO DEL LAVORO.....	4
1.1 INQUADRAMENTO GENERALE DEL CONTESTO: DEFINIZIONE DI GENDER GAP	4
1.2 DONNE NELLE IMPRESE: POSIZIONI DI LEADERSHIP E CONCETTO DI GLASS CEILING	6
2. CONTESTO ISTITUZIONALE	9
2.1 BORSA ITALIANA	9
2.1.1 <i>Cenni storici</i>	9
2.1.2 <i> Mercati finanziari odierni</i>	12
2.2 SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO DELLE SOCIETÀ QUOTATE	14
2.3 IL CONCETTO DI <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	15
2.3.1 <i> Il Codice Preda</i>	16
2.4 PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE	17
2.5 IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	21
2.5.1 <i>Eterogeneità: gli effetti positivi nel Consiglio di Amministrazione</i>	21
2.6 VERSO LA ROTTURA DEL GLASS CEILING: INTRODUZIONE DELLE QUOTE ROSA....	23
2.6.1 <i> Il contesto europeo</i>	24
2.6.2 <i> Il contesto italiano: la legge Golfo-Mosca</i>	25
2.6.3 <i> Gli effetti della Legge: panoramica della presenza femminile prima e dopo</i> .	27
3. LE DONNE NEI BOARD E GLI EFFETTI DELLA LORO PRESENZA	32
3.1 LE DONNE E L'AVVERSIONE AL RISCHIO	32
3.2 LE DONNE E LA PERFORMANCE	34
3.3 LA TEORIA DELL'AGENZIA.....	37
3.4 LE DONNE COME MECCANISMO DI <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	43
3.5 LA TEORIA DELLA DIPENDENZA DELLE RISORSE	46
3.6 LA TEORIA DEL TOKENISMO E LA MASSA CRITICA.....	48
4. LA STRUTTURA DEL CAPITALE DELLE IMPRESE E LE RELATIVE TEORIE.....	52
4.1 MODIGLIANI-MILLER I: TEORIA DELL'IRRILEVANZA DELLA STRUTTURA DEL CAPITALE.....	53
4.2 MODIGLIANI-MILLER II: L'EFFETTO DELLA TEORIA DELLE IMPOSTE SULLE SOCIETÀ 54	
4.3 TEORIA DEL <i>TRADE-OFF</i>	55
4.4 TEORIA DEL <i>PECKING ORDER</i>	57
4.5 TEORIA DEL <i>MARKET TIMING</i>	59
4.6 TEORIA DEL COSTO DELL'AGENZIA E RUOLO DISCIPLINANTE DEL DEBITO	61
5. L'INFLUENZA DELLE DONNE SULLA STRUTTURA DEL CAPITALE: EVIDENZE EMPIRICHE	63
6. ANALISI EMPIRICA	76
6.1 RILEVANZA DELLA RICERCA	76
6.2 DESCRIZIONE CAMPIONE, VARIABILI E IPOTESI UTILIZZATE	77
6.2.1 <i> Dataset e fonti utilizzate</i>	77

6.2.2	<i>Definizione delle variabili</i>	79
6.2.3	<i>Ipotesi elaborate</i>	83
6.2.4	<i>Statistiche descrittive</i>	86
6.2.5	<i>Test della differenza delle medie</i>	93
6.3	REGRESSIONI	97
6.3.1	<i>Metodologia econometrica</i>	97
6.3.2	<i>Regressioni con il market leverage</i>	98
6.3.3	<i>Regressioni con il rapporto di indebitamento finanziario</i>	104
6.3.4	<i>Regressioni con il debt to asset ratio</i>	108
6.3.5	<i>Regressioni sulla massa critica</i>	112
6.3.5.1	Market leverage	112
6.3.5.2	Rapporto di indebitamento finanziario	116
6.3.5.3	Debt to asset ratio	120
6.3.6	<i>Differenze tra imprese pubbliche e private</i>	123
6.3.7	<i>Analisi sulle imprese private</i>	129
6.3.7.1	Market leverage	129
6.3.7.2	Rapporto di indebitamento finanziario	134
6.3.7.3	Debt to asset ratio	137
6.3.7.4	Massa critica	140
6.3.8	<i>Analisi sulle imprese pubbliche</i>	148
6.3.8.1	Market leverage	148
6.3.8.2	Rapporto di indebitamento finanziario	152
6.3.8.3	Debt to asset ratio	156
6.3.8.4	Massa critica	160
6.3.9	<i>Analisi aggiuntiva: confronto tra pre e post Legge Golfo-Mosca</i>	169
6.3.9.1	Campione complessivo	169
6.3.9.2	Imprese private	175
6.3.9.3	Imprese pubbliche	180
	CONCLUSIONI	185
	BIBLIOGRAFIA	187
	SITOGRAFIA	194

Introduzione

Il pregiudizio nei confronti del genere femminile possiede origini antiche e persiste nella società odierna, in particolare in quella italiana, sebbene in forme meno esplicite rispetto al passato. Storicamente, le donne sono state escluse dal mondo del lavoro poiché non considerate adatte a professioni di rilievo o a ruoli di responsabilità. Tuttavia, negli ultimi decenni, sono stati compiuti passi in avanti nell'ottenimento di pari diritti e opportunità per uomini e donne. Tale processo, che ha preso gradualmente inizio nella società, si è poi esteso nel mondo delle organizzazioni aziendali, per le quali il tema della diversità di genere ha acquisito una rilevanza sempre maggiore. Le ragioni risiedono nell'importanza e nel valore sociale della *gender diversity*, insieme con le conseguenze economico-finanziarie che essa può generare e di cui le imprese possono giovare.

In particolare, dagli anni Novanta a oggi è emersa una tendenza crescente nell'attenzione rivolta alla composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA), diventata oggetto di intensi dibattiti accademici e politici. Essa è considerata un elemento di fondamentale importanza nella vita di un'impresa: una maggiore eterogeneità all'interno del *board*, sia essa di genere, conoscenze, competenze e idee, è valutata positivamente ed è associata a benefici sia organizzativi sia economici. Tali aspetti hanno spinto numerosi Paesi a valutare l'introduzione di misure legislative, con l'obiettivo di promuovere la parità di genere nelle posizioni aziendali apicali. A tal proposito, in Italia, nel 2011 è intervenuta la cosiddetta Legge Golfo-Mosca (L. 120/2011) che ha segnato un punto di svolta in un contesto in cui la presenza femminile era fortemente limitata da una cultura conservatrice e sessista.

L'imposizione di quote di genere nei Consigli di Amministrazione delle società quotate ha permesso, nel corso degli anni, l'analisi degli effetti concreti della partecipazione del genere meno rappresentato. Ciò ha contribuito a una crescente comprensione dei meccanismi attraverso cui la *gender diversity* può influenzare il processo aziendale di *decision making* e dunque gli *outcome* delle imprese.

La presente tesi si propone di studiare la presenza e il ruolo delle donne nei Consigli di Amministrazione delle società quotate nel mercato **Euronext Milan**; l'attenzione è rivolta su come la diversità di genere possa influenzare le scelte di **struttura finanziaria** delle imprese. Questo aspetto è uno dei più dibattuti nella letteratura economica-finanziaria,

vista la sua importanza e la sua influenza sulla crescita, sul valore e sulla sopravvivenza aziendale; tuttavia, è relativamente poco esplorato in relazione alla presenza femminile nel *board*. Per effettuare l'analisi, si prende in esame un arco temporale che va dal 2000 al 2023: l'ampiezza di 23 anni permette di valutare l'impatto della Legge Golfo-Mosca nella sua interezza e di osservare anche l'influenza femminile prima e dopo la sua introduzione.

Per cominciare, nel capitolo 1, è effettuata una panoramica del contesto globale, oltre che europeo ed italiano, della partecipazione delle donne nel mondo del lavoro. Un *focus* particolare è posto sulla presenza limitata del genere femminile nelle posizioni di *leadership* economica, esplorando il concetto di *glass ceiling* e i relativi pregiudizi sociali che hanno portato alla creazione di questo fenomeno (Taparia & Lenka, 2022; Eagly & Karau, 2002).

Nel capitolo 2, viene esplorato il contesto istituzionale italiano, con attenzione rivolta alla configurazione del mercato borsistico, alla struttura degli organi di amministrazione e controllo, all'assetto proprietario delle società quotate e ai principi di *Corporate Governance* previsti in Italia (Abrardi & Rondi, 2023). Inoltre, sono esposte le principali normative europee riguardo il tema della *gender diversity* nei Consigli di Amministrazione (Bennouri, et al. 2020; Comi, et al., 2017; Bertrand, et al. 2019; Maida & Weber, 2019), con particolare riguardo per le quote di genere italiane (Legge Golfo-Mosca e Legge per il bilancio 2020) e i relativi effetti sulla composizione dell'organo amministrativo (Maida & Weber, 2019; Bruno, et al., 2018; Gamba & Goldstein, 2009).

Il capitolo 3 si concentra sull'analisi dell'impatto che le donne possono avere nel Consiglio di Amministrazione. Nel dettaglio, è stata prima effettuata una panoramica delle principali differenze comportamentali tra uomini e donne, che giustificano lo studio dell'influenza femminile nei *board* (Sapienza et al., 2009; Eagly et al., 2000; Hoang et al., 2019; Byrnes et al., 1999; Chen et al., 2019). A questo punto, si è passati alla rassegna dei risultati empirici ottenuti in vari ambiti della vita aziendale: impatto sulla *performance* e sulla *governance* (Bennouri et al., 2018; Post & Byron, 2015; Carter et al., 2010; Adams & Ferreira, 2009; Ain et al., 2020; Adams, et al., 2010; Hermalin & Weisbach, 2003; Hillman et al., 2002) ed effetti del numero di donne nei *board* (Kramer et al., 2006; Terjesen et al., 2009).

Nel capitolo 4, è stata effettuata una rassegna delle principali teorie riguardanti la struttura del capitale, ossia l'argomento di interesse dello studio. In particolare, sono state

evidenziate le ragioni per le quali è un elemento chiave della vita di un'impresa e come essa influisce sul valore aziendale (Abate & Kaur, 2023).

Il capitolo 5 presenta una rassegna dei risultati empirici ottenuti nei precedenti studi sul nesso tra gender *diversity* e composizione delle fonti di finanziamento. Si è proceduto quindi con un'analisi dettagliata delle metodologie econometriche e delle evidenze empiriche, le quali non risultano univoche. La letteratura mette in luce sia una correlazione positiva (Ahmed e Atif, 2020; Angsoyiri et al., 2025) sia negativa (González-Ruiz et al., 2025; Hernandez-Nicolas et al.; 2015; Alves et al., 2015; Ezeani et al., 2023; García e Herrero, 2021) sia non esistente (Detthamrong et al., 2017).

Infine, il capitolo 6 contiene l'esposizione del contributo sperimentale del presente elaborato. Qui, saranno esposte le caratteristiche del campione utilizzate, le variabili prese in analisi con le relative statistiche descrittive e i risultati ottenuti con le regressioni.

1. La partecipazione femminile nel mondo del lavoro

1.1 Inquadramento generale del contesto: definizione di gender gap

Con l'espressione "**gender gap**" si fa riferimento al divario esistente tra uomini e donne in ambito sociale, politico ed economico, in termini di diritti, remunerazione, benefici e opportunità (Commissione Europea, 1998). Esso possiede radici antiche e resiste al giorno d'oggi a causa del permanere di manifestazioni di discriminazione e sperequazione sociale. Per misurare tale fenomeno, uno dei principali indici utilizzati è il *Global Gender gap Index*, il quale classifica 148 Paesi del mondo, tra cui l'Italia, assegnando a ognuno un punteggio su una scala da 0 (disparità) a 1 (parità). L'analisi verte su quattro aree di interesse: partecipazione e opportunità economiche, emancipazione politica, livello di istruzione e salute.

Nel 2025, i risultati ottenuti a livello globale non sono rassicuranti: il divario di genere è stato colmato per un valore del 68,8%, con una previsione di chiusura definitiva dello stesso tra ben 123 anni (World Economic Forum, 2025). Come mostrato in *Figura 1*, questo esito rappresenta una sintesi dei punteggi realizzati nelle quattro aree sopra esposte, ma analizzandole separatamente, i valori variano significativamente. Mentre la parità può essere considerata quasi raggiunta in ambito di livello di istruzione e salute, maggiore preoccupazione destano i sottoindici di emancipazione politica (22,9%) e partecipazione e opportunità economiche (61%).

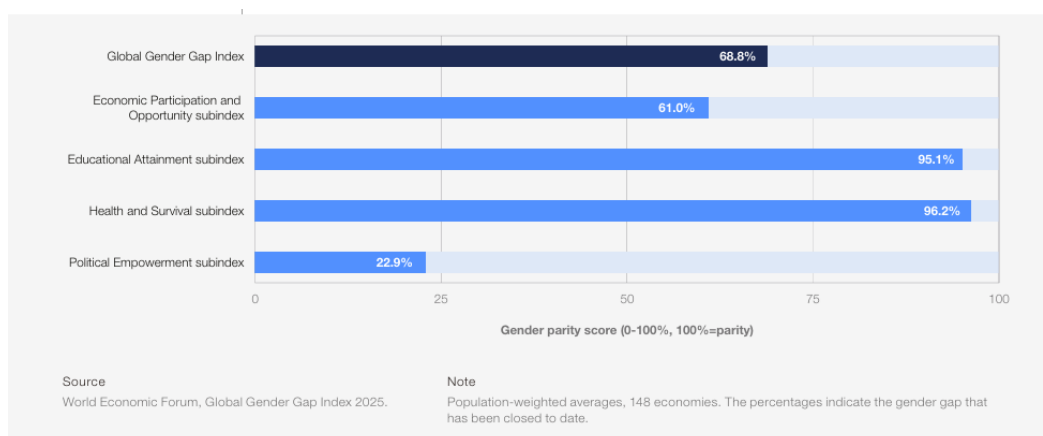


Figura 1: Risultati Global Gender Gap Index per sottoindici

Focalizzando l'attenzione su quest'ultimo, nel 2024, la partecipazione femminile al mondo del lavoro, a livello globale, ha raggiunto il 46,4%, rispetto al 69,5% di quella maschile. Si nota subito la differenza occupazionale presente, nonostante i miglioramenti avvenuti a partire dal 1991, che l'hanno portata da 27,1 punti percentuali iniziali ai 23,1 odierni (International Labour Organization 2024). Inoltre, tale divario si può notare anche nei Paesi dell'Unione Europea (UE): i dati Eurostat del 2024 sottolineano che l'occupazione maschile ha raggiunto l'80,8%, mentre quella femminile il 70,8%, con una differenza l'uno dall'altro di 10 punti percentuali.

Tra gli Stati membri dell'UE, l'Italia si contraddistingue per una cultura di genere profondamente conservativa (Maida & Weber, 2019) che ha reso storicamente difficile l'accesso delle donne al mondo del lavoro (Gamba & Goldstein, 2009). Infatti, si può notare nella *Tabella 1* come l'Italia si sia classificata ottantacinquesima nel *ranking* globale del *Global Gender gap Index*, ottenendo un punteggio molto più basso se confrontato con quello di altri Paesi europei. Inoltre, uno dei suoi peggior valori è proprio nel sottoindice "partecipazione e opportunità economiche", nel quale, nel 2025, è 117° su 148.

Tabella 1: Punteggi ottenuti da alcuni Paesi europei nel Global Gender Gap Index

PAESE		PUNTEGGI OTTENUTI			
		2010	2015	2020	2025
Italia	Rank totale	74th	41th	76th	85th
	Livello di istruzione	49th	58th	55th	51th
	Salute	95th	74th	118th	89th
	Emancipazione politica	54th	24th	44th	65th
	Partecipazione e opportunità economiche	97th	111th	117th	117th
Francia	Rank totale	46th	15th	15th	35th
	Livello di istruzione	1st	1st	1st	1st
	Salute	1st	1st	78th	75th
	Emancipazione politica	47th	19th	15th	34th
	Partecipazione e opportunità economiche	60th	56th	65th	52nd
Germania	Rank totale	13rd	11th	10th	9th
	Livello di istruzione	51th	88th	103rd	86th
	Salute	47th	56th	86th	93rd
	Emancipazione politica	15th	11th	12nd	8th
	Partecipazione e opportunità economiche	37th	38th	48th	83rd
Spagna	Rank totale	11th	25th	8th	12nd
	Livello di istruzione	40th	47th	43rd	40th
	Salute	63rd	93rd	93rd	94th
	Emancipazione politica	5th	26th	8th	11th
	Partecipazione e opportunità economiche	78th	67th	72nd	49th

Non stupisce dunque che l'Italia sia tra i Paesi UE con la più bassa partecipazione delle donne alla forza lavoro, raggiungendo il valore di circa 52,2%, un risultato notevolmente

più basso sia rispetto alla media europea, sia all'occupazione maschile italiana (70,4%) (Il Sole 24ore). Tale condizione si verifica nonostante in Italia le donne presentino mediamente livelli di istruzione più elevati rispetto agli uomini; se si prende infatti in considerazione la fascia d'età di 25-34 anni, il 38,5% delle giovani possiede un titolo terziario, a fronte del 25,0 % maschile (Rapporto ISTAT, 2025).

1.2 Donne nelle imprese: posizioni di leadership e concetto di glass ceiling

Sebbene, come già detto, la strada verso la parità sia ancora lontana, negli ultimi decenni la maggior parte dei Paesi industrializzati ha registrato un aumento notevole sia del livello di istruzione, sia della partecipazione femminile al mercato del lavoro. Tuttavia, nello stesso arco temporale, tali miglioramenti non si sono concretizzati in una maggiore rappresentanza delle donne nelle posizioni di *leadership* economica (Comi, et al., 2017). Ciò implica che, nel profondo del sistema sociale, i pregiudizi sono rimasti ben saldi; uno tra questi è il pensiero che le donne non siano adatte a ricoprire cariche apicali. A causa di ciò rimangono fortemente poco presenti nelle occupazioni ad alto reddito e di alto status (Bertrand, et al., 2019). Questo è particolarmente vero nel mondo delle imprese, soprattutto se l'analisi si concentra su ruoli di vertice negli organi aziendali, tipicamente riservati agli uomini. Spesso, infatti, si registra una sovrarappresentazione delle donne nei lavori amministrativi e di supporto, come assistenza clienti o risorse umane, mentre una sottorappresentazione nelle funzioni strategiche e decisionali, cruciali per la promozione a posizioni di *leadership* (Powell & Butterfield, 2015; Taparia & Lenka, 2022). A titolo esemplificativo, nel 2024, solo il 6% dei CEO (*chief executive officer*) di Standard & Poor's 500, il più importante indice azionario nordamericano, sono donne (Lewellen, 2025).

Questo fenomeno prende anche il nome di **glass ceiling** o soffitto di cristallo, definito come "una barriera invisibile ma indistruttibile che impedisce alle donne e alle minoranze di salire ai gradini più alti della scala aziendale, indipendentemente dalle loro qualifiche o risultati" (Federal Glass Ceiling Commission, 1995). Le motivazioni che hanno portato alla creazione del soffitto di cristallo sono molteplici e si ricollegano principalmente a pregiudizi culturali e sociali.

Secondo gli studiosi Eagly e Karau (2002), tali pregiudizi nascono da due forme di stereotipi:

- descrittivi: si riferiscono a come gli individui di un determinato gruppo **tendono** a comportarsi. Le donne tipicamente sono percepite come empatiche e premurose, caratteristiche in netto contrasto con quelle desiderabili per cariche di *leadership*, di norma associate agli uomini, quali indipendenza e aggressività. Nasce dunque l'ideologia "*Think manager, think male*" la quale genera una propensione degli uomini di alto rango a preferire l'assunzione di altrettanti uomini per posizioni importanti, portando così all'esclusione delle donne (Schein, 2007);
- prescrittivi: si incentrano su come **dovrebbero** comportarsi i membri di un gruppo. Essendo loro associate qualità come la premura e la timidezza, le donne in cariche apicali spesso sono oggetto di discriminazioni quando mostrano comportamenti più aggressivi (Rudman & Phelan, 2008).

Si è dunque in presenza di un **dilemma contraddittorio**: se le donne adottano una condotta direttiva, vanno contro la natura del genere femminile; al contrario, se rispettano i comportamenti loro associati tradizionalmente, finiscono per violare gli atteggiamenti di *leader* prescritti (Taparia & Lenka, 2022; Rudman & Phelan, 2008).

Inoltre, la cultura sessista radicata potrebbe anche generare la convinzione che le donne debbano essere protette. King et al. (2012), attraverso analisi condotte nel settore energetico e sanitario statunitense, hanno trovato in tali convinzioni una causa della non assegnazione, da parte dei *manager* uomini, di compiti impegnativi e stimolanti alle subordinate donne, il che finisce per ostacolare lo sviluppo professionale e il potenziale avanzamento di carriera.

Per tutte le ragioni finora esposte, può capitare che, al termine dell'intenso processo di selezione, qualora questo vada a buon fine, le donne presentino caratteristiche, preferenze e atteggiamenti più simili agli uomini nelle stesse posizioni (Adams & Funk, 2012). A riprova di ciò, talvolta, sono proprio le donne *top manager* a incoraggiare posizioni svantaggiose per le dipendenti e a perpetuare il sessismo nell'organizzazione (Taparia & Lenka, 2022; Ellemers et al., 2004); tale comportamento è definito con l'espressione '*Queen Bee Behaviour*'. Derks et al. (2011) hanno spiegato questo fenomeno sostenendo che l'esposizione alla discriminazione di genere subita in precedenza potrebbe portare le donne ad adeguarsi ai pregiudizi presenti nella società.

Spesso dunque le aziende, anche inconsciamente, adottano una cultura organizzativa sessista e politiche discriminanti, tra cui si citano la mancanza di orari flessibili e politiche a favore della famiglia (Hurn, 2012) e la percezione negativa nei confronti della maternità (Halpert et al., 1993). Tutte le circostanze sinora descritte possono portare le donne a

rinunciare in prima persona al percorso verso cariche dirigenziali di alto livello (Dambrin & Lambert, 2008), in quanto la poca possibilità di riuscita mina la loro autostima (Einarsdottir et al., 2018).

A conferma di quanto detto, si analizzano di seguito le situazioni odierne: non stupisce che, nel 2025, del 41,2% della forza lavoro femminile globale, solo il 28,8 % ricopre cariche apicali (Global Gender gap Report 2025) (Figura 3).

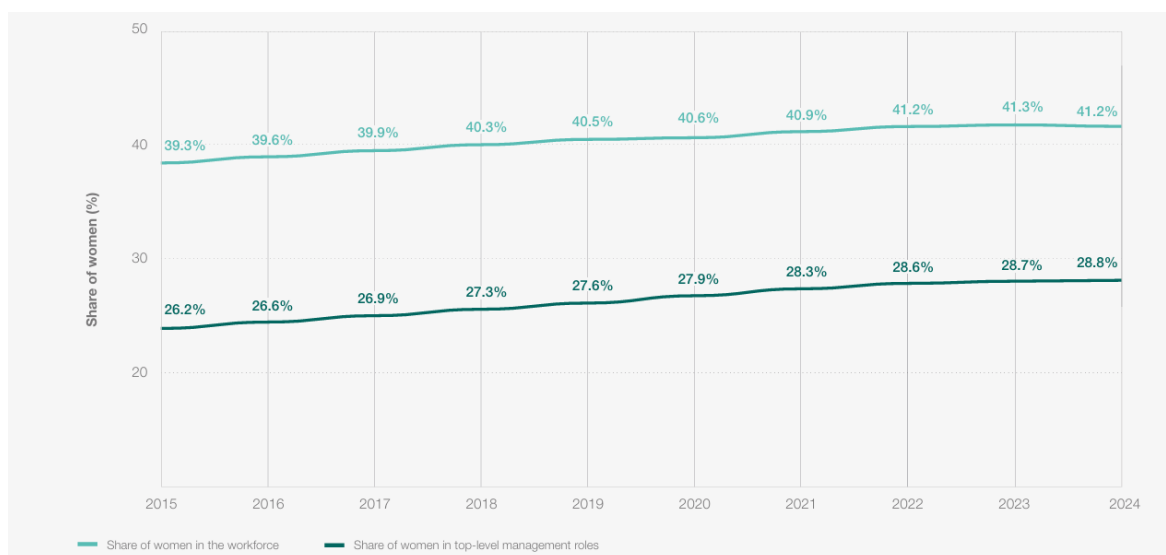


Figura 2: Andamento della forza lavoro femminile globale e delle cariche apicali ricoperte da donne
Fonte: Global Gender gap Report 2025

Inoltre, in Europa il quadro non è differente: nel 2023, i Paesi dell'UE contano 3,7 milioni di donne in posizioni manageriali (34,8%), in aumento rispetto ai 3,1 milioni del 2014 (Eurostat). In questo contesto, l'Italia, sebbene come già detto è tra gli ultimi Paesi per occupazione femminile, vede una crescita della presenza delle donne che, nel 2024, rappresentano il 36% dei manager (ANSA).

Proprio per via di tale sottorappresentanza, negli ultimi anni i regolatori hanno dato crescente rilievo alla partecipazione delle donne in posizioni di spicco all'interno delle imprese, in particolar modo di quelle quotate in borsa. Al fine di comprendere meglio la trattazione, si ritiene opportuno soffermarsi sul contesto istituzionale di riferimento.

2. Contesto istituzionale

A partire dagli anni Novanta, il quadro istituzionale italiano è stato oggetto di profonde trasformazioni, che hanno inciso sulle modalità di funzionamento dei mercati e sulle regole di *governance*.

Nei capitoli successivi, viene effettuata una rassegna dei punti salienti che hanno plasmato il contesto economico e giuridico attuale.

2.1 Borsa Italiana

Dato che il presente studio prende in analisi le imprese quotate italiane, è bene ricostruire a grandi linee l'evoluzione del mercato borsistico, orientata a rafforzare la protezione degli investitori e la trasparenza dei mercati. L'obiettivo è quello di comprendere come i cambiamenti ottenuti grazie ad anni di interventi legislativi, abbiano contribuito a creare le basi per un sistema di *governance* più solido e aperto, favorendo indirettamente anche una maggiore attenzione alla presenza delle donne nei Consigli di Amministrazione. Ciò ha agevolato l'introduzione di provvedimenti normativi aventi l'obiettivo di garantire una rappresentanza femminile minima all'interno degli organi societari delle imprese quotate, in linea con l'evoluzione legislativa e culturale avviata a livello europeo nello stesso periodo. Infatti, le norme in materia sono state introdotte non solo in Italia, attraverso la legge Golfo-Mosca, ma anche in diversi Paesi europei, come si discuterà nel dettaglio nel capitolo 2.6.

2.1.1 Cenni storici

Oggi giorno i mercati azionari italiani, nei quali vengono scambiati e negoziati gli strumenti finanziari, sono regolamentati e gestiti dalla Borsa Italiana, che nasce nel 1808 come società pubblica. A partire dalla sua fondazione, il sistema borsistico italiano ha subito un lungo processo di evoluzione, dettato anche dai cambiamenti del contesto economico-finanziario. Tale processo è stato segnato, tra gli altri aspetti peculiari, dalla crescita industriale di inizio Novecento, che ha spinto diverse imprese manifatturiere a ricercare i finanziamenti in borsa, e da una fase agli inizi degli anni Settanta in cui il mercato si presentava illiquido, in quanto la negoziazione di azioni era ridotta al passaggio di pacchetti di controllo e a transazioni di natura unicamente speculativa. In queste

circostanze, nel 1974 la legge n. 216 del 7 giugno ha introdotto i primi obblighi di informativa a carico delle società quotate al fine di garantire una maggiore trasparenza del mercato e ha istituito la CONSOB. Quest'ultimo è l'acronimo per Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, autorità preposta alla vigilanza e alla regolamentazione del mercato finanziario italiano. Essa ha il compito di supervisionare la Borsa, definire le procedure di quotazione e le norme statutarie relative al funzionamento dei mercati azionari, obbligazionari e affini (Abrardi & Rondi, 2023).

Inoltre, negli anni Novanta, si sono registrati i primi segnali di sviluppo più vigoroso del mercato, complici anche le politiche di integrazione europea che esigevano privatizzazioni diffuse e un mercato dei capitali liberalizzato (Carpenter & Rondi, 2006). Di fatto, è proprio in questo periodo che si è iniziata ad avere maggiore liquidità dovuta alle privatizzazioni delle grandi partecipazioni statali, tra cui Eni, Ina e le principali banche pubbliche e, parallelamente, sono state effettuati diversi interventi normativi, e non, per favorire lo sviluppo del mercato e facilitare la quotazione (Abrardi & Rondi, 2023; Carpenter & Rondi, 2006):

- nel 1992 la CONSOB ha provveduto a rendere pubbliche le informazioni relative all'identità degli azionisti delle società quotate con almeno il 2% del capitale, incluse le loro partecipazioni azionarie (percentuali di azioni ordinarie e senza diritto di voto) e le eventuali variazioni nel tempo;
- nel 1994 sono stati introdotti degli incentivi fiscali per le piccole e medie imprese (PMI), ossia società che nell'ultimo triennio hanno avuto una capitalizzazione media inferiore a un miliardo di euro. Secondo il rapporto annuale della CONSOB, grazie a questa normativa, sedici società si sono quotate in borsa tra il 1995 e il 1996;
- nel 1997 sono stati previsti criteri meno restrittivi per la quotazione: è in questo periodo che ha inizio il processo di privatizzazione del mercato, iniziato il 7 febbraio 1997 con la costituzione della società **Borsa Italiana S.p.A.** e terminato il 2 gennaio 1998.

L'evoluzione del mercato finora descritta ha creato il terreno per il vero punto di svolta per il contesto italiano, ossia l'entrata in vigore del TUF, acronimo di Testo Unico della Finanza, che si occupa di definire diversi temi rilevanti, tra cui la supervisione del mercato e la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto. Uno degli elementi chiave da

evidenziare è l'introduzione di una sezione il cui obiettivo è porre delle regole per la tutela degli azionisti di minoranza, tra le quali si citano l'introduzione del voto per corrispondenza (*proxy by mail*) e la possibilità di un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte di un gruppo qualificato di azionisti. È bene evidenziare che l'entrata in vigore del TUF ha rappresentato un passaggio cruciale per la modernizzazione del sistema di *Corporate Governance* italiano. Essa ha creato le premesse culturali e istituzionali per le successive norme orientate all'inclusione del genere femminile nei *board*. Di fatto, uno degli articoli di cui è composto il Testo Unico della Finanza prevede che le società quotate specifichino, in una relazione con cadenza annuale, la composizione del Consiglio di Amministrazione e i ruoli degli amministratori. Dunque, in questo contesto, il tema della *gender diversity* ha trovato condizioni favorevoli per emergere come parte integrante di un più ampio processo di rinnovamento.

Nonostante il TUF sia stato il primo passo in avanti a favore delle minoranze, è stato necessario aprire nuovamente una discussione sull'assetto della regolamentazione delle società quotate e sulla loro trasparenza. Infatti, l'inizio degli anni 2000 è stato afflitto da una serie di scandali aziendali, tra i quali spicca in Italia il caso Parmalat che ha coinvolto numerosi piccoli investitori. Ciò ha portato alla cosiddetta Legge sul risparmio (Legge 262/2005) volta a potenziare la tutela degli investitori, la responsabilità degli amministratori e l'affidabilità delle informazioni finanziarie delle società quotate (Zattoni, 2020; Abrardi & Rondi, 2023). Tale legge, sebbene non introduca alcun riferimento esplicito alla diversità di genere negli organi societari, ha contribuito in maniera indiretta a questo aspetto. Questo si può affermare grazie agli interventi sul rafforzamento dei requisiti di indipendenza degli amministratori, sulla rappresentanza delle minoranze attraverso il voto di lista e sul miglioramento dei meccanismi di controllo. La maggiore trasparenza richiesta ha spostato l'attenzione anche sulla composizione dei *board*, considerata una variabile cruciale per il buon funzionamento dei processi decisionali.

Nel 2014, invece, è stata approvata una legge che consente alle aziende di emettere azioni con diritto di voto plurimo e a voto maggioritario, ossia le *loyalty shares*. Le prime consentono un massimo di tre voti per azione, mentre le seconde assegnano un maggiore potere di voto, fino a due per azione, agli investitori che le detengono da almeno due anni. L'obiettivo è quello di promuovere lo sviluppo e la liquidità del mercato azionario e di incoraggiare le PMI a quotarsi in borsa.

Infine, da aprile 2021, la Borsa Italiana è entrata a far parte del Gruppo Euronext, la principale infrastruttura di mercato paneuropea.

2.1.2 Mercati finanziari odierni

L'attuale configurazione dei mercati azionari non è altro che il risultato dell'evoluzione storica di cui è stata protagonista la Borsa italiana.

Al fine di comprendere le ragioni che hanno portato a concentrare la seguente analisi su uno specifico mercato, è opportuno descrivere le caratteristiche dei singoli segmenti su cui le imprese oggi hanno la possibilità di quotarsi (Borsa Italiana, 2025):

- **Euronext Growth Milan** (ex AIM Italia– Alternative Investment Market): creato nel 2009, è il mercato dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita. Si contraddistingue per flessibilità regolamentare, burocrazia minima e semplicità di accesso, considerando le necessità di finanziamento delle PMI italiane. Tra i principali requisiti di ammissione si citano un flottante¹ pari al 10% e la presenza di almeno un amministratore indipendente nel Consiglio di Amministrazione, ma nessun vincolo riguardante la capitalizzazione² minima.

A partire da luglio 2020, è stato introdotto anche un nuovo segmento:

- **Segmento professionale:** riservato alle PMI che hanno le potenzialità di eccellere e quindi agli investitori professionali. Nel dettaglio, tale segmento è dedicato a:
 - società che preferiscono accedere progressivamente al mercato, dotandosi per gradi delle strutture necessarie;
 - *start-up* e *scale-up* che hanno attuato la messa in commercio di prodotti/servizi da meno di un anno e/o devono ancora promuovere le principali funzioni strategiche;
 - società che desiderano effettuare l'operazione cosiddetta *just listing*, come ad esempio quelle imprese che non hanno esigenze tempestive di raccolta di capitali.

¹ Il flottante costituisce la parte del capitale sociale che non costituisce partecipazioni di controllo e che dunque è in circolazione sul mercato azionario.

² Per capitalizzazione si intende il valore di Borsa di una società, dato dal prodotto della quotazione del titolo per il numero delle azioni esistenti (Borsa Italiana).

In questo segmento non è previsto nessun requisito formale di capitalizzazione né la presenza di amministratori indipendenti, ma è necessario un flottante minimo del 10% in mano a cinque investitori. Tuttavia, se esso risulta inferiore ma non più basso del 2%, è concessa comunque l'ammissione ma contestualmente avviene la sospensione: trascorsi due anni, se tale requisito non è soddisfatto, vi è la revoca dalla quotazione sul Segmento Professionale;

- **Euronext Milan** (ex MTA – Mercato Telematico Azionario): si tratta del mercato principale, dedicato alle imprese 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): 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:** si accennano requisiti quali la presenza di uno o più comitati con funzioni consultive, una remunerazione incentivante per *top management* e amministratori esecutivi e una remunerazione non legata ai risultati economici per quelli non esecutivi. Tali elementi in Euronext Milan sono solo raccomandati e non obbligatori.

Tutti i titoli delle aziende di questo segmento rientrano nell'indice FTSE ITALIA STAR;

- **Euronext MIV Milan** (Mercato degli *Investment Vehicles*): mercato specializzato per la quotazione di fondi e veicoli che investono in strumenti di economia reale.

I dati relativi alla fine di giugno 2025 dimostrano la presenza di 408 società quotate sui mercati di Borsa Italiana, di cui 321 PMI, e una capitalizzazione aggregata di 949 miliardi di euro (Borsa Italiana, 2025). Come anticipato, il seguente studio si focalizza sul mercato Euronext Milan, il quale conta 203 imprese, di cui 66 fanno parte del segmento Euronext STAR Milan.

Alla luce di quanto detto, appare chiaro il motivo per cui tale mercato risulti significativo per un'analisi di questa portata: le aziende al suo interno sono sottoposte a vincoli più stringenti riguardo a trasparenza e *governance* rispetto a mercati come l'Euronext Growth Milan. Inoltre, si tratta di imprese medio-grandi, caratterizzate da una capitalizzazione più elevata che di norma è sinonimo di maggiore stabilità e liquidità. Di fatto, i 40 titoli più liquidi e capitalizzati appartengono proprio al mercato in analisi, oltre che a quello Euronext MIV Milan, e sono inclusi nell'indice FTSE MIB, che rappresenta il principale *benchmark* dei mercati azionari italiani.

2.2 Sistemi di amministrazione e controllo delle società quotate

A questo punto, risulta necessario delineare i modelli di amministrazione e controllo delle società quotate previsti dall'ordinamento italiano: la configurazione degli organi societari, infatti, incide sulle dinamiche di nomina e sul grado di autonomia degli amministratori.

Sebbene in Italia possano accedere al mercato azionario tutte le società di capitali che emettono azioni negoziabili, tra le tipologie giuridiche quotate in borsa sicuramente spicca la Società per Azioni (S.p.A).

Quest'ultima si contraddistingue per la presenza di tre organi (Campobasso, 2021):

- l'assemblea dei soci: si tratta dell'organo deliberativo, composto dagli azionisti della società, che prende parte alle decisioni rilevanti per la vita dell'impresa;
- l'organo amministrativo: ad esso sono conferiti i poteri decisionali riguardo la gestione della società. Di norma tale organo può essere costituito sia da un singolo individuo e quindi si parla di amministratore unico, sia da una pluralità di amministratori e in tal caso prende il nome di Consiglio di Amministrazione. Tuttavia, nelle società quotate, è previsto l'obbligo di amministrazione

pluripersonale al fine di consentire la nomina di almeno un amministratore da parte dei soci di minoranza e di almeno un amministratore indipendente;

- l'organo di controllo interno: è investito della funzione di supervisione sul corretto *management* della società.

Inoltre, a seguito della riforma del diritto societario avvenuta nel 2003, l'ordinamento italiano consente maggiore flessibilità sulla scelta della struttura di tali organi; sono infatti disciplinati tre sistemi di amministrazione e controllo (Campobasso, 2021):

- il sistema cosiddetto tradizionale, inizialmente l'unico adottabile e ancora oggi applicato di *default* in assenza di una diversa disposizione statutaria. Esso richiede la coesistenza di un organo amministrativo ossia il Consiglio di Amministrazione e uno di controllo, definito Collegio Sindacale, entrambi nominati dall'assemblea degli azionisti;
- il sistema monistico nel quale gestione e controllo sono svolti rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione, di nomina assembleare, e da un Comitato per il controllo sulla gestione, interno al consiglio, i cui membri devono soddisfare specifici requisiti di professionalità e indipendenza;
- il sistema dualistico, in cui è presente un Consiglio di Sorveglianza il quale, eletto dall'assemblea degli azionisti, a sua volta nomina e controlla il Consiglio di Gestione.

2.3 Il concetto di *Corporate Governance*

Dopo aver esaminato i sistemi di amministrazione e controllo, occorre inquadrare il concetto di *Corporate Governance*, che permette di valutare, grazie a una serie di direttive, la qualità e la trasparenza della gestione societaria.

Con il termine *Corporate Governance* si fa riferimento a un insieme di regole e strumenti indirizzati alla corretta esecuzione del processo decisionale di un'impresa (Borsa Italiana). Secondo l'OCSE (1999), essa si occupa della suddivisione di diritti e responsabilità tra i principali componenti della società, come il Consiglio di Amministrazione, i *manager*, gli azionisti e gli altri *stakeholder*, definendo anche l'organizzazione utilizzata per fissare gli obiettivi aziendali, oltre che i mezzi per raggiungere tali obiettivi e monitorare le prestazioni.

Lo scopo primario della *Corporate Governance* è sicuramente la tutela degli interessi delle diverse categorie di soggetti coinvolti nella vita societaria (Borsa Italiana). Infatti, come sottolineato da Shleifer e Vishny (1997), essa rappresenta il sistema con il quale gli investitori, ossia gli azionisti, si garantiscono un ritorno economico, proteggendosi dai conflitti di interesse che possono sorgere con i *manager*. Questi ultimi, come disse Herbert Simon già nel 1959 (citato da Baysinger and Hoskisson, 1990), potrebbero comportarsi come “*satisfiers*” piuttosto che come “*maximisers*”, ossia preferire la sicurezza di permanenza e di stabilità della propria carriera perseguendo un livello di crescita appena accettabile e sufficiente, invece di massimizzare il valore dell’impresa.

Alla luce di quanto detto, essendo la *Corporate Governance* il sistema che disciplina le modalità delle decisioni aziendali, un suo meccanismo è proprio il Consiglio di Amministrazione, avendo quest’ultimo funzione strategica, di monitoraggio e di gestione dei rapporti con l’ambiente esterno (Riva & Corno, 2020; Groening, 2019). Per tale motivo, la *Corporate Governance* interviene sul suo funzionamento e sulla sua composizione: essendo la diversità di genere una caratteristica che può incidere fortemente su come il *board* svolge le funzioni di controllo e di indirizzo strategico, disciplina anche tale aspetto del Consiglio di Amministrazione.

2.3.1 Il Codice Preda

In Italia, il Codice di *Corporate Governance*, noto anche come Codice Preda o Codice di Autodisciplina, è stato introdotto nel 1999 per poi subire vari aggiornamenti fino ad arrivare all’ultima edizione nel 2020. Si tratta di un insieme di *best practice* che non portano a un obbligo legale e la cui adozione è quindi facoltativa; in particolare, dal 2011 vige il principio *comply or explain*: le aziende possono scegliere di rispettare le raccomandazioni oppure evidenziare agli azionisti e al mercato i motivi dello scostamento. Il Codice Preda si concentra, tra gli altri aspetti, sulla politica distributiva dell’amministratore delegato (CEO) e del Consiglio di Amministrazione, raccomandando l’adozione di compensi incentivanti per legare la retribuzione degli amministratori alle *performance* aziendali, ossia l’applicazione del concetto di *pay for performance*. In particolare, le retribuzioni del presidente, del vicepresidente, del CEO e degli amministratori generali devono essere oggetto di discussione di un comitato per la remunerazione, composto da amministratori non esecutivi e indipendenti, che specifica gli obiettivi, i criteri di valutazione e la politica retributiva.

Inoltre, focalizzando l'attenzione sul tema centrale dell'elaborato, la penultima revisione del codice, pubblicata nel 2018, introduce alcune modifiche riguardo il tema della partecipazione delle donne, invitando le aziende ad applicare criteri di diversità di genere sia alla composizione del Consiglio di Amministrazione sia a quella del Collegio Sindacale (Zattoni, 2020): citando il Codice di *Corporate Governance* si riporta “le società applicano la quota di un terzo per il genere meno rappresentato negli organi di amministrazione e controllo a partire dal primo rinnovo successivo alla cessazione degli effetti di disposizioni legislative che impongano una quota pari o superiore a quella raccomandata dal Codice”.

In sintesi, sia il diritto societario italiano che il Codice di *Corporate Governance* si sono largamente evoluti negli ultimi decenni, ponendosi come obiettivo la tutela degli investitori e l'allineamento delle pratiche di *governance* nazionali alle *best practice* internazionali (Zattoni, 2020), promuovendo, tra le altre azioni, un ambiente più equilibrato e inclusivo, con particolare attenzione alla presenza femminile nei *board*.

2.4 Principali caratteristiche delle società quotate italiane

Comprendere le principali caratteristiche delle società quotate, è un elemento fondamentale per riuscire a inquadrare al meglio il motivo per cui l'Italia ha storicamente avuto una percentuale di donne alquanto limitata nei Consigli di Amministrazione; a titolo esemplificativo, nel 2011, e dunque prima dell'entrata in vigore della legge Golfo-Mosca, solo il 7,4% dei membri dei *board* delle società quotate italiane era donna, in lieve aumento rispetto alla percentuale registrata nel 2008, ossia 5,9% (CONSOB), ma senza progressi di rilievo nella composizione di genere dei *board*. Le cause di tale staticità sono da ricercare anche nel modello di proprietà delle società quotate italiane, rimasto pressoché stabile nel tempo e caratterizzato da una forte concentrazione del capitale, da un controllo prevalentemente familiare e dalla forte presenza di piccole e medie imprese. Tali fattori riducono la possibilità che i Consigli di Amministrazione accolgano il rinnovamento e la diversificazione, come evidenziato anche dallo studio di Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) condotto su 262 imprese quotate. Questi ultimi dimostrano che, essendo spesso il potere concentrato nelle mani di pochi individui, il processo di selezione dei membri del Consiglio di Amministrazione può essere condizionato da dinamiche di cooptazione e logiche familiari, piuttosto che basato sulla meritocrazia e sul livello di istruzione. Dunque, si ha di fronte un panorama in cui la presenza, seppur esigua, di donne nei *board* è da collegare in larga parte a ragioni relazionali: in particolare, nel 47,3% delle società

considerate, le donne amministratrici sono esclusivamente membri della famiglia e, in un ulteriore 9,3%, c'è almeno una donna affiliata alla famiglia. Un aspetto negativo di questo sistema è che le amministratrici “familiari” risultano mediamente meno istruite rispetto a quelle prive di legami, con una quota di laureate pari al 60% contro il 95% delle non affiliate. Queste ultime, invece, si riscontrano con maggiore frequenza nelle imprese *widely held*, che, come detto, sono poco presenti in Italia, nei settori IT/telecomunicazioni e nelle società con Consigli di Amministrazione più giovani e una percentuale maggiore di amministratori indipendenti.

In sintesi, le dinamiche di nomina chiuse, la scarsa pressione del mercato e la debole incidenza degli investitori istituzionali hanno contribuito a mantenere i *board* sostanzialmente statici, con una presenza femminile marginale fino all'introduzione della legge Golfo-Mosca.

Alla luce di quanto detto, appare chiaro il motivo per il quale l'analisi delle caratteristiche delle società quotate diventa uno strumento indispensabile per comprendere il contesto entro cui la riforma Golfo-Mosca ha agito e per valutare la portata del suo impatto sui criteri di composizione dei Consigli di Amministrazione.

Riprendendo dunque la trattazione circa le principali peculiarità delle imprese italiane, il valore ottenuto nel Rapporto CONSOB 2024, effettuato su 196 imprese con azioni ordinarie nel mercato Euronext Milan, dimostra che la quota del primo azionista è pari al 48,2% del capitale, mentre quella del mercato è pari a 38,2%. Entrambi non si discostano in maniera eccessiva dai valori ottenuti nell'anno precedente, ossia nel 2023, quando rispettivamente sono pari a 49,1 e 38,3 %, fino ad arrivare all'anno 1998 in cui invece si aggirano intorno a 48,7 e 36,5 %.

Per quanto concerne la quota aggregata degli altri azionisti rilevanti, ossia coloro che detengono una partecipazione pari ad almeno il 2% del capitale, questa è cresciuta dal 1998 al 2011 (17,6%) per poi diminuire gradualmente fino a raggiungere circa il 12% nel 2017. A fine 2024 invece, è in leggera crescita arrivando al 13,6%.

La stabilità delle strutture proprietarie delle società italiane rispecchia due condizioni in particolare, oltre che fattori strutturali e culturali presenti anche in altri Paesi del continente europeo (Abrardi & Rondi, 2023):

- il numero annuale di IPO è basso. Di fatto si può notare una certa riluttanza delle imprese italiane ad entrare in Borsa, anche per quanto riguarda quelle di successo. Inoltre, gran parte delle quotazioni avvenute nella seconda metà degli anni

Novanta riguarda piccole e medie imprese che non hanno avuto grande influenza sul grado di concentrazione proprietaria del mercato;

- le acquisizioni tramite offerte pubbliche di acquisto, che comportano una diluizione delle quote, sono rare. Infatti, nel contesto italiano il mercato del controllo delle imprese (*market for corporate control*) che costituisce il meccanismo del mercato azionario attraverso cui viene trasferito il controllo di un'azienda in caso di gestione inadeguata, non è opportunamente efficiente.

Inoltre, l'Italia è nota per essere caratterizzata da una concentrazione elevata di PMI possedute da privati o, più tipicamente, a controllo familiare (Abrardi & Rondi, 2020). Infatti, nel Rapporto CONSOB 2024, di 196 imprese ben 135 sono considerabili PMI e di queste il 67% è gestita da famiglie. In più, le società PMI sono caratterizzate da assetti proprietari più concentrati: la quota media del primo azionista è pari a poco più del 52%.

Dunque, è evidente che la struttura proprietaria descritta non favorisca la formazione di azionisti sufficientemente grandi da svolgere un ruolo di minaccia per quello di controllo o di monitoraggio dell'amministrazione (Abrardi & Rondi, 2020). Sotto questi due aspetti, gli investitori istituzionali possono svolgere una funzione chiave, anche se la loro partecipazione è ancora bassa in Italia. Tali soggetti, che possono essere italiani o esteri, sono fondi di investimento, banche e compagnie assicurative le cui partecipazioni azionarie sono inferiori al 10%.

Nel periodo che va dal 2010 al 2017, gli investitori istituzionali hanno investito solo in circa il 30% del totale delle società quotate. Osservando i dati più recenti del rapporto CONSOB, nel 2024, vi è almeno uno in 53 società, che rappresentano il 27,2% del totale, e si contano in totale 71 partecipazioni rilevanti.

Inoltre, la loro composizione ha subito variazioni nel tempo: gli investitori istituzionali esteri, i quali investono prevalentemente in società finanziarie e grandi imprese, sono aumentati mentre quelli italiani, che prediligono investire in piccole imprese appartenenti al settore industriale, sono diminuiti sia in numero sia in quota di mercato (Abrardi & Rondi, 2023). Tuttavia, si è assistito a un *trend* nel periodo 2019-2023 che ha visto una consistente riduzione della presenza di investitori istituzionali, in particolare di quelli esteri. Tale andamento si è però interrotto a fine 2024, come mostra il lieve incremento sia nel numero di società (21,5% nel 2024 contrapposto al 19% nel 2023) sia nel numero di quote di partecipazione detenute, pari a 52 nel 2024 (48 nel 2023).

Inoltre, la caratteristica peculiare del mercato azionario italiano è che quest'ultimo è dominato in maniera stabile dalle imprese familiari. Infatti, l'identità dell'*ultimate controlling agent* (UCA, ossia l'azionista di controllo) corrisponde a famiglie nel 60% delle imprese in maniera quasi costante negli anni, con piccole variazioni della percentuale, passando ad esempio da 60,6% nel 2012 a 60,1% nel 2015 e da 63,6% nel 2019 a 60,2% nel 2024 (Rapporto CONSOB 2024; Abrardi e Rondi 2023). Le aziende il cui UCA è rappresentato dallo Stato e dagli enti locali presentano un *trend* in aumento a partire dal 2017; a titolo d'esempio si passa da 10,5% nel 2019 a 12,8% nel 2024 (Rapporto CONSOB 2024).

In più, nel 2024, i casi in cui non esiste o non è possibile identificare un UCA corrispondono al 18,9% delle imprese, in linea con i dati dell'anno precedente (18,6% nel 2023). Non è raro, infatti, che in Italia vi sia difficoltà a risalire lungo la catena del controllo, in particolare nelle imprese di grande dimensione, per comprendere chi sia l'azionista di controllo. Tale difficoltà scaturisce in particolare per la presenza dei cosiddetti gruppi piramidali, i quali rappresentavano il 75% del valore di mercato nel 1998, sceso al 36,9% nel 2017 grazie alle leggi che mirano ad aumentare la tutela degli azionisti di minoranza (Abrardi & Rondi, 2023).

Con la legge del 2014 di cui precedentemente si è discusso, il legislatore ha concesso alle società quotate italiane una più ampia discrezionalità nella definizione della struttura dei diritti di voto. A fine 2024, il voto plurimo è stato previsto solo in sei imprese, mentre quello maggiorato nello statuto di 72 emittenti, rappresentativi del 14,7% del valore totale della capitalizzazione di mercato. In più, tra le società che hanno introdotto le *loyalty shares*, dieci hanno previsto un voto maggiorato rafforzato, con l'opportunità di maturare fino a dieci voti per azione in otto casi e fino a tre voti in due casi.

Non è un caso che le società che hanno introdotto azioni a voto maggiorato e/o plurimo siano in prevalenza di minori dimensioni e controllate da famiglie e dunque restie a perdere il controllo. Infatti, nelle imprese dove si applica questa struttura dei voti, la quota detenuta dal primo azionista è pari al 56,2%, valore considerevolmente maggiore di quello presente nelle società che non adottano questo tipo di azioni, pari al 43% (Rapporto CONSOB 2024).

Per quanto concerne i sistemi di amministrazione e controllo, nonostante la riforma del 2003, nel Rapporto CONSOB del 2024 si evince che il sistema maggiormente utilizzato rimane il sistema tradizionale: l'80% del campione adotta questa struttura, seguita dal monistico con 20% e dal dualistico con 0.01%.

In definitiva, pur non avendo cambiato radicalmente il modello italiano di proprietà e controllo, rimasto pressoché invariato, le norme introdotte, di cui si è parlato in precedenza, hanno inciso profondamente sul suo funzionamento, favorendone la modernizzazione e l'efficienza, portando nel tempo a una composizione più equilibrata dei Consigli di Amministrazione (Abrardi & Rondi, 2023).

2.5 Il Consiglio di Amministrazione

Dopo aver analizzato appieno il contesto istituzionale italiano a livello di organi societari, mercati azionari e *Corporate Governance*, è bene analizzare l'importanza dell'eterogeneità all'interno del Consiglio di Amministrazione. Su quest'ultimo, come già detto, si incentra il presente elaborato, che ha come obiettivo quello di studiare quanto il genere femminile è rappresentato all'interno del *board* e il relativo impatto riguardo alle decisioni sulla struttura finanziaria.

Le aziende quotate sono tenute a rispettare una moltitudine di requisiti legislativi sui propri *board*, tra cui quelli imposti dalla legge Golfo-Mosca; tali vincoli potrebbero portare a pensare che l'esistenza dei Consigli di Amministrazione sia il semplice prodotto di una regolamentazione. Se si ragiona in questo modo, i Consigli di Amministrazione non sarebbero altro che dei costi inerziali per le imprese; tuttavia, questa interpretazione è in netto contrasto con la pratica aziendale (Hermalin & Weisbach, 2003). Infatti, al di là delle imposizioni legislative, i Consigli di Amministrazione rappresentano una soluzione di mercato a un problema di progettazione organizzativa, un'istituzione determinata endogenamente con lo scopo di migliorare i **problemi di agenzia** (di cui si entrerà nel dettaglio nel capitolo 3.3) che affliggono qualsiasi grande organizzazione (Hermalin & Weisbach, 2003).

2.5.1 Eterogeneità: gli effetti positivi nel Consiglio di Amministrazione

La composizione del Consiglio di Amministrazione e le caratteristiche dei suoi membri, come livello di istruzione, età ed etnia, possono avere un'influenza significativa sulle dinamiche decisionali e sulle *performance* aziendali (Dalton, et al., 1999). In particolare, Robinson e Dechant (1997) individuano almeno cinque aspetti vantaggiosi dell'eterogeneità all'interno del contesto lavorativo:

- favorisce una migliore comprensione del mercato: dato che quest'ultimo sta diventando sempre più diversificato, avere un organo amministrativo eterogeneo porta a penetrare meglio nel mercato, comprendendo la diversità di potenziali clienti e fornitori;
- accresce l'innovazione e la creatività: il modo di pensare e le funzioni cognitive tendono a variare sulla base di variabili demografiche come età, etnia e genere; infatti, avere eterogeneità nel *team* può portare a idee creative nello svolgimento del proprio compito;
- fornisce maggiori capacità di *problem solving*: sebbene in un primo momento la diversità possa causare conflitti nel processo decisionale, la varietà di prospettive spinge a valutare più alternative e a esplorare in maniera più cavillosa le conseguenze delle possibili scelte;
- migliora l'efficacia della *leadership* aziendale: l'omogeneità ai vertici aziendali porta a una ristrettezza di vedute e a una conformità di pensiero. Al contrario, un *top management* diversificato favorisce una visione più ampia, una migliore comprensione delle complessità dell'ambiente circostante e decisioni più sagaci e ragionate;
- promuove relazioni più efficaci con il contesto globale.

Concentrandosi sulla diversità di genere nei *board*, quest'ultima può generare effetti positivi dovuti a conoscenze, competenze, esperienze, idee e comportamenti diversi rispetto a quelli dell'"*old boys' club*" (Solimene, et al., 2017; Bennouri, et al., 2018). Di fatto, tra le altre osservazioni sostenute nei vari studi nel corso degli anni, vi sono le seguenti: le donne *manager* offrono nuove prospettive e consigli ai *top manager* (Anderson et al., 2011), conducono a migliori decisioni in materia di risoluzione dei problemi (Daily e Dalton, 2003; Hillman et al., 2002), migliorano l'accesso alle informazioni (Beckman e Haunschild, 2002) e presentano una maggiore propensione alla partecipazione attiva nelle riunioni consiliari (Adams & Ferreira, 2009). Dunque, nel complesso, le evidenze empiriche sugli effetti della *gender diversity*, di cui si discuterà nei particolari nel capitolo 4, suggeriscono che la diversità di genere non è solo una questione di conformità normativa o di giustizia sociale, ma costituisce un reale elemento di miglioramento della *governance*.

2.6 Verso la rottura del glass ceiling: introduzione delle Quote Rosa

Complice il soffitto di cristallo, la presenza femminile nei Consigli di Amministrazione è storicamente associata a valori esigui. Con l'obiettivo di ottenere il cambiamento culturale doveroso per consentire l'accesso di sempre più donne nei *board*, sia le organizzazioni internazionali che i governi nazionali hanno esaminato la possibilità di ricorrere a misure legislative (Comi, et al., 2017). Per tale motivo, in diversi Paesi, sono state introdotte le **quote di genere** che richiedono ad imprese con determinate caratteristiche di avere un numero minimo di donne all'interno del *board* aziendale (Bennouri, et al., 2020).

Nella maggior parte dei Paesi, l'introduzione di leggi e direttive sulle quote di genere nei Consigli di Amministrazione ha suscitato scetticismo e dibattiti sui potenziali effetti sia sulle *performance* aziendali sia sull'economia nel suo complesso (Maida & Weber, 2019). Ciò deriva dal fatto che, in un equilibrio privo di attriti e quindi ideale, i membri dei *board* dovrebbero essere eletti sulla base di talento e competenze personali (Blomkvist, et al., 2025). Secondo questa visione, dunque, le quote di genere introducono un'alterazione della composizione del Consiglio di Amministrazione (Blomkvist, et al., 2025), portando a un cambiamento nel processo di selezione dei candidati (Bruno, et al., 2018). Questa teoria sottintende che la sottorappresentanza femminile esistente derivi da una scarsità di donne qualificate. Quindi, alterando l'equilibrio, potrebbe nascere il rischio di nominare amministratori meno qualificati, con conseguenti effetti dannosi sulla qualità del lavoro del *board*, oppure il rischio di “*overboarding*”, ossia poche “*golden skirts*” a cui sono affidate diverse posizioni nel consiglio (Bennouri, et al., 2020).

In un mondo non ideale invece e quindi in presenza di attriti nel mercato del lavoro degli amministratori, tra i quali si citano discriminazione e cultura organizzativa prevalentemente sessista, le candidate donne, sebbene qualificate, sono trascurate nel processo di selezione. In questo senso, l'introduzione di quote di genere potrebbe portare le aziende a valutare in modo neutrale i profili delle candidate donne, riuscendo ad avere un consiglio più efficiente (Blomkvist, et al., 2025). Inoltre, tali provvedimenti, facendo sperimentare gli effetti della presenza femminile nei *board*, dovrebbero indurre a una diminuzione delle percezioni negative nei confronti delle donne in posizioni di *leadership* e ridurre la discriminazione statistica (Maida & Weber, 2019).

Le leggi sulle quote di genere possono essere classificate in due tipi (Kunze & Scharfenkamp, 2025; Bennouri, et al., 2020):

- *hard law*: in questo caso si applica un regime obbligatorio la cui non conformità fa sì che le imprese interessate siano soggette a sanzioni pecuniarie;
- *soft law*: si applica invece un regime *advisory* ossia non si hanno obblighi legislativi vincolanti ma è suggerito un comportamento.

2.6.1 Il contesto europeo

Nei vari Paesi europei, la maggior parte delle leggi sull'argomento in questione sono state approvate negli anni tra il 2005 e il 2011, concedendo alle società periodi più o meno lunghi per permettere l'attuazione della disciplina (Bennouri, et al., 2020).

L'esempio pioniere si è avuto dalla Norvegia, considerato uno dei Paesi con la maggiore parità di genere al mondo (Maida & Weber, 2019). La discussione in materia si è resa necessaria intorno al 2002 in quanto nei Consigli di Amministrazione si toccavano percentuali molto basse, intorno al 5%, del genere meno rappresentato (Kunze & Scharfenkamp, 2025; Bertrand, et al., 2019).

Nel dicembre 2003, la Norvegia ha infatti approvato una legge ad adesione volontaria che richiedeva una rappresentanza del 40% di ciascun genere nei Consigli di Amministrazione delle *public limited company*, analoghe alle Società per Azioni italiane (Bertrand, et al., 2019; Solimene, et al., 2017). Dato che non è stata registrata la partecipazione spontanea della maggior parte delle aziende a cui era rivolta, nel 2006 la normativa è stata resa obbligatoria con un lasso di tempo di due anni, ossia fino al 2008, per adempiere agli obblighi di legge (Bruno, et al., 2018; Bertrand, et al., 2019).

A partire dall'esempio norvegese, sono stati diversi i Paesi del continente europeo a implementare disposizioni simili, tra i quali si citano a titolo esemplificativo:

- Spagna: nel 2007 è stata adottata una legge che stabilisce una quota di almeno il 40% di ciascun genere nei Consigli di Amministrazione di tutte le *public limited company* con più di 250 dipendenti entro il 2015. La normativa rientra nella categoria *soft* precedentemente descritta: non sono stabilite misure sanzionatorie per i non conformi, ma è espresso che la diversità di genere nei *board* è valutata positivamente dalla Pubblica Amministrazione al momento dell'aggiudicazione degli appalti pubblici (Comi, et al., 2017);
- Francia: nel gennaio 2011, è stata introdotta una legge (*hard law*) che impone a tutte le società quotate e non quotate con più di 500 dipendenti o ricavi superiori a 50 milioni di euro di avere almeno il 40% di donne nei Consigli di

Amministrazione entro gennaio 2017, con uno step intermedio di 20% entro gennaio 2014 (Bennouri, et al., 2020; Comi, et al., 2017);

- Regno Unito: è caratterizzato da una *soft law*, ossia una raccomandazione per le aziende FTSE100 e FTSE250³ di raggiungere una percentuale di donne nei *board* del 33% entro il 2020 (Bennouri, et al., 2020);
- Germania: nel 2016, ha approvato una legge (*hard law*) che prevede, per tutte le società quotate in borsa, una rappresentanza del genere femminile nei *board* di almeno 30% (Solimene, et al., 2017; Bruno, et al., 2018).

Parallelamente alle leggi emanate dai singoli Paesi, anche per la Commissione Europea la diversità di genere nei *board* è in cima all'agenda politica a partire dal 2010 (Comi, et al., 2017; Bruno, et al., 2018). In particolare, nel 2011 è stato lanciato l'appello *Women on the Board Pledge for Europe* che prevedeva un'adesione volontaria rivolta a tutte le aziende europee per garantire una maggiore percentuale di donne amministratrici (Solimene, et al., 2017).

Il passo più importante si è avuto nel novembre 2012, quando è stata proposta l'imposizione di quote di genere, la quale però è stata approvata ben dieci anni dopo, nel giugno 2022. Tale direttiva prevede che “almeno il 40% dei posti di amministratore non esecutivo e il 33% di tutti i posti di amministratore siano occupati dal sesso sottorappresentato” entro il 2026 (Fernandez-Mendez & Pathan, 2023).

2.6.2 Il contesto italiano: la legge Golfo-Mosca

Sulla scia degli altri Paesi e delle mosse europee, in Italia, il 12 agosto del 2011 entra in vigore la legge n. 120/2011, nota anche come **legge Golfo-Mosca**, la quale ha l'obiettivo di riequilibrare a favore del genere femminile l'accesso all'interno degli organi collegiali delle **società quotate** in mercati regolamentati, oltre che di quelle, non quotate, **controllate dalle pubbliche amministrazioni**.

Essa si compone di tre articoli (Falcomer, et al., 2023):

- il primo definisce che, nello statuto societario delle imprese quotate, al fine di assicurare gradualmente l'equilibrio di genere, debbano essere previsti appropriati

³ FTSE100: indice azionario delle 100 società più capitalizzate quotate al London Stock Exchange
FTSE250: indice di capitalizzazione pesata comprendente dalla 101^a fino alla 350^a più grandi imprese della Borsa di Londra

criteri di nomina e sostituzione degli individui presenti nei seguenti organi collegiali:

- Consiglio di Amministrazione nel sistema tradizionale e in quello monistico;
- Consiglio di Gestione nel sistema dualistico, qualora sia costituito da un numero di componenti non inferiore a tre;
- Collegio Sindacale nel sistema tradizionale.

In particolare, il genere meno rappresentato deve ottenere almeno **un terzo** delle cariche per tre mandati consecutivi, ad eccezione del primo, in cui è prevista una soglia ridotta di **un quinto** in modo da permettere gradualità. Spetta alla Consob il controllo di eventuali inottemperanze e, dove necessario, procedere con la diffida delle società interessate affinché si adeguino entro il termine massimo di quattro mesi.

In caso di ulteriore inadempimento, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria che varia tra i 100.000 e 1.000.000 euro per i Consigli di Amministrazione (Bruno, et al., 2018; Maida & Weber, 2019) e tra i 20.000 e i 200.000 euro per i Collegi Sindacali e fissa un nuovo termine di tre mesi per adempiere. Se le società perseverano nel non rispettare i criteri imposti, i componenti eletti decadono dalla carica;

- il secondo articolo limita l'efficacia temporale della legge: le regole si applicano a decorrere dal primo rinnovo degli organi interessati, successivo all'entrata in vigore della legge, ossia il 12 agosto 2012, per **tre mandati**. Ciò è stato fatto in modo che la norma, esplicando i suoi effetti per un periodo di tempo limitato, non diventasse essa stessa discriminatoria pur mantenendo una situazione di vantaggio a beneficio del genere meno rappresentato. Dato che i mandati degli amministratori di norma hanno la durata di tre anni ciascuno, una società dovrebbe essere sottoposta ai vincoli legislativi per sei anni in totale (Bruno, et al., 2018);
- il terzo articolo estende la legge alle società a controllo pubblico, ovvero le società controllate da pubbliche amministrazioni non quotate in mercati regolamentati. La normativa di dettaglio è stata rimessa a un apposito regolamento, adottato con il DPR 30 novembre 2012, n. 251, con il proposito di garantire una disciplina uniforme per tutte le società interessate.

2.6.3 Gli effetti della Legge: panoramica della presenza femminile

prima e dopo

Prima della legge Golfo-Mosca, in Italia, i Consigli di Amministrazione erano composti in prevalenza da uomini (Bruno, et al., 2018). Infatti, negli anni successivi a quello in cui è avvenuto il primo ingresso di una donna in un Consiglio di Amministrazione, ossia il 1932 (Falcomer, et al., 2023), non si sono verificati passi in avanti degni di nota volti a una rappresentanza di genere più equilibrata.

Gamba e Goldstein (2009), utilizzando dati provenienti da Mediobanca e dalla CONSOB, hanno analizzato la composizione degli organi societari di tutte le società quotate in borsa in termini di *gender diversity* dal 1934 al 2007, dunque precedentemente all'applicazione della legge Golfo-Mosca. Il loro studio evidenzia una evidente sottorappresentanza delle donne nei Consigli di Amministrazione, sebbene i risultati vadano leggermente migliorando con l'avanzare degli anni passando da una percentuale di 0,1% del 1934 a 5,4% del 2007. Inoltre, l'elaborato riassume anche la crescita del numero di aziende con donne amministratrici evidenziando, come si può osservare nella *Tabella 2*, i risultati ottenuti nel 1986 e nel 2007.

Nel 1986 solo 37 aziende su 220 avevano almeno una donna nel Consiglio di Amministrazione, mentre nel 2007, ossia ventuno anni dopo, si sono registrati alcuni miglioramenti: sono infatti diminuite le imprese con zero donne nel Consiglio di Amministrazione mentre sono aumentate quelle con almeno una.

Tabella 2: Evoluzione del numero di aziende con donne nei Consigli di Amministrazione nel 1986 e nel 2007
Fonte: Elaborazione degli autori Gamba e Goldstein (2009) con dati CONSOB

Women on board	1986					2007				
	Companies	Female seats	Total	%	M/F	Companies	Female seats	Total	%	M/F
No women	183	0	2,427	83.2	2,427	117	0	1,686	39.53	1,686
1 woman only	31	31	462	14.1	14	105	105	1,559	35.47	14
2 women	5	10	73	2.3	6	47	94	714	15.88	7
3 women or more	1	3	9	0.5	2	27	92	388	9.12	3
Total	220	44	2,971	100.0		296	291	4,347	100.00	

Tuttavia, dopo aver effettuato questa panoramica e aver compreso il contesto italiano pre-riforma, appare chiara la necessità di introdurre delle misure legislative, considerando come queste ultime abbiano generalmente notevole successo nell'aumentare il numero di donne nei Consigli di Amministrazione (Maida & Weber, 2019).

A dimostrazione di ciò, a partire dal 2012, anno di entrata in vigore della legge, la partecipazione femminile nei *board* aziendali è in continua crescita, come si può osservare in *Figura 5*.

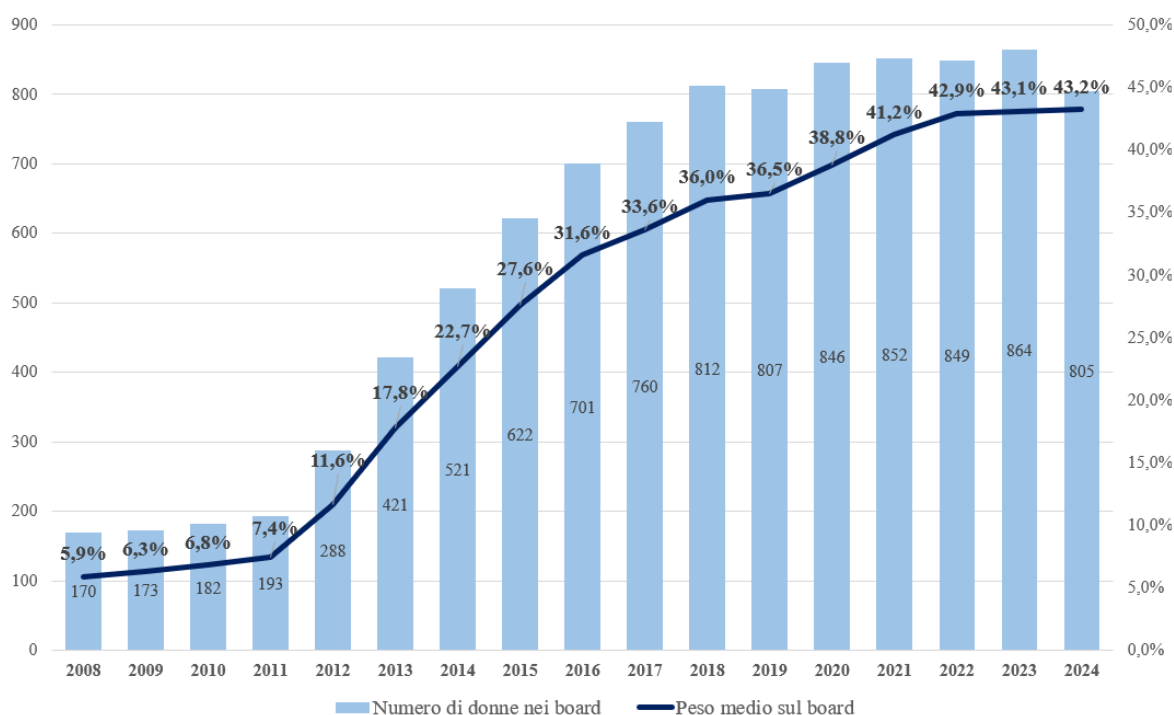


Figura 3: Andamento della percentuale di donne nei board dal 2008 al 2024

Fonte: Elaborazione personale con dati CONSOB

Di fatto la normativa introdotta ha avuto non solo un risultato immediato, portando a un aumento medio di 17 punti percentuali nel primo rinnovo post-legge, ossia l'effetto *istant reform*, ma anche il cosiddetto effetto *follow-up* e dunque l'aumento successivo di 11 punti percentuali nel secondo rinnovo (Bruno, et al., 2018).

Inoltre, Maida e Weber (2019) hanno condotto un'analisi *short-run* studiando un campione di circa 250 società italiane quotate nell'arco temporale che va dal 2008 al 2016, fermandosi dunque quattro anni dopo l'applicazione effettiva della legge Golfo-Mosca.

Lo studio ha evidenziato l'effetto positivo di quest'ultima, sottolineando che dal 2011 al 2017 il numero di posizioni occupate da donne è quadruplicato.

Infatti, la quota di genere di un quinto prevista nel primo mandato era già stata superata nel 2014 (22,7%) (Maida & Weber, 2019) e nel 2017 la quota complessiva di donne nei consigli di amministrazione era di circa un terzo, con precisione il 33,6% (Bruno, et al., 2018).

Si è dunque avuta la nomina di più donne di quanto strettamente richiesto dalla legge (Maida & Weber, 2019) e ciò dimostra come le società quotate abbiano reagito

positivamente all'introduzione della legge Golfo-Mosca. Sebbene infatti si potesse verificare un *delisting* con l'obiettivo di eludere gli obblighi legislativi, i dati storici, reperibili sul sito ufficiale della Borsa Italiana, dimostrano che non si è verificato un picco di tale fenomeno a seguito dell'annuncio della legge (Maida & Weber, 2019).

Bruno et al. (2018), effettuando un'analisi simile a quella sopra esposta per arco temporale e campione di riferimento, hanno anche evidenziato che non è stata solo la presenza delle donne a subire una variazione post-riforma, ma anche alcune caratteristiche generali dei Consigli di Amministrazione:

- dal 2008 al 2016 la presenza di amministratori indipendenti è aumentata dal 39,7% al 48,8%. Alla fine del 2016, 7 donne su 10 erano indipendenti;
- le donne di nuova nomina, in media più giovani degli uomini, hanno contribuito a bloccare l'aumento dell'età media degli amministratori: dal 2012 quest'ultima è passata da 57,6 a 56,6 anni. Infatti, in Italia, prima della riforma, i membri del consiglio di amministrazione di età superiore ai 70 anni non costituivano un'eccezione, rappresentando circa il 15% dei membri del consiglio. L'abbassamento dell'età degli amministratori può essere interpretato come il risultato di una composizione più equilibrata (Ferrari et al., 2018);
- per quanto concerne il livello di istruzione, è aumentata la quota di amministratori laureati e di quelli con titoli post-laurea (rispettivamente dal 76,3% all'86,7% e dall'11,5% al 18,7%), principalmente grazie alle donne, il cui livello di istruzione è in continuo aumento. Tuttavia, come emerge dallo studio di Ferrari et al. (2018) condotto sulle imprese italiane quotate tra il 2007 e il 2014, è interessante notare che, se ci si concentra sugli studi magistrali, il livello medio di istruzione più elevato dei membri del consiglio non è dovuto esclusivamente alle donne: dopo la legge sulle quote di genere, si trovano più uomini con un'istruzione superiore rispetto al passato. Ciò implica che è stata innalzata la qualità complessiva dei profili nominati;
- per quanto riguarda la figura degli amministratori *interlocking*, uno dei dubbi riguardanti l'introduzione delle Quote Rosa è stato l'eventualità della nomina delle stesse poche donne in tutti i Consigli di Amministrazione: ciò avrebbe vanificato lo scopo della misura legislativa stessa, ossia dare opportunità di carriera a tutti gli individui qualificati, indipendentemente dal genere, rischiando di produrre una riduzione della qualità della *Corporate Governance* (Ferrari et al., 2018). Tuttavia,

questa preoccupazione può essere accantonata: il numero medio di posizioni ricoperte da individui femminili non sembra mostrare un modello chiaro e crescente con la riforma (Ferrari et al., 2018). Infatti, dallo studio di Bruno et al. (2018), la percentuale delle amministratrici *interlocking* è passata da 20,8% nel 2008 a 29,8% nel 2016, ma non si registra un *trend* di crescita costante: i valori che vanno dall'anno 2010 (16%) all'anno 2013 (19,2%) sono inferiori a quelli sopra riportati e addirittura inferiori alla percentuale di amministratori uomini *interlocking* nello stesso periodo (28,9% nel 2010 e 24,8% nel 2013);

- la presenza di membri stranieri è aumentata dal 5,4 al 7% e quella delle minoranze dal 4,3 all'8,3%;
- la percentuale di amministratori legati o appartenenti alla famiglia dell'azionista di controllo è rimasta piuttosto stabile intorno al 16%, con una tendenza al ribasso registrata per le amministratrici (passata dal 50% nel 2008 all'11,8% nel 2016) e una al rialzo per gli amministratori uomini (dal 15,6% nel 2008 al 17,4% nel 2016). Dunque, vista anche la riduzione della percentuale delle donne amministratrici affiliate alla famiglia, si può eliminare un'altra delle principali preoccupazioni che ha accompagnato l'introduzione della legge Golfo-Mosca, ossia il rischio di nominare donne non competenti solo perchè legate alla famiglia dei proprietari (Ferrari et al., 2018).

Inoltre, in entrambe le analisi, sia quella condotta da Maida & Weber (2019) sia in quella di Bruno et al. (2018), si ha evidenza del fatto che il numero medio di membri nel Consiglio di Amministrazione si attesta intorno a dieci. Dunque, il rispetto della normativa è stato raggiunto attraverso la sostituzione degli amministratori esistenti piuttosto che a scapito del numero degli amministratori (Bruno, et al., 2018).

Nell'insieme, i cambiamenti finora descritti nella composizione del Consiglio di Amministrazione e il rispetto rigoroso della quota di genere suggeriscono che la predominanza maschile prima della riforma non fosse in realtà causata da una carenza nell'offerta di donne qualificate. Anzi, proprio la variazione nella composizione dei membri dell'organo amministrativo suggerisce lo sviluppo di una modernizzazione del processo di selezione dei componenti del *board* (Ferrari et al., 2018). Ciò ha elevato la qualità media del consiglio e segnato una discontinuità rispetto al modello precedentemente descritto, basato spesso su logiche familiari e caratterizzato da una

sostanziale staticità, con scarse opportunità di ricambio e innovazione nella composizione del *board* (Bianco, et al., 2015).

Nonostante i risultati a livello quantitativo siano stati positivi, la legge Golfo-Mosca presa singolarmente non rappresenta il punto di arrivo del percorso volto alla parità tra uomini e donne. Infatti, rendendo le quote di genere vincolanti ma temporanee, l'intento del legislatore italiano era quello di incoraggiare un cambiamento nella cultura aziendale, sostenendo la rimozione delle barriere che frenano la presenza femminile in posizioni di *leadership* e un rinnovamento culturale (Maida & Weber, 2019), grazie anche alla sperimentazione dei vantaggi derivanti dalla *gender diversity*. Tuttavia, nel concreto, solo un numero esiguo di società, a dieci anni dall'entrata in vigore della legge, aveva provveduto a opportune modifiche statutarie in modo da garantire il mantenimento della diversità di genere negli organi sociali anche qualora fossero terminati gli obblighi legislativi (Petrazzani, 2021). Proprio per questo, è stato ritenuto necessario ampliare e modificare la disciplina in materia introducendo la legge 160/2019, ossia la **legge di Bilancio per il 2020**, che si rivolge unicamente alle società quotate. Quest'ultima prevede una quota maggiore per il genere femminile, che passa da almeno un terzo della legge Golfo-Mosca ad **almeno due quinti**, e un'estensione dell'arco temporale di riferimento, che varia da tre a **sei mandati** consecutivi, a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e controllo successivo alla data di entrata in vigore della stessa legge, ossia il 1° gennaio 2020 (Ambrosi, 2020).

Il Rapporto CONSOB sulla *corporate governance* dimostra che, a fine 2024, la quota degli incarichi di amministratore ricoperti da donne è stabile al 43%, valore superiore alla quota di genere dei due quinti prevista dalla legge 160/2019 e anche alla media europea, pari a 35,1% nel 2025 (EIGE). Più raramente le donne arrivano a rivestire il ruolo di CEO o di presidente dell'organo amministrativo (rispettivamente in 18 e 28 casi, pari al 2,2% e 3,5% del totale degli incarichi femminili).

Infine, con una dimensione media di 9,6 membri nel 2023, in media in ciascun consiglio siedono 4,1 donne. Infatti, è in crescita la percentuale di società in cui il genere femminile è ugualmente o più rappresentato rispetto a quello maschile nell'organo di amministrazione (19% dei Consigli di Amministrazione, rispetto al 15% del 2023).

3. Le donne nei *board* e gli effetti della loro presenza

Partendo dal presupposto che le donne siano dotate di attributi unici in grado di aumentare le prestazioni del Consiglio di Amministrazione e, in ultima analisi, quelle dell'azienda (Simpson, et al., 2010), l'integrazione del genere meno rappresentato all'interno del *board* può generare effetti significativi sulle dinamiche d'impresa.

Ne consegue che, prima di studiare l'influenza delle donne nei consigli delle aziende quotate, sia bene soffermarsi sulle differenze comportamentali che distinguono i due generi; sono infatti queste ultime che contribuiscono in maniera sostanziale a generare gli impatti osservabili sui processi decisionali e sulla qualità della *governance*.

3.1 Le donne e l'avversione al rischio

Uno degli aspetti fondamentali su cui concentrarsi è il concetto di **avversione al rischio**. Quest'ultimo è un importante fattore del comportamento umano e ha la capacità di incidere profondamente su tutto il processo di *decision making* e, di conseguenza, anche sulle decisioni finali prese da ciascun individuo. Nel corso degli anni, tale tema è stato oggetto di diversi studi; tra questi, un ampio filone si è concentrato sulla differenza di *risk aversion* tra i due sessi: è oramai noto in letteratura che le donne presentano maggiore avversione al rischio degli uomini in una vasta gamma di ambiti (Sapienza, et al., 2009).

In questo contesto, uno studio significativo è stato condotto da Byrnes, Miller e Schafer (1999), i quali hanno eseguito una meta-analisi prendendo in considerazione 150 studi in cui sono stati comparati comportamenti maschili e femminili. I risultati ottenuti dimostrano che in 14 dei 16 tipi di rischio analizzati, i soggetti di sesso maschile mostrano una tendenza al rischio significativamente maggiore rispetto a quelli di sesso femminile.

Per dare una spiegazione concentra a tale fenomeno, si riescono a individuare due fattori principali:

- socio-culturali: ruoli e aspettative sociali influenzano l'atteggiamento e le preferenze degli individui. In particolare, secondo la *Social Role Theory*, le differenze nel comportamento di donne e uomini hanno origine nella diversa distribuzione dei compiti sociali (Eagly et al., 2000). Tali ruoli iniziano a essere acquisiti nella prima infanzia, vengono elaborati fino all'adolescenza e sono la

causa delle caratteristiche tipiche associate a ciascun sesso. Infatti, nella misura in cui le donne svolgono mansioni che richiedono prevalentemente comportamenti subordinati, propensi all'aiuto degli altri, compassionevoli e prudenti, tali tendenze diventano stereotipate e vengono *incorporate* in un ruolo di genere femminile (Eagly, et al., 2000); al contrario, agli uomini vengono associate qualità completamente opposte, come la dominanza e la competitività.

Dunque, se le norme sociali portano le donne a interiorizzare le caratteristiche finora citate, ne deriva che tali aspettative di genere contribuiscono a modellare anche il loro rapporto con il rischio. In particolare, ciò porta le donne a favorire comportamenti più conservativi e orientati alla minimizzazione delle conseguenze negative;

- biologici: numerose analisi prendono in considerazione l'impatto che alcuni ormoni, presenti in differente misura in uomini e donne, possono avere sulla tendenza a prendere o meno rischi. Ad esempio, focalizzando l'attenzione sul testosterone, il quale è definito ormone androgeno, esso è noto per enfatizzare la competizione e la tendenza a dominare e per ridurre la paura.

Sapienza et al. (2009) concentrano la loro attenzione sull'impatto che il testosterone può avere sulla propensione al rischio, analizzando un campione di 550 studenti MBA e le loro scelte di carriera in ambito finanziario. Tale studio conferma la minor propensione al rischio femminile ed evidenzia che tale tendenza non è imputabile solo a variabili socio-culturali, ma dipende anche da fattori biologici: è infatti emersa una correlazione negativa tra il testosterone e l'avversione al rischio. Dunque, tra le donne, livelli più alti di tale ormone sono legati a una maggiore inclinazione a comportamenti più rischiosi in modo statisticamente significativo: in questi casi, le donne tendono ad assumere scelte più simili a quelle degli uomini.

Tuttavia, l'avversione al rischio non si limita a essere una semplice preferenza individuale, in quanto può influire profondamente sulla vita delle imprese in cui le donne sono presenti e in cui queste hanno il potere di influire sul processo decisionale. Infatti, per comprendere appieno il motivo per cui tale aspetto peculiare delle donne rappresenti un elemento chiave, si riportano di seguito i risultati empirici di due studi:

- Hoang et al. (2019) studiano le imprese vietnamiti, confrontando quelle guidate da un CEO uomo e quelle guidate da una CEO donna, circa il 25% del campione complessivo. L'obiettivo primario è quello di osservare se le amministratrici

delegate siano avverse al rischio e, di conseguenza, abbiano una minore propensione a far operare l'impresa in settori più rischiosi. I risultati evidenziano una differenza sostanziale tra i due gruppi: le aziende guidate da donne presentano, in media, un indice di rischio inferiore rispetto a quelle guidate da uomini. In particolare, il divario è marcato se si osserva la percentuale di imprese operanti in settori ad alto rischio: nel 2013, il 40,1% delle aziende con amministratori delegati uomini era attivo in settori ad alto rischio, mentre il valore era solo del 27,7% per le aziende con CEO donne;

- Chen et al. (2019) prendono in analisi un campione di 1629 imprese tra il 1998 e il 2013, avendo un'ipotesi di base ben chiara: se la presenza delle donne nei *board* possa ridurre l'*over-confidence* dei CEO, prevalentemente uomini. Per misurare l'eccesso di fiducia dei *manager*, gli autori si basano sulla decisione di esercizio delle *stock option*: detenere opzioni *deep in the money*⁴ esercitabili suggerisce che i CEO sovrastimano i rendimenti dei loro progetti di investimento e rimandano l'esercizio delle opzioni per sfruttare i guadagni futuri attesi, il che sottintende un'eccessiva fiducia. I risultati ottenuti dimostrano che i CEO uomini di aziende con donne nei *board* hanno meno probabilità di detenere opzioni *deep in the money* e dunque, la rappresentanza femminile nei Consigli di Amministrazione modera le convinzioni eccessivamente ottimistiche sulle prospettive di crescita dell'azienda. Inoltre, le donne nei *board* sono associate a politiche di investimento meno aggressive, migliori decisioni di acquisizione e, in definitiva, a un miglioramento delle prestazioni aziendali, a condizione che siano presenti in settori dove l'*over-confidence* è più prevalente. Infine, analizzando anche il periodo di crisi economica, ossia gli anni che vanno dal 2007 al 2009, gli autori suggeriscono che le aziende con amministratrici registrano un calo minore nella *performance* operativa e azionaria durante la crisi.

3.2 Le donne e la performance

Una volta individuate le principali caratteristiche comportamentali delle donne, risulta possibile procedere con una rassegna dei risultati empirici emersi in diversi ambiti della vita aziendale.

⁴ Una opzione viene detta *deep in the money* quando il valore tra il prezzo di esercizio (*strike price*) al quale si ha il diritto di comprare o vendere l'attività sottostante e il prezzo di mercato è fortemente vantaggioso per il detentore dell'azione (Banco BPM).

Uno dei primi aspetti da analizzare è l'impatto che la presenza femminile può avere sulla *performance*. Quest'ultima può essere considerata una misura dell'efficacia delle decisioni manageriali e, allo stesso tempo, consente di valutare i benefici economici che tali scelte generano per l'impresa; per questo motivo, è importante analizzare se e in che modo le donne all'interno del Consiglio di Amministrazione abbiano un'influenza sui risultati aziendali. Negli ultimi anni, la letteratura sull'argomento è cresciuta in modo significativo; tuttavia, le evidenze empiriche sono ambigue e non univoche, individuando relazioni che variano da positive a negative a non esistenti.

Bennouri et al. (2018) analizzano il rapporto fra presenza femminile nei *board* e *performance* aziendale utilizzando un campione di 394 imprese francesi nel periodo che va dal 2001 al 2010; lo studio prende in considerazione tre indicatori, due dei quali contabili, ossia ROA e ROE, e uno basato sul mercato, ossia Tobin's Q.

In una prima analisi, gli esperti evidenziano un aumento significativo di ROA e ROE grazie alla partecipazione femminile, mentre un decremento di Tobin's Q. Tuttavia, studiare la mera presenza delle donne nei *board* sarebbe riduttivo: è importante capire che contributo portano nel consiglio e come le loro competenze possano influire al suo interno. In quest'ottica, sono stati presi in considerazione nove attributi relativi alle amministratrici, quali indipendenza, appartenenza ai comitati e istruzione, in modo da comprendere l'impatto reale della diversità di genere: unendo tali aspetti all'analisi, permane l'effetto positivo su ROA e ROE, ma scompare quello negativo su Tobin's Q.

Risultati globali meno positivi sono stati invece ottenuti da Adams e Ferreira (2009), i quali esaminano un vasto campione di imprese statunitensi quotate sui mercati Standard & Poor's 500, S&P MidCaps e S&P SmallCap tra gli anni 1996-2003. Studiando due indicatori di *performance*, ROA e Tobin's Q, gli esperti hanno individuato un effetto medio negativo della *gender diversity* sulle prestazioni aziendali, che emerge soprattutto per le aziende con una buona *governance* di base: in questi casi, le donne nei *board* possono portare a una riduzione del valore aziendale a causa di un effetto di *overmonitoring*.

Addirittura, Carter et al. (2010), analizzando le imprese statunitensi quotate su Standard & Poor's 500 negli anni 1998-2002 e considerando gli stessi due indicatori dello studio precedente, non riescono a trovare alcun tipo di relazione che legghi la presenza delle donne ai risultati aziendali: arrivano, dunque, alla conclusione che la diversità di genere non comporta né vantaggi né svantaggi sistematici.

Alla luce di risultati tanto eterogenei, diventa essenziale chiedersi quale sia realmente l'impatto della *gender diversity* sulla *performance*: proprio a questa domanda cerca di rispondere la meta-analisi di Post e Byron (2015). I due studiosi, infatti, nel tentativo di fare chiarezza, hanno combinato statisticamente i risultati di ben 140 studi, prendendo in analisi sia misure di *performance* contabili, sia di mercato, ed esaminando anche se i risultati variano a seconda dei contesti legali, normativi e socio-culturali delle aziende.

È stato trovato che la rappresentanza femminile nei Consigli di Amministrazione è positivamente correlata alle misure contabili. Tale relazione è maggiore nei Paesi con più tutele per gli azionisti: in questi contesti, infatti, l'esistenza di meccanismi di *governance* più rigorosi incentiva i *board* a valorizzare le diverse conoscenze, le esperienze e i valori che ogni membro può apportare al consiglio. Spostando invece l'attenzione sulle misure di mercato, sebbene globalmente la relazione sia prossima allo zero, essa è positiva nei Paesi con maggiore parità di genere e, al contrario, negativa in quelli con bassa parità. Ciò potrebbe accadere in quanto i pregiudizi culturali presenti possono influenzare negativamente le valutazioni degli investitori sul potenziale di guadagno futuro delle aziende che hanno più amministratori donne.

Per quanto concerne, invece, il panorama italiano, si riportano di seguito i risultati di due analisi:

- Bruno et al. (2018) analizzano le aziende quotate tra il 2008 e il 2016, riportando risultati differenti se si utilizzano modelli econometrici statici e dinamici. Nel primo caso, non emergono risultati significativi; nel secondo, lo studio evidenzia che, quando la percentuale di donne supera una determinata soglia, che varia tra il 17% e il 20% del *board*, le stime dimostrano un effetto positivo e significativo su tutte le misure di *performance* utilizzate, tra cui si citano ROA e ROE;
- Tenuta e Cambrea (2023) esaminano le imprese quotate tra gli anni 2006 e 2015, trovando, a livello generale, un effetto positivo dell'aumento della percentuale di donne nel *board* e dunque, una migliore *performance* finanziaria delle imprese. Tuttavia, lo studio non si concentra solo sulla percentuale di donne, ma anche sul ruolo che esse ricoprono all'interno del consiglio, ossia esecutive o indipendenti. Mentre le prime non risultano significativamente correlate con l'andamento economico dell'azienda, una quota maggiore di donne indipendenti nel *board* mostra un'associazione positiva significativa con i risultati aziendali.

Guardando complessivamente le evidenze empiriche, si può dedurre che l'impatto delle donne sulla *performance* aziendale è spesso contraddittorio e non si riesce a evincere un effetto uniforme.

In merito a ciò, Hermalin e Weisbach (2003) affermano che la *performance* è funzione di una moltitudine di fattori differenti e, proprio per questo, è difficile separare dagli altri l'effetto che la composizione del *board* ha sui risultati aziendali. Per tale motivo, risulta più utile indagare su un altro aspetto altrettanto cruciale nella vita di un'impresa: il ruolo della *gender diversity* nel migliorare la *governance* del Consiglio di Amministrazione.

Prima di entrare nel dettaglio della trattazione, però, è necessario richiamare i principi della teoria dell'agenzia; quest'ultima rappresenta uno dei contributi teorici più importanti per comprendere i meccanismi di supervisione e controllo all'interno del *board*.

3.3 La teoria dell'agenzia

La **teoria dell'agenzia** è considerata una delle teorie più consolidate e antiche nella letteratura economica e di *management*. Tra i lavori più illustri e significativi in tale ambito, spicca quello di Jensen e Meckling (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

I due autori forniscono una nuova visione del concetto di impresa, definendola come una forma di finzione giuridica che funge da nesso per una molteplicità di **rapporti contrattuali**. A partire da questa impostazione, Jensen e Meckling (1976) si propongono di analizzare e proporre una soluzione ai problemi che sorgono in maniera spontanea e inevitabile a causa della separazione tra proprietà e controllo. Quest'ultima consiste nel fatto che la proprietà delle imprese è detenuta da un singolo o da un gruppo ristretto di individui, gli azionisti, che però decidono di delegare la gestione dell'attività a un gruppo di *manager* qualificati (Panda & Leepsa, 2017). È proprio qui che nasce il cosiddetto **rapporto di agenzia**: quest'ultimo è definito da Jensen e Meckling (1976) come un **contratto** in base al quale una o più persone, ossia i principali, assumono un'altra persona, ossia l'agente, per svolgere un servizio per loro conto, conferendo all'agente parte del loro potere decisionale. Calando questa definizione nel contesto di interesse, risulta chiaro che il principale è rappresentato dall'azionista, mentre l'agente coincide con il *manager*.

Per sua natura, il rapporto di agenzia è intrinsecamente problematico in quanto le due parti possono avere obiettivi e interessi differenti. Tale disallineamento genera un conflitto, noto come conflitto principale-agente, e solleva il dubbio che l'agente non agisca a beneficio del

principale, ma cerchi invece di massimizzare i propri interessi e la propria utilità, tenendo in considerazione l'ipotesi di razionalità delle azioni umane.

Si crea così un problema di **asimmetria informativa**, una condizione in cui le due parti non dispongono delle stesse informazioni, la quale può essere suddivisa in:

- selezione avversa o informazione nascosta: si tratta di un'asimmetria informativa ex-ante, ossia prima della stipula del contratto. In questo caso, l'agente possiede un'informazione privata circa alcune sue caratteristiche rilevanti, come la funzione di costo e utilità, le sue capacità e la propensione o meno al rischio. Tali caratteristiche non sono osservabili dal principale che non è in grado di effettuare una distinzione tra individui di qualità diversa. Quindi, se non vi sono meccanismi informativi efficaci, il principale è indotto a offrire un livello di compenso basato sulla qualità media attesa degli agenti. Tuttavia, tale remunerazione risulta troppo bassa per i soggetti più meritevoli e troppo alta per quelli meno meritevoli, riducendo l'incentivo dei primi ad accettare il contratto. Di conseguenza, il mercato tende a essere popolato prevalentemente da individui con caratteristiche non ottimali, generando un vero e proprio fallimento di mercato, come dimostrato da Akerlof (1970) nel suo celebre contributo *Market for Lemons*.

Per cercare di diminuire gli effetti negativi di questo tipo di asimmetria informativa, è possibile attuare due meccanismi:

- segnalazione: consiste nell'invio da parte dell'agente, di informazioni credibili sulle proprie caratteristiche private, come l'istruzione, al fine di distinguersi dagli individui di qualità inferiore (Spence, 1973);
- *screening*: Stiglitz e Rothschild (1976) hanno mostrato come il principale possa estrarre informazioni da coloro che sono meglio informati, offrendo la possibilità di scelta tra un insieme di contratti alternativi e inducendo l'agente, tramite la selezione, a rivelarsi.

Traslando quanto detto al contesto aziendale, il problema della selezione avversa può emergere nella scelta dei *manager*: gli azionisti potrebbero non essere in grado di distinguere ex-ante dirigenti realmente competenti da quelli opportunisti, con effetti potenzialmente negativi sulla *governance* dell'impresa;

- azzardo morale: è un tipo di asimmetria informativa ex-post, che quindi si manifesta dopo la stipula del contratto. In questo caso, il problema non riguarda le caratteristiche nascoste dell'agente, bensì le sue azioni non osservabili. Infatti, una volta delegato il compito, il principale può solo osservarne il risultato; quest'ultimo

però è l'insieme di una moltitudine di fattori, tra cui lo sforzo dell'agente e il caso, che il principale non è in grado di verificare singolarmente. Dunque, essendo l'impegno non direttamente osservabile, l'agente non è propenso in maniera autonoma ad acquisire un comportamento diligente. Affinchè si possa assicurare ciò, occorre predisporre azioni di monitoraggio, di cui si parlerà a breve, e meccanismi di incentivazione; uno di questi potrebbe essere quello di siglare un contratto in grado di collegare il compenso monetario dell'agente all'evento di successo o insuccesso. Tuttavia, poiché si deve tener conto anche dell'avversione al rischio dell'agente, il quale non accetta di essere remunerato soltanto in base alla prestazione, deve essere prevista una paga composta sia da una parte fissa sia da una variabile, collegata al risultato ottenuto.

Alla luce di quanto detto, è dunque impossibile per il principale o per l'agente garantire che quest'ultimo agisca sempre in modo allineato agli interessi del principale a costo zero. Inevitabilmente, se si parte dal presupposto che ogni individuo massimizza la propria utilità, il tentativo di limitare il disallineamento degli obiettivi comporta l'insorgere di costi, definiti **costi di agenzia**; al riguardo, Jensen e Meckling (1976) prevedono una classificazione di tali costi in tre categorie:

- *monitoring*: essi rappresentano le varie spese sostenute dal principale per osservare, verificare e influenzare il comportamento dell'agente, con l'obiettivo di evitare comportamenti opportunistici. I costi di monitoraggio possono comprendere la presenza di revisione interna e di vincoli di bilancio, l'esecuzione di controlli formali, come *audit*, ma anche le spese di reclutamento, formazione e sviluppo sostenute per i *manager*;
- *bonding*: si riferiscono ai costi sostenuti dall'agente stesso per dimostrare il proprio allineamento agli interessi del principale e ridurre la probabilità di conflitti, mostrando esplicitamente il suo legame (*bond*) all'impresa. I *manager* possono, ad esempio, mantenere una partecipazione azionaria superiore a quella desiderata, pagare revisori esterni e accettare schemi di incentivo rischiosi, contratti incentivanti legati alla *performance* e politiche di *disclosure* volontaria. Si tratta dunque di comportamenti auto-imposti dagli agenti per ridurre la sfiducia dei principali e limitare l'azzardo morale.

Tipicamente, i costi di *bonding* e i costi di monitoraggio sono inversamente proporzionali: i primi aumentano con la diminuzione dei secondi (Panda & Leepsa, 2017);

- *residual loss* o perdita residua: nonostante i due costi appena descritti, il disallineamento degli interessi tra principale e agente non si riesce a eliminare completamente e rappresenta quindi un elemento di inefficienza, che genera la cosiddetta perdita residua. Quest'ultima rappresenta la differenza tra il valore ottimale dell'impresa, ottenuto in assenza di conflitti di agenzia e asimmetrie informative, e il valore effettivo realizzato, evidenziando l'inevitabile riduzione di benessere degli azionisti. Proprio per questo, Williamson (1988) sottolinea che la *residual loss* è la componente chiave del costo dell'agenzia, che dovrebbe essere ridotta al minimo possibile dal principale.

In equilibrio, i costi marginali delle agenzie, dati dalla somma dei tre sopra esposti, dovrebbero eguagliare i benefici marginali del monitoraggio e del *bonding*.

Tra gli svariati fattori che influiscono sui costi di agenzia, vi è il fenomeno del *free-riding*, il quale è comune nelle imprese con una grande dispersione di capitale. In tali contesti, i singoli azionisti hanno scarso incentivo a impegnarsi nel monitoraggio del *management*, poiché i benefici derivanti da un'azione di controllo vengono condivisi da tutti gli azionisti, mentre il costo rimane interamente a carico di chi la sostiene. Ciò implica che nessun azionista che agisce in maniera razionale si farebbe carico singolarmente di iniziative volte a ridurre l'opportunismo manageriale, nonostante queste rientrino nell'interesse non solo del singolo ma anche dell'insieme di proprietari.

In assenza di meccanismi di *governance* alternativi, in queste circostanze il monitoraggio risulta inefficiente o assente e ciò conferisce ai *manager* una maggiore discrezionalità decisionale, aumentando i costi di agenzia e in particolare, la perdita residua.

È chiara quindi la necessità dei meccanismi, interni ed esterni, della *Corporate Governance*, la quale nasce proprio a causa delle problematiche collegate alla separazione tra proprietà e controllo, con l'obiettivo di proteggere gli azionisti dall'opportunismo manageriale. In questo contesto teorico, il *board* rappresenta il principale meccanismo interno di *Corporate Governance*; come già anticipato, Hermalin e Weisbach (2003) affermano che i Consigli di Amministrazione non possono essere considerati una semplice struttura formale, bensì una parte centrale della soluzione di mercato ai problemi

contrattuali, ossia i rapporti di agenzia, presenti all'interno delle imprese tra azionisti e *manager*, rappresentando una vera e propria soluzione di equilibrio.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione svolge il compito di mitigare i conflitti di agenzia, sia attraverso un insieme articolato di azioni volte ad allineare gli interessi tra principale e agente, sia grazie alla sua stessa presenza. Infatti, già quest'ultima funge da strumento di disciplina per il *top management*, il quale è consapevole che, periodicamente, dovrà dar conto delle sue azioni davanti al consiglio (Adams, et al., 2010).

Per quanto concerne invece le azioni compiute dal *board*, esso partecipa attivamente al **processo decisionale strategico**; di fatto, sebbene la gestione operativa sia delegata al *management*, vi è un contributo attivo da parte dell'organo amministrativo alla formulazione degli obiettivi aziendali di lungo periodo, nonché alla selezione dei progetti (Adams, et al., 2010) e all'esame e all'approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari. Attraverso questo coinvolgimento circa le decisioni significative per la vita dell'impresa, il Consiglio di Amministrazione limita la possibilità che i *manager* perseguano strategie di crescita opportunistica.

Inoltre, ancora più importante per la risoluzione dei problemi di agenzia è l'operato del Consiglio di Amministrazione circa il **monitoraggio** dei dirigenti (Adams, et al., 2010): l'organo amministrativo interagisce con il *top management* ed effettua valutazioni periodiche, attuando un controllo sull'esecuzione dei piani aziendali (Codice di *Corporate Governance*, 2020) e sulle *performance* ottenute. In particolare, dato che i *board* sono generalmente composti da un mix di *inside directors*, ossia amministratori facenti parte del *management*, e *outside directors*, ossia amministratori non esecutivi e/o indipendenti (Hermalin e Weisbach, 2003), il ruolo di monitoraggio è di norma affidato a questi ultimi. Di fatto, Hermalin e Weisbach (1998) suppongono che il dominio e la presenza degli *outside directors* sia un buon indicatore dell'indipendenza del consiglio. Dunque, vista l'attività di controllo svolta dal *board*, è chiaro che i costi di mantenimento dei Consigli di Amministrazione non siano semplici costi amministrativi, ma dei veri e propri costi di *monitoring* (Panda & Leepsa, 2017), aventi lo scopo di ridurre la perdita residua.

Tuttavia, l'attività del Consiglio di Amministrazione non si esaurisce in un mero controllo a sé stante: oltre al monitoraggio di ciò che fa il *top management*, il *board* ha gli elementi per effettuare la determinazione delle sue capacità intrinseche. Tali informazioni sono molto importanti in quanto è proprio l'organo amministrativo che controlla i processi attraverso i quali gli amministratori esecutivi e il CEO vengono scelti, promossi, e, se

necessario, licenziati (Adams, et al., 2010) e ha quindi il potere di attuare dei meccanismi di disciplina e incentivi.

Un esempio di elemento di disciplina è il *turnover* del CEO, ossia il tasso di sostituzione del CEO in un determinato lasso temporale. È infatti noto che esiste una relazione statisticamente significativa tra *performance* negativa della società e probabilità di sostituzione del CEO (Adams, et al., 2010; Hermalin e Weisbach, 2003): in particolare, quando la *performance* è scarsa, la probabilità che il CEO venga sostituito aumenta. Per identificare meglio il ruolo svolto dal Consiglio di Amministrazione, Weisbach (1988) studia come e se la composizione del Consiglio di Amministrazione possa influenzare o meno la scelta di sostituzione; i risultati ottenuti evidenziano che quando vi è una prevalenza di *outside directors*, il *turnover* dei CEO è più sensibile alle *performance* aziendali rispetto alle aziende dove vi è una maggioranza di *inside directors*. Ciò conferma il fatto che il monitoraggio è di solito un compito svolto in maniera più efficace e corretta dagli amministratori non esecutivi; questi ultimi, a differenza di quelli esecutivi, rispondono in maniera più obiettiva alle problematiche perché le loro carriere non sono legate a quelle del CEO e non vi è la paura che, a seguito della sostituzione dell'amministratore delegato, gli azionisti rispondano richiedendo una pulizia netta del *top management* (Hermalin e Weisbach, 2003).

Oltre a ciò, un meccanismo di incentivazione che il Consiglio di Amministrazione è in grado di attuare, è quello della scelta della remunerazione, con l'obiettivo dunque di mitigare i problemi di azzardo morale. Di fatto, come tutti gli attori economici, si presume che anche gli amministratori preferiscano maggiore ricchezza rispetto a minore ricchezza e pertanto, dovrebbero essere sensibili agli incentivi finanziari. Non è un caso che spesso vengano utilizzati incentivi come commissioni aggiuntive per la partecipazione alle riunioni consiliari, *stock option*, *stock grant* e bonus di prestazione (Adams, et al., 2010). Inoltre, una delle strategie di compensazione utilizzate per incentivare i *manager* è la *pay for performance*, ossia un sistema retributivo in cui una parte significativa della remunerazione del *top management* è collegata al raggiungimento di risultati aziendali specifici e misurabili, anziché basarsi su una tariffa fissa. Così facendo, l'intento è quello di allineare gli interessi tra azionisti e *manager*: se questi ultimi traggono un beneficio diretto dal miglioramento delle *performance* societarie, allora avranno maggiori incentivi a comportarsi in modo coerente con l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa.

Tuttavia, Hermalin e Weisbach (1998) ipotizzano che, quando CEO dimostra di essere una "*rare commodity*" ottenendo risultati eccezionalmente buoni, aumenta il suo potere

contrattuale all'interno del *board*, ottenendo con successo, sia un minore controllo da parte del Consiglio di Amministrazione, sia una maggiore retribuzione.

Si evince dunque che i risultati ottenuti dal *board* nel mitigare i costi di agenzia non sono affatto scontati: un *management* potente può selezionare amministratori meno indipendenti o più "amichevoli", compromettendo la funzione di vigilanza. Diviene perciò essenziale analizzare gli attributi intrinseci del consiglio che ne determinano l'indipendenza e la capacità critica. Infatti, non è importante la sola presenza del Consiglio di Amministrazione, ma anche le sue caratteristiche, come la dimensione e la sua composizione (Hermalin e Weisbach, 2003): quest'ultima è spesso la principale determinante dell'efficacia del monitoraggio. Ad esempio, l'indipendenza degli amministratori, il loro grado di esperienza e il potere contrattuale che hanno nel consiglio, incidono profondamente sulla capacità del Consiglio di Amministrazione di tutelare gli azionisti.

In questo contesto, le donne, che presentano, come già dimostrato, caratteristiche comportamentali differenti rispetto ai colleghi uomini, potrebbero rappresentare un valore aggiunto nel migliorare in maniera naturale il processo di monitoraggio del *board*, ottimizzando la qualità della *governance*.

3.4 Le donne come meccanismo di *Corporate Governance*

È nel campo della *Corporate Governance* che le donne tipicamente si distinguono dagli uomini e fanno percepire a tutto tondo gli effetti della loro presenza all'interno del Consiglio di Amministrazione. Tra i contributi più influenti in questo campo vi è sicuramente lo studio condotto da Adams e Ferreira (2009) che fornisce evidenze empiriche particolarmente significative sul ruolo delle donne nei meccanismi di monitoraggio e supervisione del *board*. Dapprima, i due autori si concentrano sul tasso di presenza alle riunioni del consiglio, visto che esse rappresentano un meccanismo fondamentale attraverso il quale gli amministratori ottengono le informazioni necessarie per svolgere i propri doveri. In particolare, è dimostrata una maggiore partecipazione femminile alle riunioni consiliari rispetto a quella maschile, evidenziando che le donne risultano meno soggette a problemi di assenze, con una probabilità circa del 30% inferiore rispetto agli uomini di saltare gli incontri del *board*. Il risultato rimane stabile anche prendendo in considerazione altre caratteristiche degli amministratori, quali indipendenza,

età, stato pensionistico e numero di altri incarichi dirigenziali: ciò è coerente con un'ampia letteratura che sostiene che le donne sembrano comportarsi in modo diverso rispetto agli uomini, essendo intrinsecamente diverse da loro. Proprio il comportamento differente del genere femminile può indurre anche quello maschile a diversificare il proprio: grazie alla percentuale di donne nel *board*, anche gli amministratori uomini sembrano meno propensi ad assentarsi, con una riduzione del 9% dei problemi di presenza alle riunioni. Gli stessi amministratori uomini, come si evince dallo studio di Terjesen et al. (2009), affermano che la presenza delle donne può incidere sul loro approccio verso gli altri individui, portandoli a moderare il linguaggio, ad assumere atteggiamenti più civili e a moderare la loro mascolinità, oltre che ad aumentare l'attenzione per le prospettive altrui. Ciò può portare a prestazioni più efficaci del consiglio e a una migliore *governance*.

Inoltre, Adams e Ferreira (2009) non si limitano a studiare il *board* nel suo complesso, ma concentrano anche l'attenzione sui comitati presenti al suo interno che, di norma, sono specializzati in compiti strettamente definiti; a titolo esemplificativo, si cita l'esistenza del Comitato Remunerazione, del Comitato Nomine e del Comitato Controllo e Rischi. Il motivo di tale scelta è l'idea di base che gli amministratori che siedono in tali comitati abbiano maggiori probabilità di influenzare la *governance* del Consiglio di Amministrazione grazie al loro contributo sugli aspetti del monitoraggio e sulla definizione degli obiettivi. A parità di altre condizioni, è stato trovato che la probabilità che le donne facciano parte di almeno uno di questi comitati è superiore di 3,5 punti percentuali rispetto a quella degli uomini.

Si evince dunque che le donne sono sovrarappresentate in ruoli legati al monitoraggio: Adams e Ferreira (2009) trovano che la percentuale di donne nei comitati sia superiore alla percentuale di donne nei Consigli di Amministrazione. Ciò suggerisce che le donne vengano nominate nei comitati il più delle volte, con una sola importante eccezione, ossia il Comitato Remunerazione.

Dunque, finora, sono stata osservate una maggiore partecipazione alle riunioni consiliari e una propensione più netta a rivestire ruoli di controllo. Tuttavia, ciò non basta di per sé ad affermare che le donne abbiano effettivamente un impatto sulle scelte di *governance*. Per tale motivo, Adams e Ferreira (2009) prendono in analisi tre decisioni:

- *CEO turnover*: la percentuale di donne nei consigli di amministrazione sembra essere un fattore determinante della sensibilità del *turnover* alla *performance*. Il fattore importante è che tale effetto è anche più robusto di quello degli

- amministratori indipendenti: dopo aver tenuto conto della percentuale di donne, l'indipendenza degli amministratori non sembra più avere un impatto degno di nota;
- stipendio degli amministratori: la *gender diversity* nei Consigli di Amministrazione è associata a una maggiore retribuzione basata su partecipazione azionaria (*equity-based pay*), ossia una forma di compenso in cui i dipendenti ricevono quote di proprietà, come azioni e *stock option*, oltre al denaro, legando il loro guadagno alla *performance* e al successo a lungo termine dell'impresa. Ciò, in linea con la teoria dell'agenzia, implica un Consiglio di Amministrazione più allineato agli interessi degli azionisti;
 - stipendio del CEO: la presenza femminile non sembra un fattore determinante nella struttura della retribuzione degli amministratori delegati. Tuttavia, ciò non stupisce: come detto prima, è più probabile che le donne facciano parte di comitati generalmente responsabili della determinazione della retribuzione degli amministratori, come il Comitato Nomine, ma non di quello addetto allo stipendio del CEO, ossia il Comitato Remunerazione.

Per le conclusioni tratte, i due autori sottolineano l'effetto positivo delle donne sull'efficacia dei compiti del consiglio, tanto da paragonare il comportamento e l'impatto degli amministratori donna simili a quelli degli amministratori indipendenti, anche qualora queste non lo siano.

Dunque, le donne possono essere considerate dei **meccanismi di Corporate Governance** e, come tali, dovrebbero concorrere alla diminuzione dei costi di agenzia, in particolare quelli relativi alla perdita residua. Ain et al. (2020), studiando un campione di oltre 2500 imprese quotate cinesi nell'arco temporale che va dal 2004 al 2017, si concentrano proprio sui costi di agenzia; i due autori utilizzano due *proxy*:

- l'*expense ratio*, ossia il rapporto tra spese amministrative e ricavi annuali, che tiene conto del consumo eccessivo di *benefit* ed è utilizzato per il controllo dei costi operativi;
- l'*asset utilization ratio*, ossia il rapporto tra ricavi annuali e attività totali, come *proxy* dell'efficacia con cui un'impresa utilizza le proprie attività.

L'analisi sottolinea come la presenza delle donne nei *board* diminuisce significativamente i costi di agenzia che un'impresa deve sostenere; addirittura, un aumento del numero di donne, in particolare da tre in poi, riduce tali costi in modo ancora più efficiente. Ciò è

totalmente in linea con la teoria della massa critica, un concetto chiave che sarà approfondito nel paragrafo 3.6.

3.5 La teoria della dipendenza delle risorse

Sebbene la teoria dell'agenzia rappresenti uno dei fondamenti teorici cardine per analizzare e comprendere il perché dell'esistenza del Consiglio di Amministrazione, essa offre una visione parziale del ruolo del *board* all'interno dell'impresa. Infatti, per avere il quadro completo delle funzioni dell'organo amministrativo, occorre aggiungere un ulteriore contributo teorico, ossia la **teoria della dipendenza delle risorse**, formalizzata nell'opera seminale di Pfeffer e Salancik, *The External Control of Organizations* (1978).

Essa vede l'impresa come un sistema aperto, dipendente dalle contingenze dell'ambiente esterno (Hillman et al., 2009). Secondo questa prospettiva, le organizzazioni non sono entità autosufficienti, bensì il loro successo e la loro sopravvivenza sono determinati dalle capacità di ottenere e mantenere le risorse critiche fornite dall'ambiente esterno.

In tale contesto di incertezza e interdipendenza, il Consiglio di Amministrazione assume un ruolo chiave: esso si deve occupare del collegamento del mondo aziendale con quello esterno. Infatti, un'altra sua funzione, oltre che quella strategica e di monitoraggio, è anche quella di **fornire le risorse** all'impresa, dove, con il termine "risorsa" si intende tutto ciò che potrebbe essere considerato un punto di forza o di debolezza per una determinata azienda o, più formalmente, si tratta di quelle attività, materiali e immateriali, che sono legate in modo semipermanente all'impresa (Wernerfelt, 1984). Per comprendere meglio come l'organo amministrativo svolge tale compito, è essenziale analizzare il capitale del *board* (*board capital*), il quale può essere suddiviso in capitale umano e capitale relazione.

Il primo rappresenta l'insieme di conoscenze, abilità, competenze e reputazione che gli individui accumulano attraverso istruzione ed esperienza, mentre il secondo fa riferimento alla rete di relazioni sociali e professionali di cui ogni membro dispone e che può mettere a disposizione dell'impresa (Hillman & Dalziel, 2003).

Il capitale del *board* nel suo complesso contribuisce positivamente alla generazione dei quattro benefici che, in linea con la teoria della dipendenza delle risorse, il consiglio è in grado di apportare all'impresa (Hillman & Dalziel, 2003; Pfeffer & Salancik, 1978):

- consulenza e assistenza: i Consigli di Amministrazione sono frequentemente costituiti da soggetti con profili professionali eterogenei, tra cui avvocati, rappresentanti del settore finanziario, *top manager* di altre imprese, esperti in affari

pubblici o *marketing*, ex funzionari governativi e *leader* della comunità, nonché altri consiglieri che apportano competenze, esperienze e capacità rilevanti, contribuendo in tal modo all'attività di consulenza e supporto strategico all'impresa;

- legittimità e reputazione: il prestigio degli amministratori può aumentare la credibilità, fungendo da segnale di qualità per l'esterno. Agli occhi di investitori e creditori, la presenza di amministratori autorevoli riduce l'asimmetria informativa, suggerendo che l'azienda è gestita secondo *standard* elevati e riducendo così la percezione del rischio;
- accesso ai canali di informazione: il *board* fornisce all'azienda informazioni tempestive e preziose, contribuendo a ridurre i costi di transazione e migliorando così le prestazioni globali. In particolare, gli amministratori *interlocking* hanno un grande impatto in questo campo: essi, infatti, permettono una diffusione più aperta delle informazioni tra le aziende e una riduzione dei costi di coordinamento verticale, oltre al fatto che possono fungere da meccanismo per la diffusione dell'innovazione;
- accesso preferenziale alle risorse: il capitale relazionale del Consiglio di Amministrazione può rivelarsi determinante per l'acquisizione di risorse provenienti da attori esterni, quali fornitori di capitale finanziario, istituzioni politiche e regolatorie, nonché da altri gruppi rilevanti di *stakeholder*, tra cui clienti, fornitori e comunità locali. In particolare, i legami inter-organizzativi dei membri del consiglio consentono alle imprese di assicurarsi risorse critiche, spesso a condizioni più favorevoli, contribuendo così al rafforzamento della posizione competitiva dell'impresa, abbassando i costi di transazione e diminuendo l'incertezza per l'azienda.

Alla luce delle considerazioni precedenti, emerge con chiarezza come il capitale del Consiglio di Amministrazione rappresenti un elemento essenziale affinché il *board* possa svolgere efficacemente la propria funzione di collegamento tra l'impresa e l'ambiente esterno, agevolando l'accesso a informazioni rilevanti, risorse finanziarie e opportunità strategiche. Dato che il capitale del *board* è strettamente legato alle caratteristiche dei suoi membri e ai rispettivi percorsi professionali, risulta evidente il ruolo strategico rivestito dalla composizione del Consiglio di Amministrazione all'interno di tale quadro teorico.

Hillman, Cannella e Paetzold (2002) studiano i *board* delle aziende statunitensi quotate nel segmento Fortune 1000, per analizzare l'impatto che le donne hanno su questo aspetto del Consiglio di Amministrazione. I risultati evidenziano che la presenza femminile nei *board* impatta sia sul capitale umano sia su quello relazionale; in particolare, le donne presentano dei livelli di educazione più elevati rispetto ai colleghi uomini e ciò può essere dunque una dimostrazione di capacità anche per l'ambiente esterno. Inoltre, sembrano avere alle spalle percorsi professionali differenti dagli amministratori uomini, con carriere tipicamente lontane dal contesto manageriale. Nonostante ciò, le donne sono in grado di apportare contributi di rilievo ai Consigli di Amministrazione in cui operano, quali competenze legali, in ambito di *marketing* e pubbliche relazioni, oltre a ricoprire frequentemente ruoli di *leadership* civica, comunitaria e governativa che possono facilitare l'accesso alle risorse critiche.

Dunque, le donne portano con loro un bagaglio di varietà di competenze, conoscenze professionali, formazione avanzata e relazioni con l'ambiente esterno. Ciò permette anche di influire in maniera positiva sulla reputazione delle imprese, sia direttamente sia indirettamente, migliorando la *Corporate Social Responsibility* (CSR) (Bear et al., 2010).

In sintesi, se la teoria dell'agenzia e la teoria della dipendenza delle risorse forniscono le basi razionali per comprendere il valore potenziale che le donne apportano al *board*, viene presupposto implicitamente che tali contributi possano emergere senza ostacoli. Tuttavia, non è sufficiente che una risorsa sia presente affinché venga sfruttata, ma occorre che essa sia in grado di influenzare concretamente i processi interni; per tale motivo, è necessario analizzare la teoria del tokenismo e della massa critica.

3.6 La teoria del tokenismo e la massa critica

Affinchè l'impatto delle donne nei *board* sia reale e concreto, è necessario che queste si sentano accolte in un ambiente dove le loro opinioni vengono prese in considerazione. Infatti, quando si è l'unica o una delle poche donne nell'"*old boys' club*", può essere difficile far sentire la propria voce e impattare in maniera significativa sulle scelte societarie, essendo una minoranza.

Le donne nei Consigli di Amministrazione possono essere considerate un sottogruppo minoritario all'interno di un gruppo più ampio (Torchia et al, 2011) e in quanto tali, verranno considerate come un simbolo o un "*token*" all'interno di un insieme di

“*dominant*” (Kanter, 1977a, b). In questo caso, la presenza femminile si limita semplicemente a simboleggiare la rappresentanza del genere, ma i singoli individui e le loro competenze individuali scompaiono; si generano quindi delle dinamiche intra-gruppo che portano tre conseguenze per i *token* (Torchia et al., 2011):

- visibilità: la minoranza è costantemente osservata e sottoposta a un controllo più stringente, in quanto di norma è percepita negativamente e quindi spesso messa in dubbio e non considerata attendibile. Ciò crea una pressione sulle prestazioni significativamente superiore rispetto a quella esercitata sui membri del gruppo dominante, la quale non deriva tanto dalla valutazione dei risultati, quanto dal semplice fatto che tali membri sono etichettati come diversi;
- polarizzazione: il gruppo dominante, sentendo la sua autorità minacciata, tende a mettersi a confronto con quello minoritario, analizzando le somiglianze tra i due, ma soprattutto, enfatizzandone le differenze. Ne consegue spesso l’esclusione dei *token* dalle reti informali di interazione e socializzazione, con un conseguente isolamento e un forte senso di disagio;
- assimilazione: secondo Kanter (1977a, b), i *token* e nel caso specifico, la figura femminile, vengono stereotipati e, anche se ci sono differenze tra i membri del gruppo minoritario, queste non vengono percepite da quello di maggioranza. Ciò rappresenta una barriera per le donne a esercitare un’influenza positiva nel processo decisionale in un gruppo.

Alla luce di ciò, le donne potrebbero avere la tendenza a conformarsi alle idee e ai comportamenti del gruppo di maggioranza a causa della difficoltà di manifestare il proprio punto di vista e le proprie idee, vanificando gli scopi economici, al di là di quelli di giustizia sociale, per i quali sono state introdotte le quote rosa. In questo senso, dunque, l’eterogeneità all’interno del *board* non prende più un’accezione positiva, ma esattamente il contrario.

Ciò avviene fino a quando la dimensione del gruppo minoritario non aumenta al punto da non rappresentare più una minoranza simbolica, ma una influente e significativa: in questo caso, la natura delle relazioni nel *team* cambia qualitativamente (Torchia et al., 2011). Infatti, Kanter (1977a, b) sostiene che, quando la dimensione del gruppo minoritario raggiunge una certa soglia, anche definita **massa critica**, esso guadagna la fiducia della maggioranza; quest’ultima inizia a prendere davvero in considerazione gli individui in minor numero e a trarre vantaggio dalle risorse che le donne possono apportare

all'organizzazione. Pertanto, ne consegue che l'influenza della minoranza dipende sia dalla forza sia dal numero dei suoi membri (Latanè, 1981).

La teoria di Kanter (1977), però, non specifica in maniera esplicita il numero di persone minimo necessario per raggiungere la massa critica. Per rispondere a questa domanda, particolare rilevanza assume l'esperimento sociale condotto da Asch (1951), il quale sottopone un gruppo di studenti a un test di percezione visiva. In tale test, viene chiesto loro di pronunciare un giudizio sulla lunghezza di diverse linee tracciate in una serie di esposizioni, esprimendo opinioni e paragoni circa la lunghezza o l'uguaglianza delle linee mostrate. Il risultato ha portato evidenze chiare: quando un individuo si trova di fronte al pensiero unanime di almeno tre persone, anche se esso è sbagliato, sente la pressione di doversi conformare agli altri.

Traslando tale concetto all'interno del Consiglio di Amministrazione, Kramer et al. (2006) giungono agli stessi risultati: sebbene una donna sola possa dare nel suo piccolo un contributo sostanziale, e due donne siano generalmente più potenti di una, incrementare il numero di donne a tre, o più, aumenta la probabilità che le loro idee vengano ascoltate e che le dinamiche nei Consigli di Amministrazione cambino sostanzialmente. In particolare, avere una massa critica di donne direttrici è positivo per la *governance* aziendale in almeno tre modi:

- è più probabile che il contenuto della discussione durante le riunioni consiliari includa le prospettive delle molteplici parti interessate che influenzano e sono influenzate dalle prestazioni aziendali, non solo gli azionisti ma anche i dipendenti, i clienti e i fornitori;
- le problematiche più complesse da analizzare hanno molte meno probabilità di essere ignorate, il che si traduce in un migliore processo decisionale;
- il *board* risulta più collaborativo, attivo ed efficace almeno nel 79% dei casi (Schwartz-Ziv, 2017) ed è garantita anche una migliore comunicazione non solo all'interno dell'organo amministrativo ma anche tra il consiglio e gli *stakeholder* (Terjesen et al., 2009).

Inoltre, raggiungere la massa critica di donne nel *board* permette di migliorare il processo di selezione del *management*, riducendo l'influenza dell'"*old boys' club*" grazie a una maggiore propensione ad affidarsi a *search consultant*, ossia professionisti che offrono consulenza specialistica in vari campi della vita d'impresa, tra cui l'ambito risorse umane (Terjesen et al., 2009). Oltre a ciò, i Consigli di Amministrazione risultano

significativamente più attivi nel promuovere misure di *performance* non finanziarie quali la soddisfazione del cliente e dei dipendenti, nonché nel prendere in considerazione misure di innovazione (Terjesen et al., 2009; Torchia et al., 2011). Quest'ultimo aspetto è di notevole importanza in quanto l'innovazione all'interno dell'azienda è uno dei fattori predittivi delle *performance*, poiché aiuta le imprese ad acquisire un vantaggio competitivo; proprio per questo Torchia et al. (2011) studiano se effettivamente il raggiungimento della massa critica possa influenzare un peculiare aspetto dell'innovazione aziendale, in particolare quella organizzativa, ossia riferita alla creazione o all'adozione di un'idea o di un comportamento nuovo per l'organizzazione. I risultati ottenuti sono stati positivi e coerenti con la necessità di avere almeno tre donne nel *board* per superare il tokenismo e incidere concretamente sulla qualità delle decisioni aziendali.

Dunque, illustrati i riferimenti teorici di *Corporate Governance* necessari a inquadrare il contesto di analisi e a comprendere l'impatto generale delle donne nei Consigli di Amministrazione, è ora possibile focalizzarsi sull'obiettivo primario del presente studio: l'influenza delle donne sulle decisioni sulla struttura del capitale.

A tal fine, la trattazione procederà dapprima con l'illustrazione delle teorie finanziarie fondamentali e, successivamente, con una rassegna delle evidenze empiriche che collegano la presenza femminile nei *board* alle decisioni di finanziamento.

4. La struttura del capitale delle imprese e le relative teorie

La struttura del capitale riguarda il modo in cui le imprese scelgono di finanziare le attività aziendali cercando di sostenere il minor costo possibile, con l'obiettivo di massimizzare il loro valore. Vista l'importanza che ricopre, negli anni è stato uno degli argomenti più dibattuti in tema di finanza aziendale, rappresentando una sfida piuttosto impegnativa per il *management*. Infatti, le imprese, per supportare la propria crescita, hanno la necessità di ricorrere a diverse fonti di finanziamento, le quali si possono suddividere in due categorie:

- interne: le aziende possono scegliere di finanziarsi tramite il flusso di cassa generato, dato dal reddito netto a cui sono aggiunti gli ammortamenti e sottratti i dividendi;
- esterne: in questo gruppo, si può effettuare una seconda classificazione:
 - debito, ossia il finanziamento bancario oppure obbligazionario;
 - *equity*, derivante dall'acquisto di azioni nei mercati regolamentati da parte degli investitori.

A partire dal 1958, sono state sviluppate numerose teorie sulla struttura del capitale, le quali stabiliscono qual è la migliore fonte di finanziamento che massimizza il valore aziendale e quale strategia dovrebbe essere adottata per ottenere questa fonte. Tali decisioni rivestono un ruolo cruciale nella sopravvivenza e nella competitività dell'impresa, in quanto un errato bilanciamento tra mezzi propri ed esterni può portare a significative difficoltà finanziarie, compromettendo la stabilità e la redditività aziendale nel lungo periodo. Proprio per la complessità e la molteplicità dei fattori che la influenzano, Stewart Myers ha definito la questione della composizione del capitale come il "puzzle della struttura del capitale".

Inoltre, lo sviluppo delle teorie in materia, da una prospettiva storica, può essere suddiviso in tre fasi. La prima, antecedente al 1958, è l'approccio tradizionale che prevede decisioni sulla struttura del capitale basate sull'analisi empirica dei dati o sulle pratiche finanziarie delle imprese. La seconda, compresa tra il 1958 e il 1963, riguarda la comparsa dei primi modelli teorici quantitativi, basati su ipotesi spesso irrealistiche e di scarsa utilità pratica. Dal 1964 a oggi, si ha la terza fase: i vari modelli teorici moderni hanno il compito di

confutare le teorie antecedenti e allinearle allo scenario del mondo reale (Abate & Kaur, 2023).

Ancora oggi, non esiste una teoria universale che spieghi in modo esaustivo il comportamento finanziario delle imprese e quindi, il “puzzle della struttura del capitale” è ancora irrisolto nella letteratura (Abate & Kaur, 2023). Tuttavia, è essenziale effettuare una rassegna delle teorie cardine, tra cui le più accettate sono sicuramente la **teoria del *trade-off*** e la **teoria del *pecking order***.

4.1 Modigliani-Miller I: Teoria dell'irrelevanza della struttura del capitale

Nel 1958, Modigliani e Miller pubblicano un articolo intitolato “*The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*” in cui viene esaminato il nesso tra struttura finanziaria, costo complessivo del capitale e valore aziendale nel mercato dei capitali. Le assunzioni di base sono:

- l'assenza di imposte e costi di transazione;
- il fallimento dell'impresa non comporta alcun costo reale di liquidazione né alcun costo di reputazione per i suoi dirigenti;
- gli individui godono della stessa credibilità delle imprese e possono prendere e dare a prestito allo stesso tasso di interesse di mercato delle aziende;
- i mercati finanziari sono perfetti, cioè concorrenziali, privi di attrito ed esenti da asimmetrie informative.

Con le ipotesi sopra esposte, Modigliani-Miller stabiliscono che un'impresa *levered* (V_L), ossia finanziata in parte dal debito e in parte da *equity*, e un'impresa *unlevered* (V_U), dunque finanziata esclusivamente con capitale proprio, hanno gli stessi valori di mercato e lo stesso costo del capitale (r_{WACC}). Inoltre, il rendimento (r_S), e dunque il rischio per l'azionista, risulta crescente con l'indebitamento:

$$V_L = V_U$$
$$r_{WACC} = \frac{S}{S+B} \times r_S + \frac{B}{S+B} \times r_B$$
$$r_S = r_0 + \frac{B}{S} \times (r_0 - r_B)$$

Dove:

- B rappresenta il debito contratto;
- S esprime il valore del capitale di rischio;

- r_0 indica il rendimento degli azionisti dell'azienda non indebitata.

Ciò implica che non esiste una struttura ottimale in grado di minimizzare il costo complessivo del capitale o di incrementare il valore di mercato dell'impresa; pertanto, le aziende sono libere di scegliere qualsiasi combinazione di debito e capitale proprio, in quanto entrambe le fonti presentano lo stesso costo. Di conseguenza i dirigenti aziendali, nel perseguire l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa, dovrebbero concentrarsi su altri fattori cruciali per la crescita reale dell'azienda, come le attività operative e produttive, piuttosto che limitarsi a modificare la struttura del capitale (Abate & Kaur, 2023).

Sebbene la teoria dell'irrilevanza di Modigliani-Miller sia valida teoricamente, è stata successivamente criticata in quanto puramente teorica e valida solo in condizioni di mercato perfette (Danso & Adomako, 2014); in effetti, risulta pressoché impossibile testarla direttamente in uno scenario reale. Tuttavia, può essere considerata la prima teoria sulla struttura del capitale e ha posto dunque le basi per ulteriori lavori accademici. Questi ultimi si sono concentrati sull'eliminazione di alcuni presupposti inverosimili, con l'obiettivo di sviluppo di modelli che spieghino il reale comportamento di finanziamento delle imprese. Infatti, quando le ipotesi di Modigliani-Miller vengono allentate, la scelta della struttura del capitale diventa un importante fattore determinante del valore aziendale.

4.2 Modigliani-Miller II: L'effetto della teoria delle imposte sulle società

Nel 1963, Modigliani e Miller pubblicano un ulteriore articolo “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” in cui rilassano una delle assunzioni sopra esposte, ossia l'assenza della tassazione; anche solo con un'ipotesi eliminata, il modello originale (1958) non è più valido. Ciò si verifica in quanto, a differenza dei dividendi sul capitale proprio, gli interessi originati dall'indebitamento sono deducibili fiscalmente: essi compaiono come voce di costo nel conto economico del bilancio d'impresa e riducono l'utile imponibile, diminuendo la tassazione e incrementando la liquidità. Questo è il cosiddetto effetto dello scudo fiscale o *tax shield*, che, a parità di altre condizioni, aumenta il valore dell'azienda. Di fatto, quest'ultimo sarà dato dal valore dell'impresa *unlevered*, a cui si aggiunge lo scudo fiscale dato dal prodotto tra aliquota (T_C) e ammontare del debito:

$$V_L = V_U + T_C \times B$$

Inoltre, a differenza del modello del 1958, sia il costo del capitale sia il rendimento per gli azionisti sono influenzati dallo scudo fiscale, ossia dalla componente $-T_C$ nella formula sottostante. Infatti, considerando il *tax shield*, il costo del capitale diminuisce all'aumentare del debito, mentre per quanto concerne il rendimento per gli azionisti, quest'ultimo aumenta incrementando l'indebitamento; tuttavia, rispetto al caso senza tassazione, lo scudo fiscale riduce l'impatto del rischio e quindi il rendimento per gli azionisti dell'impresa:

$$r_{WACC} = r_S \times \frac{S}{B+S} + r_B \times \frac{B}{B+S} \times (1 - T_C)$$

$$r_S = r_0 + \frac{B}{S} \times (1 - T_C) \times (r_0 - r_B)$$

Dunque, il modello appena descritto implica che le aziende potenzialmente potrebbero incrementare costantemente i propri valori di mercato aumentando la leva finanziaria. Estremizzando, questo ragionamento potrebbe essere portato avanti fino ad arrivare alla struttura di capitale ottima, che massimizza il valore e riduce i costi complessivi, la quale corrisponde a essere finanziati interamente dal debito.

La teoria rivista di Modigliani-Miller ha subito varie critiche da studiosi ed economisti finanziari, i quali sostengono che una posizione di debito puro è lontana dalla pratica del mondo reale. Infatti, le aziende spesso adottano un approccio moderato e cauto nell'aumentare il debito, oltre al fatto che gli istituti bancari non forniscono credito oltre determinati limiti (Abate & Kaur, 2023). Tuttavia, Danso e Adomako (2014) hanno affermato che le ipotesi teoriche di questo modello hanno ispirato numerose riflessioni per lo sviluppo di successive teorie, proposte per suggerire ipotesi più affidabili sulle imperfezioni del mercato; dal dibattito generato, ne sono emerse tre principali (Luigi & Sorin, 2009):

- teoria del *trade-off*;
- teoria del *pecking order*;
- teoria del *market timing*.

4.3 Teoria del *trade-off*

La **teoria del *trade-off*** si origina dalla consapevolezza della mancanza di un elemento chiave per comprendere le decisioni finanziarie aziendali, finora non preso in

considerazione; tale elemento è l'incorporazione dei costi di bancarotta legati al debito. Kraus e Litzenberger (1973) sono stati i pionieri nello spiegare il modello della teoria del *trade-off* il cui perno sono due elementi che si controbilanciano: i benefici (imposte sulle società) e i costi (rischio di fallimento) del debito. Secondo Kraus e Litzenberger (1973), le aziende possono scegliere livelli di debito più elevati per massimizzare gli scudi fiscali sugli interessi, ma, così facendo, aumentano i potenziali costi di bancarotta. Questi ultimi sono sostenuti quando, a causa di una situazione di *distress* finanziario, la probabilità percepita che l'impresa non adempia agli obblighi legali di restituzione del debito è maggiore di zero. Tali costi possono essere:

- diretti: fanno riferimento a spese legali e amministrative necessarie per elaborare la liquidazione o la riorganizzazione dell'azienda che fallisce;
- indiretti: perdite economiche che si verificano quando il valore di mercato delle azioni diminuisce sostanzialmente a causa del mancato rimborso del debito. Tali costi non sono monetari e costituiscono una parte sostanziale dei costi del fallimento (Barklay & Smith, 1999).

Dunque, per la teoria del *trade-off*, la struttura patrimoniale che ottimizza il valore di un'impresa è quella che genera un equilibrio tra benefici e costi del debito; ciò si verifica quando il valore dei potenziali vantaggi dello scudo fiscale è uguale a quello degli eventuali costi di fallimento derivanti da un debito eccessivo (Kraus & Litzenberger, 1973). L'esistenza di qualsiasi deviazione dalla struttura ottimale del capitale rappresenta una perdita di valore aziendale, come si può osservare nella Figura 4.

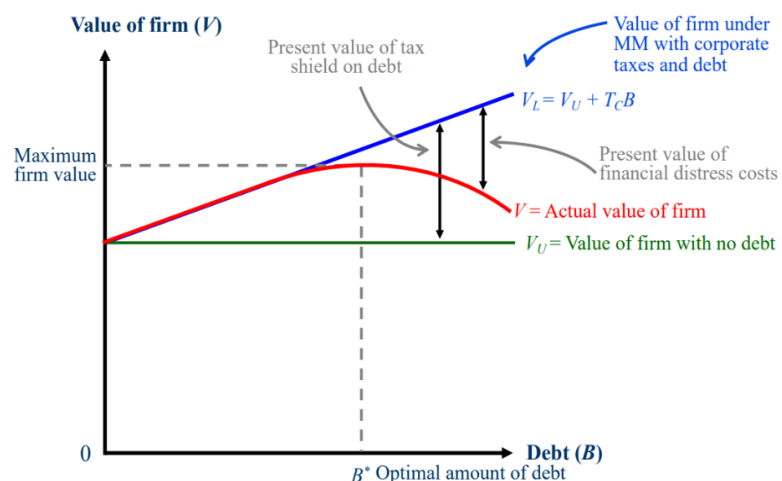


Figura 4: Grafico del valore delle imprese al variare della leva finanziaria
 Fonte: S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe (1997), *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino

Nella letteratura odierna, la teoria del *trade-off* è presente in due versioni:

- statica: Bradley et al. (1984) hanno sviluppato il modello statico che postula che le aziende abbiano leve obiettivo e che adeguino costantemente le loro strutture di

capitale verso tale *target* ogniqualvolta si verificano degli scostamenti. Il processo di allineamento è però totalmente gratuito e dunque tutte le aziende hanno la possibilità di raggiungere il loro obiettivo;

- dinamica: Fischer et al. (1989) hanno sviluppato il modello dinamico in presenza di costi di capitalizzazione. Il fulcro di questa teoria è che le leve effettive delle imprese non rappresentano necessariamente le leve *target* in quanto l'esistenza di costi di capitalizzazione e di imperfezioni nei mercati dei capitali impediscono un continuo allineamento del debito effettivo ai livelli desiderati. Dunque, il processo di aggiustamento si ha solo quando il vantaggio di eliminare i costi della deviazione supera quelli di adeguamento verso l'obiettivo. Inoltre, ciò suggerisce che le aziende talvolta non stabiliscono un singolo valore *target* tassativo, bensì un intervallo di leva finanziaria ottimale entro il quale accettano degli scostamenti; i confini di tale intervallo possono variare trasversalmente a seconda delle caratteristiche dell'impresa, quali redditività, volatilità del flusso di cassa e costi di fallimento.

In generale, la teoria prevede diverse implicazioni pratiche importanti (Frank & Goyal, 2009; Graham & Harvey, 2001; Harris & Raviv, 1991):

- l'obiettivo di indebitamento varia da impresa a impresa, in quanto è funzione di fattori endogeni ed esogeni;
- le aziende redditizie e con utili meno volatili tendono a contrarre più debito poiché hanno meno probabilità di fallire e possono godere dei vantaggi della deducibilità fiscale;
- la struttura patrimoniale delle imprese determina i loro livelli di debito: le aziende con una percentuale maggiore di attività materiali sono più propense a prendere in prestito in quanto possono fornire garanzie in caso di fallimento; al contrario, le aziende con più attività immateriali tendono a contrarre meno debito poiché sono più esposte a difficoltà finanziarie;
- le piccole imprese evitano il finanziamento tramite debito a causa dell'inaccessibilità e degli elevati costi di capitalizzazione associati.

4.4 Teoria del *pecking order*

La **teoria dell'ordine gerarchico** o *pecking order*, articolata da Myers (1984), è una delle teorie moderne più influenti e analizza la circostanza in cui il *manager* di un'impresa deve

decidere se emettere o meno nuove azioni, ossia ricorrere al capitale di rischio, per finanziare un progetto che apporterebbe valore all'azienda stessa. Tale situazione ha alla base un problema di asimmetria informativa e nello specifico, di selezione avversa: nel mondo aziendale, i *manager*, anche chiamati *insider*, possiedono informazioni più pertinenti e affidabili sul vero stato dell'impresa rispetto agli investitori esterni o *outsider*. Sulla base di quanto detto, sono state formulate due ipotesi fondamentali per sviluppare il modello:

- i *manager* hanno un vantaggio informativo rispetto agli investitori esterni meno informati;
- gli *insider* agiscono nel migliore interesse degli azionisti preesistenti.

Dunque, Myers e Majluf (1984) affermano che i dirigenti aziendali, con l'obiettivo di avvantaggiare gli azionisti già presenti, possono sfruttare il vantaggio informativo a loro disposizione per emettere azioni a un valore sopravvalutato. Tuttavia, poiché gli investitori sono razionali e consapevoli di tale comportamento, interpretano la decisione di emissione del *manager* come un segnale del fatto che, prima del nuovo progetto, l'impresa fosse sopravvalutata sul mercato. Ciò porta loro a scontare razionalmente il prezzo che sono disposti a pagare per le nuove azioni della società, generando il fenomeno dell'*underpricing*, anche definito come "*Money left on the table*". Se lo sconto richiesto si rivela essere troppo elevato, si crea un potenziale problema di sotto investimento: i *manager* potrebbero essere spinti a rinunciare a progetti vantaggiosi per l'azienda, anche se questi presentano un VAN (Valore Attuale Netto) positivo, finendo nel fenomeno della trappola finanziaria. Per evitare tale situazione, Myers (1984) suggerisce una strategia di finanziamento in ordine gerarchico basata sul costo delle varie fonti (Danso e Adomako, 2014), con l'idea di base che le aziende massimizzano il loro valore scegliendo le fonti più economiche disponibili in modo da minimizzare i costi aggiuntivi dovuti alle asimmetrie informative (Luigi e Sorin, 2009). Per tale motivo, la teoria prevede che si debbano in *primis* preferire i fondi generati internamente, ossia gli utili non distribuiti, rispetto a quelli esterni, in quanto il capitale interno è esente da asimmetria informativa e costi di transazione. Solo quando i fondi interni sono esauriti, allora le aziende si rivolgono a fonti esterne; tra queste, si predilige il debito e solo in ultima analisi si ricorre al capitale di rischio. Tale configurazione sottintende che le imprese non hanno degli obiettivi di leva, a differenza di quanto esposto nella teoria del *trade-off*.

Inoltre, la teoria del *pecking order* ha alcune implicazioni pratiche:

- le imprese con molte opportunità di investimento e con meno *free cash flow*⁵ ricorrono in maggior volume al debito poiché i loro *manager* non sono disposti a emettere azioni a causa dell'asimmetria informativa;
- le aziende redditizie dispongono di maggiori fondi interni che possono utilizzare quando necessario, per cui la necessità di finanziamenti esterni è limitata o minima rispetto alle imprese meno redditizie. Queste ultime invece tendono a emettere più debito sia a causa di fonti interne insufficienti sia per i costi inferiori rispetto al capitale di rischio (Myers, 2003);
- l'emissione di azioni risulta più costosa con l'aumentare dell'asimmetria informativa tra *insider* e *outsider* e quindi le aziende con un'asimmetria informativa elevata dovrebbero emettere debito per evitare di vendere titoli sottovalutati.

La rigidità della gerarchia proposta, però, ha spinto Myers (1984) a suggerire un modello più complesso che riconosce sia l'asimmetria informativa sia i costi di *distress* finanziario. Considerando anche questi ultimi, la gerarchia si allenta: le aziende possono anche decidere di adottare una strategia di leva bassa, non ricorrendo al debito ed emettendo nuove azioni; tale scelta può essere effettuata con l'obiettivo di mantenere sia attività liquide sia capacità di debito per investimenti futuri, evitando così problemi di *underinvestment* e riducendo potenziali costi di bancarotta (Bontempi, 2002; Leary et al., 2005). Dunque, in questo caso, a parità di altri fattori, le imprese che hanno prospettive di investimento elevate e una maggiore volatilità dei flussi di cassa, tendono a mostrare un minore ricorso all'indebitamento.

Tuttavia, la teoria del *pecking order* non tiene conto dei vantaggi o degli svantaggi temporali collegati alle varie opportunità di investimento; tale limite rappresenta uno dei motivi principali per cui è stata sviluppata la teoria del *market timing* (Baker & Wugler, 2002).

4.5 Teoria del *market timing*

La **teoria del *market timing*** prende in analisi un ulteriore fattore chiave, ossia lo studio del mercato azionario e del momento favorevole per l'emissione di azioni grazie al "cronometraggio" del mercato stesso. Il concetto di base è che i dirigenti aziendali valutano la situazione sia del mercato del debito sia di quello azionario e scelgono

⁵ Il free cash flow rappresenta il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso (Borsa Italiana).

l'alternativa di finanziamento più favorevole al momento dell'analisi (Frank & Goyal, 2009). Dunque, secondo questa teoria, le fluttuazioni del prezzo delle azioni influenzano le decisioni di finanziamento aziendale e dunque la struttura del capitale.

In particolare, sono presenti due versioni della teoria del *market timing*:

- Myers e Majluf (1984), considerando *manager* e investitori razionali (Baker & Wurgler, 2002), stabiliscono che i dirigenti aziendali emettono azioni subito dopo la pubblicazione di informazioni positive. Ciò si traduce in una riduzione del problema di asimmetria tra il *management* e gli azionisti che porta a un aumento del prezzo delle azioni (Luigi & Sorin, 2009). Dunque, è come se le aziende creassero le proprie opportunità temporali per finanziare i progetti (Luigi & Sorin, 2009);
- Baker e Wurgler (2002) propongono la seconda versione nella quale, considerando gli *outsider* irrazionali, sostengono che i *manager* dovrebbero essere in grado di identificare e saper sfruttare i momenti in cui l'emissione di azioni è relativamente meno costosa grazie alla sopravvalutazione del capitale dell'impresa. Al contrario, nel momento in cui il prezzo di mercato delle azioni è sottovalutato, il *management* dovrebbe riacquistare il capitale e preferire il debito come fonte di finanziamento (Henderson et al., 2006; Huang & Ritter, 2009).

Baker e Wurgler (2002), studiando il comportamento delle aziende, hanno osservato tali comportamenti:

- le aziende con bassa leva finanziaria tendono a raccogliere fondi quando la loro valutazione è elevata, al contrario di quelle con alto indebitamento;
- le fluttuazioni delle valutazioni di mercato hanno effetti significativi sulla struttura del capitale che persistono per almeno un decennio e che sono difficili da comprendere nell'ambito delle teorie tradizionali.

Inoltre, quando le condizioni di mercato sono particolarmente favorevoli, le aziende possono scegliere di raccogliere finanziamenti aggiuntivi per trarre vantaggio da tali circostanze, anche se non hanno imminenti opportunità di investimento. Tale scelta viene presa con l'obiettivo di costituire delle riserve di liquidità per periodi futuri (Frank & Goyal, 2009).

Dunque, nella teoria del *market timing*, non esiste una struttura del capitale ottimale; al contrario, quest'ultima non è altro che il risultato cumulativo delle varie scelte di finanziamento prese nel tempo.

4.6 Teoria del costo dell'agenzia e ruolo disciplinante del debito

Insieme alle teorie sinora esposte, è doveroso approfondire un aspetto aggiuntivo connesso al debito. Fino adesso, si è parlato di una sola tipologia di costi legati a un maggior indebitamento, ossia quelli potenziali di bancarotta; tuttavia, vi è un'ulteriore categoria da considerare: i costi di agenzia.

La **teoria del costo dell'agenzia** mette in luce l'efficacia del debito come **meccanismo di monitoraggio**. In particolare, Jensen (1986) afferma che il debito assume una **funzione disciplinante**, riducendo i comportamenti opportunistici dei *manager* e, quindi, i costi di agenzia legati all'*equity*. Tali costi sono causati dai conflitti inevitabili tra *manager* e azionisti che sorgono con la separazione di proprietà e controllo (già trattata nel capitolo 3.3) ed emergono a causa del comportamento discrezionale del *top management*, il cui obiettivo differisce da quello degli *shareholder* (Jensen & Meckling, 1976). Di fatto, i dirigenti, anziché massimizzare i rendimenti per gli azionisti, potrebbero essere tentati di estrarre benefici privati legati al controllo; degli esempi sono aumentare le retribuzioni scollegandole dalla *performance*, gestire le assunzioni in modo non meritocratico e trasferire le risorse dell'azienda, sia profitti sia *asset*, per benefici personali. Tali comportamenti riducono sia il rendimento per gli azionisti sia il valore dell'azienda; ciò si riflette in una diminuzione del prezzo del nuovo capitale proprio. Ad ostacolare questi meccanismi, secondo Jensen (1986), interviene il debito. Le argomentazioni alla base di questa affermazione derivano dal fatto che i *top manager* delle aziende con basso indebitamento non sono soggetti a obblighi stringenti di restituzione del denaro. Ciò implica che essi godono di un ampio *free cash flow* che possono utilizzare a loro discrezione, ad esempio in investimenti inefficienti o per l'estrazione di benefici privati. Al contrario, ricorrere maggiormente al debito genera dei vincoli contrattuali: l'azienda si impegna in pagamenti periodici e regolari di interessi e capitale. Quanto detto riduce il *free cash flow* a disposizione e obbliga i *top manager* a focalizzarsi su una maggiore efficienza operativa in modo da garantire la solvibilità.

D'altro canto, un eccessivo ricorso al debito può condurre nella sfera di un secondo conflitto, ossia quello tra creditori e azionisti, dove il comportamento da attenzionare è quello degli *shareholder*. Di fatto, quando un finanziatore concede un prestito ad un'impresa, il tasso di interesse è fissato sulla base della valutazione del livello di rischio della stessa: aziende con basso rischio di *default* possono ottenere prestiti a tassi bassi e

vantaggiosi. Essendo questo un meccanismo che avviene *ex-ante*, una volta ottenuto il finanziamento, gli azionisti potrebbero essere incentivati a investire in progetti più rischiosi; così facendo, essi beneficiano integralmente dei profitti che ne derivano, pagando solo l'interesse fisso concordato inizialmente. Al contrario, se il progetto fallisce, gli *shareholder* hanno responsabilità limitata: sono i creditori a subire la maggior parte delle perdite. Questo fenomeno, noto come *asset substitution*, rappresenta un costo di agenzia del debito. Oltre a questo, esiste anche un secondo costo, identificato da Myers (1977): esso emerge quando le aziende presentano alti livelli di leva e si trovano in situazioni di *distress*. In questo caso, gli azionisti possono non avere incentivi a intraprendere nuovi progetti, anche se essi presentano un VAN positivo. La ragione di questa scelta è che i benefici generati dai nuovi investimenti sarebbero quasi completamente destinati al risarcimento dei creditori, mentre i costi sarebbero sostenuti dagli *shareholder*. Tale fenomeno blocca la crescita e genera *underinvestment*. Alla luce di ciò, quindi, quando la leva finanziaria raggiunge livelli elevati, aumentano i costi di agenzia legati al debito e si riduce il valore complessivo dell'impresa.

Dunque, la struttura del capitale gioca un ruolo fondamentale nel bilanciamento delle due tipologie di costi trattate. Dato che queste influenzano il valore di mercato di un'impresa, la teoria del costo dell'agenzia suggerisce che un'azienda dovrebbe essere in grado di individuare il livello ottimale di debito tale da minimizzare i costi di agenzia e, allo stesso tempo, massimizzare il valore dell'impresa. Alla luce di ciò, tale teoria può essere considerata come una versione di quella del *trade-off*, in cui l'obiettivo è però bilanciare i benefici disciplinanti del debito e i costi derivanti dai conflitti tra creditori e azionisti.

5. L'influenza delle donne sulla struttura del capitale: evidenze empiriche

Dopo aver esplorato le principali teorie sulla struttura del capitale, necessarie per interpretare le decisioni di finanziamento delle imprese, è possibile concentrarsi sul piano empirico; si può dunque procedere con la rassegna degli studi presenti in letteratura il cui scopo è analizzare l'esistenza di un legame tra la composizione di genere del Consiglio di Amministrazione e la struttura del capitale.

Uno dei contributi degni di nota in tale ambito deriva dallo studio di García e Herrero (2021), i quali hanno intenzione di fornire una visione d'insieme dell'influenza delle donne sulle decisioni di finanziamento. Essi prendono come fondamenti teorici le teorie di *Corporate Governance* e quelle sulle differenze comportamentali tra i due sessi; così facendo, ipotizzano che una maggiore presenza femminile nei *board* possa influenzare le scelte di indebitamento, sia grazie a un atteggiamento più prudente nella gestione del rischio, sia per via di una maggiore attenzione alla stabilità finanziaria dell'impresa.

Per validare o meno tale tesi, l'analisi è eseguita su un *dataset* di 1416 imprese europee quotate, inglobando ben 21 Paesi differenti, tra cui Regno Unito, Francia, Germania, Italia, Spagna e Belgio, nel periodo che va dal 2002 al 2019; dal campione, sono state escluse le imprese finanziarie, le quali presentano caratteristiche che le rendono poco confrontabili con le restanti.

Nella scelta delle variabili, gli autori non si soffermano ad analizzare solo misure tradizionali come il *debt ratio* (rapporto di indebitamento), ma prendono in esame le seguenti quattro variabili dipendenti:

- *debt ratio*, misurato come valore contabile totale del debito sul totale delle attività;
- costo del debito, calcolato tramite il rapporto tra spese finanziarie e debito totale;
- *debt maturity* (scadenza del debito), ossia l'incidenza del debito a lungo termine su quello totale;
- rischio di bancarotta, variabile *dummy* che assume il valore 1 se il punteggio dell'Altman Z-Score è inferiore a 1.81 (zona di *distress* finanziario) e 0 se maggiore di 2.99 (zona sicura); i casi rimanenti ($1.81 \leq Z \leq 2.99$) sono esclusi dall'analisi.

La variabile indipendente principale è la *gender diversity*, ossia la percentuale di donne nel Consiglio di Amministrazione. Inoltre, compatibilmente con la letteratura precedente, sono state utilizzate diverse variabili di controllo, sia basate su caratteristiche di *governance*, sia su caratteristiche dell'impresa. Le prime sono dimensione e indipendenza del Consiglio e dualità del CEO; le seconde invece sono dimensione aziendale, ROA, rischio d'impresa, attività materiali, opportunità di crescita e *current ratio*.

Sotto il profilo econometrico, è stato utilizzato un modello di regressione Logit per la variabile "rischio di bancarotta", essendo essa binaria, mentre, per quanto concerne le rimanenti, è stato utilizzato un *panel data* dinamico stimato tramite il Sistema a due fasi del Metodo dei Momenti Generalizzato (GMM) con errori standard robusti. Tale scelta è motivata dagli studiosi sulla base delle caratteristiche del modello: quest'ultimo di fatto permette di controllare la correlazione degli errori nel tempo, l'eteroschedasticità tra le aziende, la simultaneità e gli errori di misurazione.

A compimento dell'analisi, gli autori evidenziano che il maggiore monitoraggio delle donne, insieme alla minore *overconfidence* e alla maggiore avversione al rischio, sono collegati a una probabilità più bassa di difficoltà finanziarie. In secondo luogo, è emersa una relazione negativa e statisticamente significativa tra la presenza femminile nei Consigli di Amministrazione e il livello di indebitamento delle imprese; è stato anche riscontrato che le imprese con una più elevata rappresentanza femminile nei *board* possono usufruire di un costo del debito inferiore e presentano una struttura di *debt maturity* caratterizzata da scadenze più brevi. Dunque, tali risultati complessivi confermano l'ipotesi che le donne contribuiscano a una gestione più prudente e orientata alla riduzione del rischio e in più, a politiche di finanziamento meno aggressive.

Ezeani et al. (2023) si dedicano all'analisi del nesso tra le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione e le decisioni in merito alla composizione delle fonti di finanziamento. Tra gli attributi dell'organo amministrativo presi in considerazione, vi è la presenza del genere meno rappresentato; per osservare se e in che modo le donne abbiano la capacità di incidere sulle decisioni in merito a debito ed *equity*, gli studiosi prendono in analisi imprese presenti in Regno Unito, Francia e Germania, tre delle maggiori economie europee. Il periodo temporale studiato copre gli anni che vanno dal 2009 al 2018; quantitativamente, il campione è costituito da 1180, 820 e 690 osservazioni aziendali annuali rispettivamente per le imprese del Regno Unito, della Germania e della Francia, per un totale di 2690. Nel computo, sono omesse le società con normative specifiche, come

quelle finanziarie. Come variabile dipendente, è considerato il *market leverage* (o rapporto di indebitamento a valore di mercato), misurato tramite la divisione del debito totale diviso per la somma tra quest'ultimo e la capitalizzazione di borsa. Dato che lo studio si concentra sulle caratteristiche del *board*, tra le variabili indipendenti ci sono la dimensione e l'indipendenza del consiglio, oltre che la percentuale di donne nel Consiglio di Amministrazione. A quelle finora citate, si aggiungono le variabili di controllo, quali opportunità di crescita, grandezza dell'impresa, liquidità, tangibilità degli *asset*, ROA e *tax shield*.

Per la regressione, è utilizzato un modello dinamico tramite il Sistema a due *step* del Metodo dei Momenti Generalizzato, proprio come nello studio precedentemente analizzato di García e Herrero (2021). Le ragioni dietro tale metodo sono la considerazione dell'eterogeneità non osservata e il controllo della potenziale endogeneità delle variabili indipendenti e di quelle di controllo.

Gli esiti dimostrano che il rapporto di indebitamento a valore di mercato diminuisce con l'aumento del numero di donne e ciò implica che la diversità di genere nei Consigli di Amministrazione riduce l'uso del debito in tutti e tre gli Stati analizzati. Infatti, il coefficiente della *gender diversity* mantiene il suo segno negativo, sia nello studio del campione complessivo, sia in quello dei sottocampioni divisi per Paesi. Alla luce di ciò, la presenza delle donne nei *board* può essere considerata un fattore determinante della struttura del capitale, spingendo le imprese a intraprendere strategie a basso rischio e a evitare opzioni finanziarie rischiose.

Inoltre, per testare la robustezza dei risultati, in primo luogo è stata adottata una misura alternativa della variabile dipendente, ossia il *debt ratio* a valore contabile, calcolato come rapporto tra debito totale e *asset* totali; oltre a ciò, è stata controllata l'endogeneità utilizzando una regressione *Two-stage Least Squares* (metodo dei minimi quadrati a due stadi o 2SLS) per i sottocampioni delle imprese dei diversi Paesi. In entrambi i casi, i risultati sono rimasti simili e dunque possono essere definiti robusti.

Oltre alle due ricerche esposte, anche Hernandez-Nicolas et al. (2015) formulano la loro domanda di ricerca in modo da evidenziare se e in che modo l'inclusione delle donne nei Consigli di Amministrazione influisca sull'assetto finanziario; per farlo, tengono conto dei fondamenti teorici che sostengono come il diverso livello di avversione al rischio tra uomini e donne possa rivelarsi impattante sul processo decisionale. L'originalità di tale lavoro risiede nel fatto che gli autori non concentrano la loro analisi su grandi imprese

quotate, come la maggior parte delle ricerche precedenti, bensì su piccole *start-up* spagnole. Queste ultime risultano particolarmente interessanti per studi di questo calibro, in quanto i loro consigli tendono a essere più piccoli e meno strutturati e dunque, ogni membro al loro interno ha maggiore capacità di influenzare il processo di *decision making*. In aggiunta a ciò, gli autori esaminano le aziende nel loro primo anno di vita; in questo modo, alcune delle sfide che queste società si trovano ad affrontare, come la difficoltà di accesso ai finanziamenti, possono risultare più evidenti.

Il campione in analisi è un insieme notevolmente ampio di *start-up* spagnole, composto da 12.376 imprese, fondate nel 2007, il cui primo anno di vita è il 2008 e ottenuto eliminando le società appartenenti al settore finanziario e assicurativo. La metodologia impiegata è definita *Three Stage Least Squares* (3SLS) e permette di controllare l'endogeneità delle variabili attraverso un sistema di equazioni simultanee. L'utilizzo di tale metodologia è stato necessario per via delle caratteristiche specifiche del campione, composto appunto da imprese con solo un anno di vita, che rendono impossibile utilizzare i *panel data*.

Per rispondere alla domanda di ricerca, sono state valutate tre dimensioni della struttura del capitale, che costituiscono le tre variabili dipendenti dello studio: rapporto di indebitamento, che indica l'incidenza del debito sulle attività totali, costo del debito, ossia il rapporto tra le spese finanziarie e il debito totale, e *debt maturity*, espressa come il peso del debito a lungo termine su quello totale. Per misurare invece la diversità di genere, sono utilizzate due variabili indipendenti: la prima rappresenta il numero di donne nel Consiglio diviso per il numero totale dei membri, mentre la seconda è una binaria, che assume il valore 1 quando l'amministratore delegato è una donna e 0 quando è un uomo. Accanto a queste misure della rappresentanza femminile, lo studio considera anche due indici utilizzati per cogliere il grado di eterogeneità nella composizione dei *board*, ossia l'indice di Blau e quello di Shannon. In questo modo, ripetendo l'analisi con diverse misure della *gender diversity*, gli autori effettuano il *test* di robustezza sui risultati, per accertare che essi non siano sensibili alla misura adottata. Alle variabili finora descritte si aggiungono poi quelle di controllo, tra le quali si citano ROA, dimensione d'impresa, opportunità di crescita e attività materiali.

I risultati empirici ottenuti sono coerenti con l'ipotesi teorica da cui gli autori sono partiti: le imprese gestite da donne e quelle con una maggiore diversità di genere nei *board* tendono a indebitarsi di meno rispetto a quelle dove la presenza femminile scarseggia. Inoltre, la partecipazione delle donne incide significativamente non solo sulla *debt maturity*, con preferenza di scadenze più lontane nel tempo, ma anche sul costo del debito,

riducendolo grazie al fatto che l'impresa è esposta a meno rischi per via dell'atteggiamento prudente delle donne.

González-Ruiz et al. (2025) si concentrano invece su economie emergenti: focalizzano l'attenzione sull'area geografica costituita dai Paesi di America Latina e Caraibi, che presentano caratteristiche differenti rispetto ai Paesi sviluppati. Di fatto, tra le peculiarità della zona analizzata, spiccano quadri giuridici più deboli, maggiori asimmetrie informative, strutture proprietarie concentrate e significativa volatilità dei flussi di capitale. Tenendo conto del contesto di riferimento, gli autori ipotizzano che i Consigli di Amministrazione con diversità di genere dovrebbero garantire una supervisione più efficace; tale presupposto potrebbe condurre a politiche finanziarie più conservative e a coefficienti di leva finanziaria più bassi.

Con l'obiettivo di comprendere qual è la relazione tra *gender diversity* e struttura del capitale, gli autori costruiscono un *dataset* composto da 403 imprese presenti nei Paesi dell'America Latina e dei Caraibi, con dati appartenenti all'intervallo temporale 2015-2022. La copertura geografica del campione comprende principalmente imprese con sede in Brasile (36,46% del campione) e in Messico (24,52%), ma include anche aziende presenti in Argentina (12,79%), Cile (10,66%) e altri paesi dell'area quali Costa Rica e Uruguay.

La variabile dipendente principale è anche qui il rapporto di indebitamento, definito come il rapporto tra debito totale e capitale complessivo, ossia debito ed *equity*, mentre quella indipendente di interesse è la *gender diversity*, calcolata come la percentuale di donne presenti nel Consiglio di Amministrazione rispetto al numero totale dei membri. Il modello include una serie di variabili di controllo, quali dimensione e indipendenza del *board*, CEO *duality*, opportunità di crescita, ROA, dimensione dell'impresa, tangibilità degli *asset* e qualità di *governance*. Per eseguire l'analisi, gli autori adottano un modello *panel* con effetti fissi, applicando gli errori standard di Driscoll-Kraay, in modo da gestire l'eteroschedasticità e la possibile autocorrelazione nel tempo.

Sulla base dei risultati ottenuti, i Consigli di Amministrazione diversificati tendono a farsi carico del debito in misura inferiore rispetto a quelli non diversificati; scendendo nel dettaglio, la presenza di donne porta a una riduzione che va da 1.2 a 4 punti percentuali del rapporto tra debito e capitale complessivo. Parallelamente, l'analisi è approfondita tramite il *focus* su alcuni aspetti che possono interferire o, al contrario, amplificare l'impatto delle donne nei *board*:

- l'effetto ottenuto varia in funzione della quota effettiva di donne all'interno del Consiglio di Amministrazione, come suggerito dalla teoria della massa critica: è evidenziato come la relazione tra *gender diversity* e struttura del capitale non sia lineare, bensì si ottengano effetti negativi più forti quando la rappresentanza femminile raggiunge almeno il 20%;
- l'impatto delle donne è influenzato dalla grandezza dell'impresa, in particolare quest'ultima accentua l'effetto negativo della *gender diversity* sul *mix* di finanziamento. È probabile che ciò avvenga in quanto le aziende più strutturate si trovano ad affrontare un maggiore controllo pubblico e una maggiore pressione da parte degli *stakeholder*;
- è stato esaminato come lo sviluppo istituzionale dei vari Paesi possa influire sul legame tra presenza femminile e indebitamento. Sebbene l'effetto negativo sia generale, la forza di tale effetto può variare sulla base degli Stati analizzati, dei loro contesti istituzionali e dei mercati del capitale, a seconda che essi siano più o meno avanzati. A titolo esemplificativo, Colombia e Panama mostrano livelli di leva complessiva significativamente più elevati rispetto alla media, mentre Puerto Rico e Uruguay presentano livelli più bassi.

Una volta ottenute tali evidenze, sono stati condotti diversi *test* di robustezza per verificarne la solidità. È stata infatti prevista l'inclusione di ulteriori variabili di controllo e l'utilizzo di misure alternative sia della diversità di genere nel *board* sia della variabile dipendente. Al posto di quest'ultima, sono state adoperate grandezze quali debito a breve termine su attività e debito a lungo termine su attività. All'interno di questi *test* rientrano anche le analisi sui sottocampioni, effettuate in base a Paese, settore e dimensione aziendale, con lo scopo di constatare la consistenza dei risultati nei diversi contesti.

Anche Alves et al. (2015) analizzano il legame tra la composizione del Consiglio di Amministrazione e la struttura del capitale delle imprese, con l'obiettivo di comprendere se e in che misura le caratteristiche del *board* possano influenzare le decisioni di finanziamento aziendale. Nello specifico, lo studio si concentra su quattro aspetti della composizione del *board*: la percentuale di amministratori indipendenti, la dimensione, la presenza di *CEO chair duality* e la rappresentanza femminile nel *board*. Ai fini della presente tesi, è approfondito esclusivamente quest'ultimo attributo, mentre i restanti, valutati nello studio originale, sono tralasciati.

A partire dall'analisi dei comportamenti femminili all'interno dei *board*, tra cui si cita la maggiore tendenza a partecipare alle riunioni consiliari, gli autori ipotizzano che un Consiglio di Amministrazione con una maggiore quota di donne sia più efficiente e contribuisca a ridurre le asimmetrie informative; di conseguenza, ciò potrebbe consentire un aumento del ricorso a fonti più rischiose, come l'*equity*, grazie a una diminuzione dei costi associati a tale scelta.

Partendo da questa ipotesi, gli studiosi analizzano un campione costituito da 2427 imprese di 33 Paesi differenti, tra cui Stati Uniti d'America, Giappone, Francia, Germania, Italia e Cina, nel periodo che va dal 2006 al 2010. Nel modello econometrico, per quanto riguarda la misurazione della struttura del capitale e dunque la definizione delle variabili dipendenti, è adottato un approccio coerente con la teoria del *pecking order*. Di fatto, seguendo la gerarchia di finanziamento, sono considerate quattro fonti: gli utili trattenuti, il debito a breve termine, il debito a lungo termine e l'*equity*. Dividendo tali valori per quello di libro del capitale totale, si ottengono le variabili dipendenti; oltre a queste misure contabili, gli autori ne introducono ulteriori quattro, adoperando le stesse formule ma utilizzando il valore di mercato dell'*equity*.

In totale, dunque, si hanno otto variabili dipendenti, a cui si sommano quelle indipendenti che, insieme alla percentuale di donne amministratrici, fulcro della presente rassegna, inglobano anche la dimensione del consiglio e la sua indipendenza. Tra le variabili di controllo, invece, spiccano opportunità di crescita, *tax shield*, dimensione d'impresa, ROA, tangibilità degli *asset* e volatilità degli utili, calcolata come deviazione standard del ROA nel periodo del campione. Per studiare il nesso esistente tra le misure finora descritte, gli autori effettuano regressioni su dati *panel* con effetti fissi per industria e anno, in modo da controllare l'eterogeneità non osservata e garantire che i risultati non siano distorti.

Tuttavia, le evidenze non forniscono risultati statistici forti: si ottengono coefficienti statisticamente significativi solo per due delle otto misure adottate. Emerge che un Consiglio di Amministrazione con maggiore presenza femminile è positivamente associato a un maggiore utilizzo del capitale esterno e negativamente associato all'utilizzo del debito a breve termine. Un potenziale problema della carenza di risultati più evidenti è che la percentuale di donne amministratrici è fortemente correlata alla percentuale di amministratori indipendenti e ciò può portare a problemi di collinearità.

Tuttavia, gli autori non si limitano a osservare quale fonte è preferita rispetto a un'altra, bensì allargano il campo analizzato, valutando anche il *trade-off* che si genera nella scelta delle varie fonti. Per farlo, introducono altre variabili dipendenti, quali il peso del debito a

lungo termine su quello totale, per comprendere quale struttura di maturità del debito è preferita, e il *debt to equity ratio*, calcolata come debito totale diviso per la somma tra quest'ultimo e il valore di mercato dell'*equity*. In questo modo, gli autori ottengono evidenze che la presenza di donne nei *board* è associata a un minore finanziamento tramite debito, con una preferenza dell'*equity* come fonte; oltre a ciò, è evidenziato che il genere femminile privilegia il debito a lungo termine a discapito di quello a breve.

Per quanto concerne i *test* di robustezza, gli autori ne effettuano diversi raggiungendo risultati qualitativamente simili. Dapprima, utilizzano le stesse variabili iniziali, ma considerano i valori ritardati di un anno per le variabili indipendenti; successivamente ripetono le regressioni utilizzando un altro modello econometrico, ossia 2SLS, che permette di affrontare problemi di endogeneità di qualsiasi tipo, e, infine, eliminano i Paesi con meno di 20 imprese dal campione.

Sebbene finora siano stati riportati studi in cui la presenza delle donne è negativamente correlata alla leva finanziaria, non si hanno evidenze univoche al riguardo: vi sono anche analisi che giungono al risultato opposto o addirittura, che non evidenziano alcun tipo di relazione statistica significativa. Tra queste, rientra lo studio di Ahmed e Atif (2020), che mettono in discussione la maggior parte della letteratura precedente: mentre quest'ultima associa il genere femminile a comportamenti più cauti nei confronti del rischio, gli autori decidono di discostarsi completamente da questa visione.

Partendo infatti dal presupposto che le donne, in particolare quelle ben istruite, non differiscano dagli uomini in termini di rischio, è sostenuta l'ipotesi secondo la quale la presenza femminile può portare a un aumento del debito, piuttosto che a una sua diminuzione, tenendo conto delle necessità di crescita dell'impresa. Sulla base di tale domanda di ricerca, è stato analizzato un *dataset* di 326 imprese quotate australiane nel periodo che va dal 2009 al 2014, escludendo le società finanziarie a causa dei loro diversi obblighi di rendicontazione.

Come variabili dipendenti, sono stati utilizzati il debito a lungo termine e quello a breve, entrambi calcolati come logaritmo naturale della rispettiva misura di bilancio in un anno; questi due valori sono stati considerati come principali *proxy* dell'utilizzo del finanziamento tramite debito, alle quali però è stata aggiunta una terza, ossia il debito totale, calcolato in ugual modo. Le variabili indipendenti principali invece sono due: il livello di donne nel *board*, misurato come percentuale di donne sul totale, e la loro presenza nel Consiglio di Amministrazione, ossia una variabile *dummy* uguale a 1 quando

c'è almeno una donna, 0 altrimenti. A queste, si aggiunge una serie di variabili di controllo, tra cui dimensione e indipendenza del *board*, CEO *duality*, leva finanziaria, dividendi distribuiti, ROE, grandezza dell'impresa e concentrazione della proprietà. L'analisi è effettuata sia con il Metodo dei Minimi Quadrati (OLS), sia con quello *Fixed Effect*, al fine di garantire la robustezza dei risultati.

I risultati empirici dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa e positiva tra le donne nei *board* e il livello di indebitamento. Tuttavia, bisogna tener conto che, se da un lato la presenza femminile nei Consigli di Amministrazione aumenta il debito a lungo termine, che potrebbe essere necessario per la crescita dell'azienda, dall'altro lato scoraggia l'uso eccessivo di quello a breve termine. Ciò avviene in quanto quest'ultimo ha quasi sempre un tasso di interesse più elevato ed è associato, in particolare nelle aziende con pochi flussi di cassa, a una maggiore probabilità di venir meno agli obblighi di restituzione del debito.

Oltre a ciò, gli autori si prefiggono l'obiettivo di testare la teoria della massa critica, inserendo tre variabili binarie: D1 uguale a 1 se c'è una donna nel consiglio o 0 altrimenti, D2 pari a 1 se ce ne sono due, e D3 equivalente a 1 se ce ne sono più di due. Nel complesso, i risultati confermano quelli ottenuti in precedenza, evidenziando come l'effetto è più forte con due donne nel Consiglio, compatibilmente con quanto riportato dalla teoria della massa critica.

Per quanto concerne il controllo sulla robustezza dei risultati, esso è effettuato tramite svariati metodi: in primis, gli autori propongono gli stessi *test* con due diverse misure delle variabili dipendenti, dividendo quelle iniziali prima per i ricavi di vendita e poi per il *market capital*. Inoltre, per affrontare i problemi dovuti all'endogeneità, utilizzano tre tecniche aggiuntive:

- *propensity score matching*, per confermare che i cambiamenti nelle variabili dipendenti siano dovuti effettivamente alla presenza delle donne e non ad altre variabili;
- *Difference-in-Differences* (DID), per esaminare come le imprese cambiano il loro comportamento di indebitamento nel tempo in relazione a cambiamenti nella composizione di genere del *board*;
- *Two-stage Least Squares*, con l'obiettivo di gestire eventuali problemi di endogeneità tra la presenza di donne nel *board* e la decisione di indebitamento.

Pertanto, dopo aver condotto tale analisi, si può dedurre che le donne, quando fanno parte dei Consigli di Amministrazione, non sono riluttanti a prendere in prestito finanziamenti

esterni, se necessario per la crescita dell'azienda, indipendentemente dai rischi ad essi associati. Questo risultato si distingue sia dai precedenti, presenti negli altri studi analizzati, sia dalla letteratura psicologia che vede le donne come più avverse al rischio.

L'articolo "*Governance, Ownership Structure, and Financial Leverage: The Role of Board Gender Diversity in UK Firms*" di Angsoyiri et al. (2025) tratta il tema della *gender diversity* e della sua influenza sulla struttura del capitale, come parte integrante di un'analisi più ampia in cui gli autori valutano come la struttura di *governance* e quella proprietaria influiscono sulle scelte di finanziamento. L'ipotesi da testare è che i Consigli di Amministrazione diversificati per genere abbiano maggiore probabilità di prendere decisioni strategiche sul livello del debito, volte alla riduzione del rischio finanziario e al miglioramento della stabilità a lungo termine. Lo studio è condotto su 484 imprese quotate del Regno Unito, analizzate nell'arco temporale che va dal 2015 al 2023. Tale periodo è stato scelto per la sua rilevanza nel panorama inglese, per via dei principali cambiamenti economici e normativi: di fatto, comprende gli anni successivi alla *Brexit*, l'evoluzione delle pratiche di *governance* aziendale ed eventi significativi come la pandemia di COVID-19. Ciò offre un contesto completo per esaminare la leva finanziaria.

Il modello econometrico utilizzato è una regressione lineare multivariata stimata tramite OLS su dati *panel*. Le variabili dipendenti sono tre declinazioni differenti di *leverage*: il debito totale, quello a lungo termine e quello a breve, ciascuno rapportato al totale delle attività. La variabile indipendente di interesse è invece la *gender diversity*, misurata come la percentuale di amministratrici donne; a queste, si aggiungono poi le variabili di controllo, quali dimensione del *board*, *CEO duality*, percentuale di amministratori non esecutivi nel *board*, ROA, opportunità di crescita, rapporto tra il totale delle immobilizzazioni e le attività totali, *current ratio*, grandezza dell'impresa e volatilità degli utili, ossia la deviazione standard del reddito operativo in tre anni.

Dai risultati della regressione, si evince che una maggiore quota di donne nel *board* è associata positivamente al rapporto di indebitamento totale, ossia le imprese con Consigli più diversificati tendono ad avere livelli più elevati di debito. Tuttavia, in concomitanza, si ottengono effetti significativi e negativi sia sul debito a breve sia su quello a lungo termine. Ciò significa che, se da un lato i *board* con più donne tendono a usare più debito nel complesso, dall'altro lo fanno con una struttura di scadenza più cauta e diversificata, in modo di minimizzare il rischio per l'impresa. Questo indica l'applicazione di una gestione

finanziaria strategica, piuttosto che una semplice espansione indiscriminata del livello di debito.

Per garantire la robustezza delle conclusioni, gli autori implementano un modello di regressione a effetti fissi, il quale permette di valutare sia le variazioni interne all'azienda che quelle nel tempo, con l'obiettivo di migliorare il controllo dell'eterogeneità non osservabile, e un modello *Instrumental Variables Two-Stage Least Squares* (IV-2SLS), con l'intento di affrontare eventuali problemi di endogeneità. I risultati rimangono robusti anche dopo l'applicazione di tali metodi.

Lo studio di Detthamrong et al. (2017) si colloca in un contesto di mercato emergente, focalizzandosi sulla Thailandia, uno dei principali Paesi in via di sviluppo dell'Asia. Gli autori analizzano le relazioni tra *governance* aziendale, struttura del capitale e *performance*, fornendo anche evidenza empirica sulla *gender diversity* nei Consigli di amministrazione. Su quest'ultimo aspetto si concentra la presente rassegna, in quanto coerente con l'obiettivo della tesi.

Vista la convinzione crescente che le donne possano migliorare l'efficacia del *board*, l'ipotesi di partenza è che esse siano positivamente correlate alla leva finanziaria; tale supposizione è formulata prendendo in considerazione non solo questo concetto, ma anche il contesto in via di sviluppo in cui le imprese sono collocate. Tipicamente, infatti, le società presenti in mercati emergenti sono soggette a vincoli finanziari più stringenti rispetto a quelle collocate in Paesi sviluppati. Per verificare la correttezza di tale presupposto, è preso in analisi un *dataset* di 493 imprese thailandesi non finanziarie nel periodo che va dal 2001 al 2014, per un totale di 14 anni. Dal punto di vista metodologico, gli autori stimano regressioni OLS su dati *panel*, includendo effetti fissi di impresa, per tenere conto dell'eterogeneità non osservata, e temporali, volti a controllare l'esistenza di *shock* comuni a tutte le imprese. Al fine di ridurre potenziali problemi di endogeneità e di causalità inversa, tutte le variabili esplicative sono considerate con un ritardo temporale di un periodo.

La variabile dipendente di interesse è il rapporto di indebitamento, misurato come il rapporto tra debito totale e *asset* totali, mentre quella indipendente è espressa come la percentuale di donne amministratrici sul totale dei membri del *board*. Sono considerate anche diverse variabili di controllo, tra cui ROA, dimensione dell'impresa, età dell'impresa, *current ratio* e tangibilità degli *asset*.

I risultati mostrano che la presenza di donne nei *board* thailandesi non ha effetti statisticamente significativi sui livelli di indebitamento. Ciò significa che l'inclusione di una quota maggiore di donne nel consiglio non genera effetti sistematici sulle scelte di finanziamento delle imprese. Tuttavia, quando gli autori effettuano il *test* di robustezza, le evidenze non rimangono solide. Infatti, per verificare se l'effetto osservato sulla leva finanziaria varia in funzione della grandezza aziendale, il campione è suddiviso in due sottocampioni sulla base di tale caratteristica. Per fare ciò, è introdotta una variabile binaria che assume valore pari a uno per le imprese di dimensione superiore rispetto alla media del *dataset*, e zero altrimenti. In questo modo, la presenza delle donne nei Consigli di Amministrazione continua a essere non significativa per le imprese di grande dimensione, mentre ha un effetto positivo su quelle di piccole dimensioni, generando dunque un aumento della leva finanziaria. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che le amministratrici tendono a possedere capacità comunicative più sviluppate rispetto ai colleghi uomini e dunque, in ambienti di dimensioni più contenute, potrebbero avere maggiori possibilità di incidere effettivamente sulle decisioni del *board*.

Nella pagina successiva, è proposta una tabella riassuntiva (*Tabella 3*) delle evidenze empiriche sinora presentate, in modo da avere maggiore chiarezza.

Tabella 3: Riassunto degli studi analizzati e dei principali risultati
Elaborazione propria

Autori	Anno dello studio	Campione	Arco temporale analizzato	Risultati principali
García, Herrero	2021	1416 imprese europee quotate, inglobando ben 21 Paesi differenti	2002-2019	Minore probabilità di distress finanziario; livello di indebitamento più basso; costo del debito inferiore; struttura di <i>debt maturity</i> caratterizzata da scadenze più brevi.
Ezeani et al.	2023	2690 osservazione impresa-anno di imprese di Regno Unito, Germania e Francia	2009-2018	Riduzione del rapporto di indebitamento.
Hernandez-Nicolas et al.	2015	12.376 <i>start-up</i> spangole	2007	Minore tendenza ad indebitarsi; minore costo del debito; preferenza di scadenze del debito più lontane nel tempo.
González-Ruiz et al.	2025	403 imprese di America Latina e Caraibi	2015-2022	Riduzione del livello di debito.
Alves et al.	2015	2427 imprese di 33 Paesi differenti	2006-2010	Maggiore ricorso all' <i>equity</i> e minore ricorso al debito; preferenza del debito a lungo termine rispetto a quello a breve.
Ahmed e Atif	2020	326 imprese australiane	2009-2014	Relazione positiva tra donne e livello di indebitamento; preferenza del debito a lungo termine.
Angsoyiri et al.	2025	484 imprese del Regno Unito	2015-2023	Maggiore ricorso al debito in termini generali; struttura di scadenza più cauta e diversificata.
Detthamrong et al.	2017	493 imprese thailandesi	2001-2014	Relazione non significativa. Quando il campione è suddiviso in base alla grandezza delle imprese, relazione positiva per le piccole imprese.

6. Analisi empirica

Giunti a questo punto della trattazione, dopo aver esaminato a fondo ogni elemento necessario a comprendere il contesto di partenza, è possibile presentare il contributo sperimentale dell'elaborato.

6.1 Rilevanza della ricerca

Prima di procedere con l'illustrazione dell'analisi empirica, è necessario soffermarsi sui motivi per i quali quest'ultima rappresenta un contributo a valore aggiunto nella letteratura esistente.

È stato evidenziato come il tema della *gender diversity* nei vertici aziendali abbia suscitato crescente interesse negli ultimi decenni, tanto da diventare oggetto di numerosi studi circa il suo potenziale impatto sulla vita delle aziende. Un aspetto relativamente poco esplorato è proprio quello del legame tra composizione di genere del Consiglio di Amministrazione e struttura del capitale. Ciò è vero in particolar modo nel contesto italiano in cui si colloca il presente lavoro, il quale è dotato dei seguenti punti di forza:

- l'arco temporale, che copre più di vent'anni e che, grazie alla sua ampiezza, consente un'analisi approfondita dei comportamenti delle imprese nel tempo. Tuttavia, questo aspetto non rappresenta l'unico elemento degno di nota: gli anni esaminati permettono di distinguere tra il periodo antecedente e quello successivo all'introduzione della legge Golfo-Mosca. In questo modo, è possibile anche osservare in maniera approfondita i cambiamenti che l'intervento normativo ha apportato alla composizione dei Consigli di Amministrazione delle imprese italiane;
- il mercato preso in analisi, ossia l'Euronext Milan. Come già detto, le imprese quotate in questo segmento sono soggette a vincoli stringenti e allineati ai migliori standard internazionali in materia di trasparenza e *governance*. Oltre a ciò, si tratta di aziende di media e grande capitalizzazione, collegate quindi a una maggiore stabilità;
- la scomposizione per ruolo delle amministratrici. Oltre a osservare il numero totale di donne all'interno del *board*, l'analisi è andata più a fondo considerando anche la

mansione loro affidata. Ciò permette di avere un duplice risultato: da una parte, analizzare l'impatto che donne con diversi ruoli hanno sulla struttura del capitale; dall'altra, comprendere quali tipologie di figure femminili abbiano effettivamente trovato maggiore spazio nei *board* a seguito dell'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca.

6.2 Descrizione campione, variabili e ipotesi utilizzate

6.2.1 *Dataset* e fonti utilizzate

Il primo passo compiuto per intraprendere l'analisi è stata la costituzione del *dataset*. Quest'ultimo contiene informazioni riguardanti **188** imprese quotate sulla Borsa Italiana nel segmento Euronext Milan, giungendo a un totale di 2986 osservazioni relative agli anni di quotazione; per quanto concerne l'arco di tempo esaminato, esso considera ben 23 anni, nello specifico quelli che vanno dal 2000 al 2023. Inoltre, come nella letteratura precedente, sono state escluse le imprese finanziarie per la loro regolamentazione e i differenti sistemi di rendicontazione.

È importante sottolineare che si tratta di un *panel* non bilanciato: non tutte le società sono presenti per l'intero intervallo temporale. Per alcune delle imprese, infatti, il periodo indagato potrebbe essere più ristretto in quanto dipende dall'anno di quotazione e da quello di *delisting*; per di più, può accadere che le informazioni non siano disponibili per determinati anni e imprese.

Scendendo nei dettagli, il *dataset* finale è ottenuto unendo le informazioni raccolte con quelle di una banca dati iniziale, fornita dalla relatrice, in cui erano già presenti dati riguardanti il bilancio delle imprese, i principali indici, la struttura proprietaria e il settore di riferimento. L'aspetto su cui si è incentrata la raccolta dei dati è stata la composizione del Consiglio di Amministrazione; dunque, per ogni anno preso in analisi, sono stati ricercati dettagli circa la dimensione del *board*, il numero di donne al suo interno, scomposto successivamente per ruolo (esecutive e indipendenti), e l'insieme di donne aventi legami di parentela con l'azionista o la famiglia di controllo, se presente. Inoltre, è stato evidenziato se il compito di Presidente del Consiglio di Amministrazione fosse affidato a un componente del *board* di sesso femminile.

Per fare ciò, come principale fonte, è stata utilizzata la *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* che le imprese quotate hanno l'obbligo di redigere con cadenza

annuale e successivamente pubblicare sul sito web ufficiale. Da quest'ultimo, infatti, nella sezione *Corporate Governance*, è stato possibile reperire tale documento, in cui vi è un *focus* sugli organi sociali, sulla loro composizione e sui ruoli di ciascun membro. Questo approccio è stato attuato soprattutto per gli anni più recenti fino ad arrivare a quelli compresi tra il 2010 e il 2006, ossia gli ultimi per i quali era disponibile la relazione *online*. Per gli anni precedenti, la raccolta dei dati si è rivelata più complessa a causa di una scarsità di fonti dalle quali estrarre le informazioni; in questo caso, si è proceduto come esposto di seguito:

- Banca dati AIDA: utilizzando questo *database*, è stato possibile accedere ai bilanci ottici delle imprese di interesse. In questo modo si sono ricavate informazioni utili riguardo la struttura del Consiglio di Amministrazione e i ruoli dei singoli componenti;
- CONSOB: nei casi in cui i bilanci non erano reperibili tramite la fonte precedente, tipicamente per gli anni compresi tra il 2000 e il 2004, si è fatto affidamento al sito della CONSOB. In particolare, nella sezione “Società quotate”, si possono ottenere alcuni dati rilevanti, anche se spesso non esaurienti; così facendo, si ricava la lista completa dei membri dell'organo amministrativo, ma non i ruoli ricoperti, a meno che non si tratti di CEO o di un componente del comitato esecutivo. Tuttavia, spesso, l'assenza di tali informazioni sulla CONSOB non ha causato ulteriori difficoltà, in quanto, negli anni tra il 2000 e il 2004, sono rare le circostanze in cui è presente una donna nel consiglio. Nei casi contrari, si è proceduto come segue;
- Ulteriori documenti societari e/o ricerche *online*: sono stati reperiti, dove disponibili, i *Curriculum Vitae* o i profili *LinkedIn* dei soggetti di interesse. Inoltre, sono stati ricercati ulteriori documenti societari sul sito web delle imprese. Un esempio sono i verbali dell'assemblea degli azionisti sulla nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione, dove talvolta sono state estratte informazioni circa il ruolo delle donne nel *board*.

Infine, per individuare i legami di parentela, sia essa diretta o acquisita, sono state ricercate le informazioni disponibili pubblicamente sulla vita di ogni donna presente nell'organo amministrativo.

6.2.2 Definizione delle variabili

Per verificare se esiste una relazione tra struttura del capitale e *gender diversity*, è necessario introdurre una o più variabili dipendenti, ossia delle misure idonee alla rappresentazione dell'aspetto che si intende esaminare. Nel presente studio, a questo scopo, è stato scelto il *market leverage* (**market_leverage**) come variabile principale; esso è ottenuto dividendo il debito finanziario per la somma tra quest'ultimo e il valore di mercato dell'*equity*. Tale decisione è presa in quanto il *market leverage* ha il vantaggio di essere una misura dinamica della leva, incorporando la valutazione di mercato dell'impresa. Quest'ultima tiene conto delle aspettative degli investitori e dell'effetto segnalatico della *gender diversity* nel Consiglio di Amministrazione. Oltre a tale variabile, sono state utilizzate due misure contabili di indebitamento:

- il rapporto di indebitamento finanziario (**leverage_gen**), ottenuto dividendo il debito finanziario complessivo per il totale delle attività. Esso permette di osservare le scelte di finanziamento al netto delle fluttuazioni di mercato;
- il *debt to asset ratio* (**debt_ratio**), misurato come rapporto tra passività totali e *asset* totali. Questo indicatore permette di avere una visione più ampia, osservando il *leverage* complessivo; di fatto, il numero include, oltre ai debiti finanziari, anche altri obblighi di breve e lungo termine dell'azienda, come i debiti commerciali.

La variabile indipendente principale, invece, è la percentuale di donne presenti nel Consiglio di Amministrazione (**perc_female**); a questa si aggiungono poi la porzione di donne esecutive sul totale dei membri (**perc_fex**) e quella di donne indipendenti (**perc_find**). Tale separazione permette di osservare se vi è una differenza di comportamento sulla base del ruolo loro assegnato all'interno del *board*. Viene considerata anche la percentuale di donne aventi legami di parentela con la famiglia di controllo (**perc_femfam**). Inoltre, si intende testare la teoria della massa critica, secondo la quale l'influenza delle amministratrici diventa evidente una volta superata la soglia di tre o più donne; per fare ciò, sono considerate tre variabili dicotomiche: **D1**, che assume valore 1 se vi è una donna nel *board* e 0 in caso contrario; **D2** e **D3**, che seguono la stessa logica della precedente, ma considerando rispettivamente 2 e 3 o più donne.

Per quanto concerne le variabili di controllo, esse si articolano in due categorie: quelle basate su caratteristiche di *governance* e quelle relative alle caratteristiche aziendali. Le prime sono:

- dimensione del *board* (**b_size**): quest'ultima può influenzare le dinamiche del processo decisionale del consiglio. In particolare, Consigli di Amministrazione più grandi potrebbero avere maggiori competenze, conoscenze e più trasparenza; ciò condurrebbe a una riduzione del *leverage*. D'altro canto, i *board* più grandi potrebbero riscontrare problemi di comunicazione, oltre che un monitoraggio eccessivo, con conseguente maggiore ricorso al debito. Per cui non si può ipotizzare a priori il tipo di relazione che emergerà;
- *CEO duality* (**CEO_Chair**): anche qui, non si riesce a evidenziare un legame univoco. Nei casi in cui il CEO è anche il Presidente del consiglio, si ha un probabile aumento dei costi di agenzia: il potere dell'amministratore delegato aumenta significativamente e ciò riduce l'efficacia dei meccanismi di monitoraggio del *board*. Questo può portare sia a un aumento sia a una diminuzione del rapporto di indebitamento, a seconda della propensione al rischio del CEO;
- *CEO tenure* (**CEO_tenure**): tale variabile indica il numero di anni successivi in cui il CEO è in carica. Maggiore è il periodo in cui è presente lo stesso amministratore delegato, più aumenta la sua conoscenza dell'impresa e del settore e la sua influenza nel Consiglio di Amministrazione. Considerando che il debito è visto come un meccanismo di disciplina e, se eccessivo, aumenta la probabilità di *distress* finanziario, il CEO potrebbe indurre a una diminuzione della leva per salvaguardare la sua posizione;
- concentrazione della proprietà (**controlling_share**): quando la proprietà è concentrata, ossia una grande percentuale di azioni è nelle mani di un singolo soggetto o di un gruppo ristretto di individui, si possono avere due effetti contrastanti. Per un verso, gli azionisti di controllo potrebbero influenzare le decisioni sulla struttura del capitale, inducendo a un maggior ricorso al debito. In questo modo, si limita il rischio di diluizione derivante da eventuali aumenti di capitale. D'altro canto, incrementare il livello di indebitamento comporta un aumento del rischio di fallimento, conseguenza che potrebbe portare a preferire altre fonti di finanziamento.

Invece, le variabili di controllo relative alle caratteristiche aziendali rappresentano alcune delle **determinanti** della struttura del capitale che la letteratura ha nel tempo individuato e sono:

- dimensione dell'impresa (**firm_size**): come *proxy* di questa variabile, è utilizzato il logaritmo naturale del totale dell'attivo. Si ritiene che essa sia uno dei principali determinanti delle scelte finanziarie di un'azienda. Le imprese più grandi, infatti, godono di minori asimmetrie informative e hanno minore probabilità di incorrere nel rischio di *default*; ciò porta alla riduzione dei costi associati al finanziamento esterno. Per tali motivi, si suppone una correlazione positiva tra dimensione dell'impresa e livello di indebitamento;
- redditività: come approssimazione della *performance* di un'azienda, si utilizza il *Return on Assets*, o **ROA**, calcolato come il rapporto tra l'EBTDA e il totale dell'attivo. Esso rappresenta quanto valore viene generato dagli *asset*: un'impresa in grado di utilizzare le proprie risorse in modo più efficiente avrà un ROA più elevato e quindi sarà più redditizia. Di conseguenza, avendo più fondi interni a disposizione, dovrebbe esserci una relazione negativa tra redditività e leva finanziaria, poiché si riduce la necessità di finanziamenti esterni;
- opportunità di crescita: all'aumentare di queste ultime, il *management* potrebbe essere più propenso a investire in progetti ad alto rischio, con conseguente aumento della probabilità di affrontare difficoltà finanziarie. Alla luce di ciò, i creditori potrebbero richiedere tassi di interesse più elevati, generando un incremento dei costi di agenzia legati al debito. Come conseguenza, le imprese con maggiori opportunità di crescita potrebbero avere rapporti di indebitamento più bassi. Per misurare questa variabile, è stato utilizzato il *Market to Book ratio* (**MtB**), dato dal rapporto tra la capitalizzazione di mercato dell'impresa e il valore contabile dell'*equity*;
- tangibilità degli *asset*: i beni tangibili possono fungere da vera e propria garanzia per i creditori delle imprese; per tale motivo, è probabile che si ottenga una relazione positiva tra *leverage* e tangibilità degli *asset* (**tangibility**), espressa tramite l'incidenza delle attività fisse sul totale;
- liquidità: essa è misurata nel presente studio con il *current ratio* (**current_ratio**), ossia il rapporto tra attività correnti e passività correnti, che esprime la capacità di un'azienda di assolvere ai propri obblighi a breve termine. Secondo la teoria del *pecking order*, maggiore liquidità implica un minore ricorso al debito; seguendo questo concetto teorico, si presuppone che il rapporto di indebitamento sia correlato negativamente al *current ratio*;

- deducibilità fiscale: in quest'analisi, è utilizzato il *nondebt tax shield* (**nondebt_taxshield**), ottenuto dividendo la somma di ammortamento e deprezzamento dei beni con il totale delle attività. In questo modo, si calcolano i benefici fiscali derivanti non dal debito, ma da altri costi ugualmente deducibili. Dunque, si prevede una relazione negativa di tale variabile con il *leverage*: un'azienda che dispone già di elevati scudi fiscali non derivanti dal debito avrà meno incentivi economici a indebitarsi ulteriormente;
- volatilità degli utili operativi: essa rappresenta una *proxy* del rischio operativo dell'impresa ed è calcolata come la deviazione standard del ROA su tre anni (**firm_risk**). Di fronte a una maggiore volatilità, le imprese dovrebbero ricorrere in minor misura al debito, onde evitare di non riuscire a soddisfare gli obblighi di restituzione dello stesso;
- età dell'impresa (**age**): le imprese più mature godono di maggiore reputazione rispetto a quelle nei primi anni di vita e sono dunque percepite come più stabili e sicure; ciò dovrebbe permettere di usufruire di tassi di interesse più bassi e di accedere a finanziamenti a condizioni migliori. Dunque, è previsto un livello di indebitamento più alto per le imprese con maggiore età. Quest'ultima è calcolata come il logaritmo naturale degli anni di vita dell'impresa ($\ln(\text{age}+1)$). L'aggiunta dell'unità permette di includere nel campione le osservazioni con età pari a zero, relative alle aziende di recente costituzione.

Nella pagina successiva, è presente la *Tabella 4*, che ha lo scopo di riassumere quanto detto finora.

Tabella 4: Descrizione delle variabili utilizzate

Variabili	Descrizione
Dipendenti	
market_leverage	Rapporto tra debiti finanziari totali e la somma tra questi ultimi e il valore di mercato dell' <i>equity</i>
leverage_gen	Rapporto tra debiti finanziari totali e totale attivo
debt_ratio	Rapporto tra passività totali e totale attivo
Indipendenti	
perc_female	Numero di donne nel board rapportato al numero di membri totali
perc_fex	Numero di donne con ruoli esecutivi nel board rapportato al numero di membri totali
perc_find	Numero di donne indipendenti nel board rapportato al numero di membri totali
perc_femfam	Numero di amministratrici "familiari" nel board rapportato al numero di membri totali
D1	Variabile <i>dummy</i> : 1 se vi è una donna nel board, 0 altrimenti
D2	Variabile <i>dummy</i> : 1 se vi sono due donne nel board, 0 altrimenti
D3	Variabile <i>dummy</i> : 1 se ci sono almeno tre donne nel board, 0 altrimenti
di Controllo (Governance)	
b_size	Numero totale di membri del <i>board</i>
CEO_Chair	Variabile <i>dummy</i> : 1 se il CEO è anche Presidente del consiglio, 0 altrimenti
CEO_tenure	Numero progressivo di anni in cui lo stesso CEO è in carica
controlling_share	Percentuale detenuta dall'azionista di maggioranza (o somma se l'azionista di maggioranza è una famiglia)
di Controllo (caratteristiche aziendali)	
firm_size	Logaritmo naturale del totale dell'attivo
ROA	Rapporto tra EBITDA e <i>asset</i> totali
firm_risk	Deviazione standard del ROA nei tre anni precedenti
current_ratio	Rapporto tra attività correnti e passività correnti
tangibility	Rapporto tra <i>fixed asset</i> e totale attivo
nondebt_taxshield	Rapporto tra la somma di ammortamenti e deprezzamento e totale attivo
MtB	Rapporto tra la capitalizzazione di mercato dell'impresa e il valore contabile dell' <i>equity</i>
age	Logaritmo naturale di (età impresa+1)

6.2.3 Ipotesi elaborate

A questo punto, si formulano le ipotesi di ricerca. L'elaborazione di queste ultime è stata fatta prendendo in considerazione le teorie esposte nei Capitoli 3 e 4, oltre che le evidenze empiriche riportate nel Capitolo 5. Di seguito, si propone un breve riepilogo delle considerazioni e delle basi teoriche trattate nei capitoli evidenziati, in modo da rendere esplicite le ragioni alla base delle ipotesi.

È noto che le donne abbiano tendenzialmente peculiarità che le differenziano dal sesso opposto. Tra queste, spiccano la minore propensione al rischio, la maggiore apertura all'ascolto e alla risoluzione dei problemi, nonché un'inclinazione più marcata al rispetto dei loro doveri e a una maggiore trasparenza. Tutte queste caratteristiche personali sono per natura traslate all'interno del contesto lavorativo: la loro presenza nei Consigli di Amministrazione può generare infatti degli effetti significativi su qualsiasi decisione presa all'interno del *board*, a patto che la loro voce non sia ignorata ma ascoltata.

Alla luce di ciò, è stato riscontrato che la diversità può migliorare la creatività e accrescere l'innovazione, oltre che migliorare il controllo e aumentare la divulgazione pubblica delle informazioni societarie rilevanti. Questi ultimi due punti sono fondamentali per lo studio: seguendo le argomentazioni della teoria dell'agenzia, tale comportamento porta a una riduzione delle asimmetrie informative. Di conseguenza, l'azienda avrà maggiore possibilità di accedere alle fonti finanziarie esterne più rischiose, ossia l'*equity*, per via di una riduzione del costo di tale scelta; per questi motivi, è molto probabile che si verifichi un aumento del ricorso al capitale proprio, con conseguente riduzione del *leverage*. Dunque, sebbene le evidenze empiriche forniscano risultati tra loro contrastanti a tal proposito, la prima ipotesi formulata è stata la seguente:

H1: Esiste una relazione negativa tra la percentuale di donne nel board e il rapporto di indebitamento.

Oltre alla valutazione della presenza delle donne, lo studio esamina anche se un diverso ruolo nel Consiglio di Amministrazione influenzi il comportamento delle donne e possa generare impatti differenti. In particolare, si analizza l'effetto sul rapporto di indebitamento sia delle amministratrici esecutive sia di quelle indipendenti.

Per quanto riguarda queste ultime, vi sono riscontri sperimentali che un consiglio più indipendente migliora la qualità e la frequenza delle informazioni pubbliche rilasciate, riduce le asimmetrie informative e permette un monitoraggio più intenso e soprattutto, più efficiente. Dunque, se si unisce il ruolo di sorveglianza tipico degli amministratori indipendenti alle caratteristiche intrinseche delle donne, si può ragionevolmente ipotizzare il potenziale impatto della loro presenza; quest'ultima potrebbe condurre a una riduzione della necessità del debito come meccanismo disciplinante e, al contempo, dei costi associati all'*equity*. Ne conseguirebbe, quindi, una diminuzione marcata del rapporto di indebitamento.

Più complesso invece è il ragionamento da fare con le amministratrici esecutive in quanto, in questo caso, vi è un maggiore coinvolgimento nelle operazioni quotidiane e una partecipazione attiva alle decisioni sulla struttura del capitale. Ciò significa che, sebbene le donne presentino tratti caratteriali differenti da quelli del genere maschile, questi potrebbero essere in parte attenuati dal ruolo ricoperto; il suddetto, infatti, spinge le donne a tenere conto, oltre che della sostenibilità finanziaria, anche delle opportunità di investimento vantaggiose e delle necessità di crescita delle imprese.

Alla luce di quanto detto, sono elaborate le seguenti ipotesi:

H2.a: Esiste una relazione negativa marcata tra la percentuale di donne indipendenti nel board e il rapporto di indebitamento.

H2.b: Esiste una relazione negativa tra la percentuale di donne esecutive nel board e il rapporto di indebitamento, ma meno marcata rispetto a quella delle amministratrici indipendenti.

Si intende anche capire l'impatto che le donne con vincoli di parentela con l'azionista o la famiglia di controllo hanno sulla struttura del capitale. Si presume che tali figure abbiano interessi allineati a quelli del soggetto che detiene il controllo e che le loro azioni riflettano quindi il volere di coloro grazie ai quali siedono nel *board*; alla luce di ciò, le amministratrici possono influenzare le decisioni in due modi differenti.

Da una parte, potrebbero avere un approccio cautelativo nei confronti del debito: è noto che livelli più alti di indebitamento siano associati a maggiori probabilità di *distress* finanziario, situazione che potrebbe intaccare il controllo della proprietà.

Dall'altra parte, bisogna considerare che il debito può essere visto come uno strumento di controllo: gli obblighi ad esso legati riducono la discrezionalità del *management* nella gestione, limitando eventuali comportamenti opportunistici. In più, ricorrere all'*equity* come fonte di finanziamento potrebbe essere rischioso e portare a una diluizione della quota di controllo; infatti, sebbene esista il diritto di opzione, che permette agli attuali azionisti di sottoscrivere nuove azioni, il suo esercizio richiede un impiego non indifferente di risorse finanziarie da parte dell'azionista di controllo.

Tra le due prospettive esposte, si predilige l'ultima: si ipotizza che le donne aventi legami di parentela siano più orientate al debito come fonte di finanziamento, generando un aumento del *leverage*.

H3: Esiste una relazione positiva tra la percentuale di donne con legami familiari con l'azionista o la famiglia di controllo nel board e il rapporto di indebitamento.

Infine, per un'analisi completa, è utile anche esaminare la teoria della massa critica. Quest'ultima afferma che un gruppo minoritario non riesce ad avere influenza sulla maggioranza a causa di una serie di pregiudizi e di meccanismi di isolamento che si innescano tra gli individui. Ciò avviene fin quando l'insieme ristretto di soggetti non raggiunge una soglia tale da essere percepito non più come una minoranza, ma come parte integrante del gruppo. Solo in questo modo, iniziano a cambiare le dinamiche interne e si possono osservare gli effetti potenziali che tali individui hanno; tipicamente, la soglia oltre la quale ciò avviene è di tre persone.

Secondo questo ragionamento, quando vi sono tre o più donne, allora è possibile rilevare un impatto significativo sulle decisioni della composizione delle fonti finanziarie. Dunque, affinché la teoria sia valida, le variabili D1 e D2 dovrebbero avere un coefficiente trascurabile o essere insignificanti, mentre D3 un coefficiente maggiore, oltre che statisticamente significativo.

H4: La relazione negativa tra gender diversity e rapporto di indebitamento non è lineare, ma si manifesta in modo significativo al raggiungimento di una massa critica di donne nel board.

6.2.4 Statistiche descrittive

Una volta definite le variabili ed esposte le ipotesi, si può procedere presentando i risultati derivanti dalle statistiche descrittive sul campione. Esse forniscono una visione d'insieme degli elementi distintivi del *dataset*, in modo da mettere a fuoco le caratteristiche delle imprese analizzate e il livello di presenza femminile. Nella tabella sottostante (*Tabella 5*), sono riportati i risultati ottenuti sulle principali variabili utilizzate nello studio, evidenziando per ognuna il numero di osservazioni totali, la media e la deviazione standard, i valori massimi e minimi e la mediana. Prima di procedere con l'analisi, si segnala che dal campione inizialmente descritto, sono state eliminate due osservazioni impresa-anno, arrivando dunque a 2984. Questo è stato fatto in quanto l'impresa Olidata S.p.A., negli anni 2016 e 2017, si trovava in stato di liquidazione. In questi casi, sono

compromessi la normale attività dell'azienda e del *board*, oltre che la dimensione e il potere strategico di quest'ultimo.

Tabella 5: Statistiche descrittive delle variabili

Variabile	Obs	Media	Std Dev	Min	Mediana	Max
market_leverage	2840	0,3871	0,2461	0	0,3622	0,9860
leverage_gen	2880	0,2874	0,1579	0	0,2876	0,9920
debt_ratio	2886	0,6132	0,1969	0,0273	0,6165	2,4274
per_female	2984	0,1944	0,1671	0	0,1818	0,6000
per_fex	2984	0,0283	0,0575	0	0	0,3333
per_find	2984	0,1174	0,1443	0	0	0,6000
per_femfam	2984	0,0464	0,0772	0	0	0,5000
D1	2984	0,1964	0,3973	0	0	1
D2	2984	0,1558	0,3628	0	0	1
D3	2984	0,3515	0,4775	0	0	1
b_size	2984	9,7158	2,9476	3	9	22
firm_size	2886	6,6485	1,7530	1,7276	6,3114	12,5549
current_ratio	2859	1,4929	0,9601	0,0667	1,3110	14,9043
ROA	2886	0,0216	0,0841	-1,8251	0,0253	0,7723
firm_risk	2290	0,0278	0,0384	0,0001	0,0152	0,3005
MtB	2868	1,9219	3,6196	-62,3932	1,4471	133,5077
CEO_Chair	2918	0,2999	0,4583	0	0	1
tangibility	2861	0,4934	0,2023	0,0043	0,4891	0,9718
nondebt_taxshield	2861	0,0435	0,0287	0	0,0382	0,3005
controlling_share	2973	51,2606	18,4572	0	55,2160	99,9600
CEO_tenure	2958	8,4131	7,6720	1	6	47
age	2984	3,7900	0,8211	0	3,8918	5,6058

Dalle statistiche descrittive relative alle variabili dipendenti, si evince che le imprese italiane presentano strutture finanziarie moderatamente orientate al debito; in particolare, la media del *market leverage* assume un valore pari a 38,71%. La deviazione standard relativamente elevata (24,61%) evidenzia una forte eterogeneità nei valori di leva, mentre la mediana (36,22%), più bassa della media, suggerisce la presenza di una distribuzione positivamente asimmetrica.

Di circa 10 punti percentuali più bassa, invece, è la media del rapporto di indebitamento, pari a 28,74%: ciò significa che circa il 29% degli *asset* dell'impresa è finanziato tramite debito finanziario, mentre la restante parte da capitale proprio o altre fonti. Questa misura presenta una deviazione standard (15,79%) più bassa rispetto a quella del *market leverage* (24,61%); ciò probabilmente è dovuto al fatto che quest'ultimo, essendo basato sul valore di mercato dell'*equity*, è una misura più volatile in quanto soggetta alle fluttuazioni quotidiane dei prezzi di borsa. Inoltre, il confronto tra media e mediana del *leverage_gen*,

che risultano essere molto vicine tra loro, permette di comprendere che la distribuzione dei dati è approssimativamente simmetrica e priva di *outlier* eccessivi, che trainano in alto o in basso la media. Per tali motivi, quest'ultima è in grado di riflettere il comportamento tipico delle imprese italiane presenti nel campione.

Quanto al *debt to asset ratio*, la sua media è notevolmente più elevata rispetto a quella delle misure prima analizzate; di fatto, essa è pari a 61,32%: ciò è imputabile al fatto che tale variabile non considera solo i debiti finanziari, ma le passività nella loro totalità. Anche in questo caso, la mediana prossima alla media indica una distribuzione relativamente simmetrica intorno al valore centrale, nonostante il valore massimo presente, che riflette aziende con forte indebitamento operativo.

Per quanto concerne il *board*, la sua dimensione media si attesta intorno a 10 membri, coerentemente con i risultati di alcuni studi sul contesto italiano, già citati in precedenza (Maida & Weber, 2019; Bruno et al., 2018). La composizione del consiglio dimostra il percorso di cambiamento avviato dalle imprese italiane per l'ottenimento di *board* più eterogenei: la percentuale media di donne è pari al 19,44%. Tale risultato è condizionato dai numerosi anni in cui la presenza delle donne era limitata o assente. Infatti, considerando la deviazione standard elevata e prossima alla media, si osserva una notevole dispersione dei dati: il valore minimo è pari a 0%, da accostare agli anni precedenti l'entrata in vigore della legge Golfo-Mosca, mentre il massimo raggiunge il picco del 60%. La *Figura 5* ha lo scopo di dare una rappresentazione visiva di quanto detto finora: si può notare infatti, come negli anni precedenti al 2012, non si superi mai il 10% della presenza femminile; al contrario, la curva dimostra un *trend* notevolmente crescente negli anni successivi.

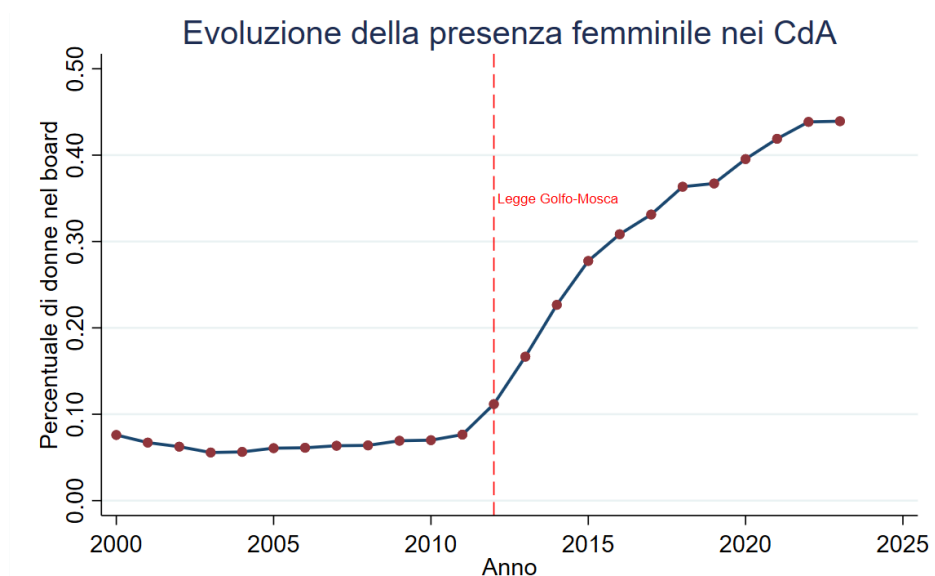


Figura 5: Evoluzione della presenza femminile nei CdA

Se si osservano invece i ruoli delle donne nel Consiglio di Amministrazione, la percentuale media di donne che ricopre posizioni esecutive è di 2,83%, considerevolmente più bassa rispetto all'11,74% delle amministratrici indipendenti. Questo implica che, nella maggior parte dei casi, le donne non sono coinvolte direttamente nella gestione operativa, che rimane una prerogativa fortemente maschile, ma assumono incarichi di monitoraggio e controllo. In entrambi i casi, la mediana risulta pari a 0%: ciò che vuol dire che in almeno il 50% delle osservazioni, non vi sono donne che rivestono tali ruoli. Di seguito, nei grafici riportati (*Figura 6 e 7*), è rappresentata sia l'evoluzione della percentuale di donne esecutive sia di quelle indipendenti nei *board*.

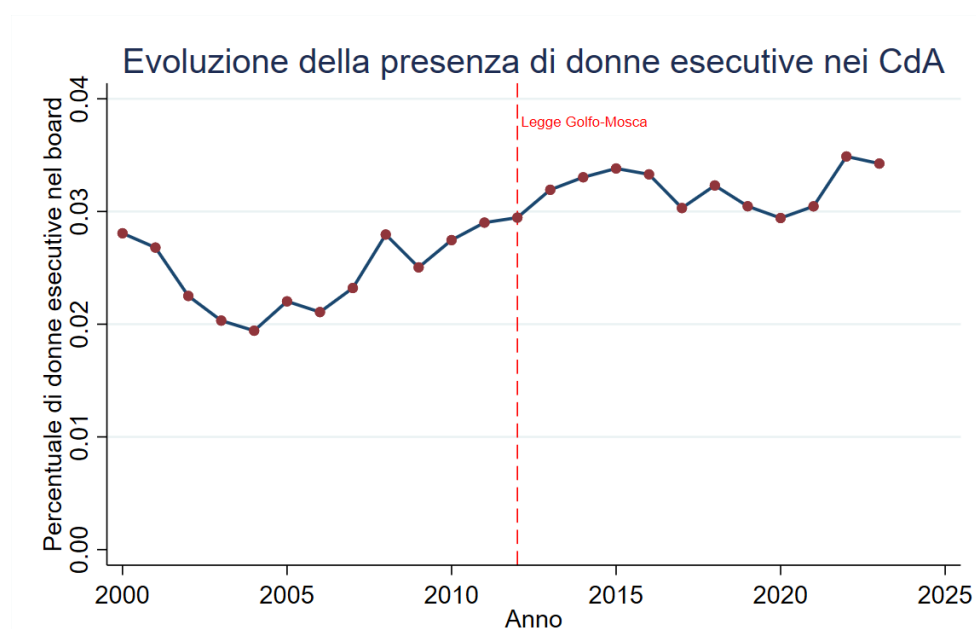


Figura 6: Evoluzione della presenza di donne esecutive nei CdA

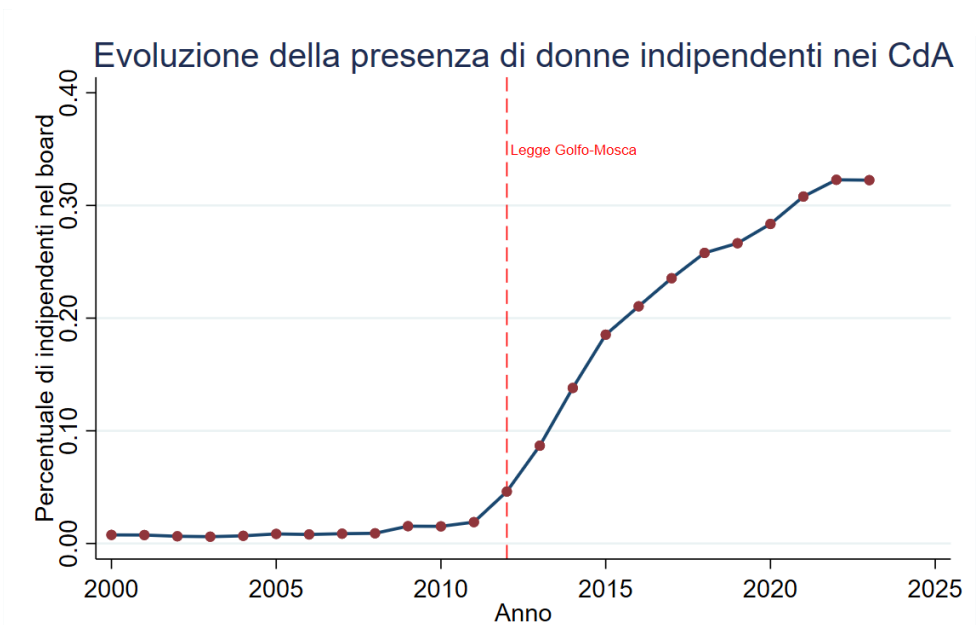


Figura 7: Evoluzione della presenza di donne indipendenti nei CdA

Per quanto concerne le donne aventi legami familiari con l'azionista di controllo, si osservano una media di 4,64% e una mediana pari a 0%, dimostrando dunque che la loro presenza è notevolmente contenuta. La *Figura 8* illustra come si è evoluta nel tempo la percentuale di donne con legami di parentela; da essa, si rileva un aumento graduale, ma contenuto, della loro presenza.

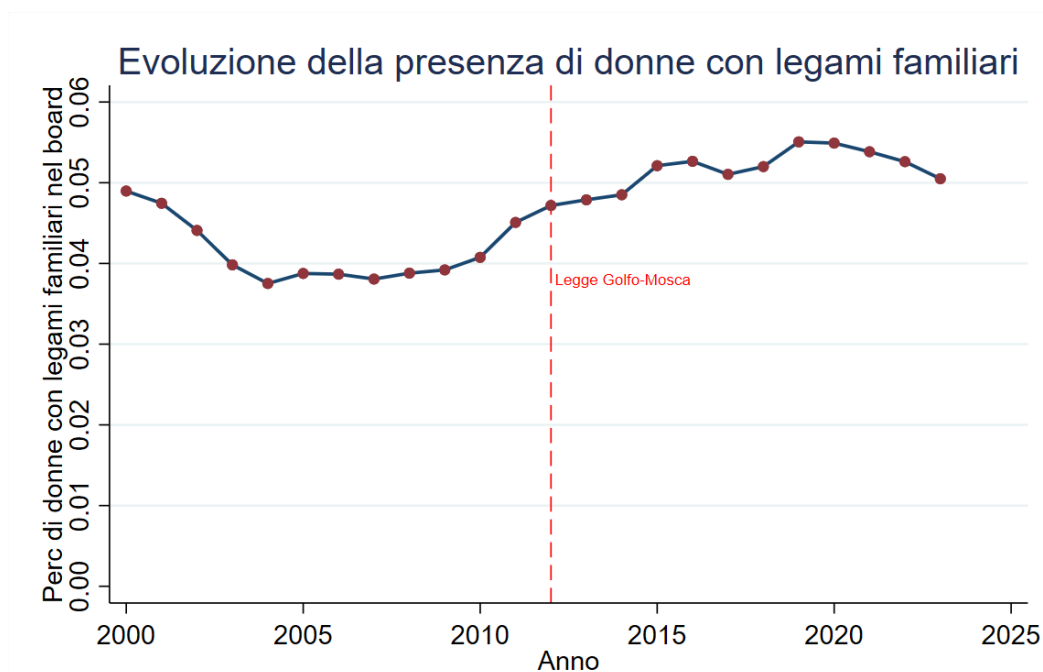


Figura 8: Evoluzione della presenza di donne con legami familiari nei CdA

Lo studio della *Figura 7*, nella quale si nota una crescita repentina delle amministratrici indipendenti dopo il 2012, e della *Figura 8* eliminano una delle preoccupazioni legate all'introduzione della legge Golfo-Mosca. Infatti, quest'ultima ha condotto a un incremento sempre più evidente di figure femminili indipendenti, piuttosto che di donne con legami di parentela.

Inoltre, nel campione complessivo, i *board* con una sola donna rappresentano il 19,64% dei casi, quelli con solo due il 15,58% e quelli con almeno tre il 35,09%, ossia oltre un terzo del campione.

Strutturalmente, le imprese nel campione presentano dimensioni prevalentemente medio-grandi, con poca variabilità, ma una redditività abbastanza contenuta, come dimostra la media del ROA pari a 2,16%. Tale indicatore mostra una notevole dispersione dei dati che si evince sia dall'elevata deviazione standard sia dai valori estremi piuttosto distanti l'uno dall'altro. Stesso fenomeno si ha per il rischio operativo che risulta alquanto basso, come testimonia la media di 2,78%; ciò implica che vi è una buona stabilità dei flussi di cassa.

Oltre a ciò, le imprese sono dotate di una sana salute finanziaria: il *current ratio* presenta una media di 1,49; questo significa che le aziende hanno una buona capacità di fronteggiare gli impegni a breve termine. Per quanto riguarda le opportunità di crescita, il *Market to Book ratio* medio di 1,92 riflette una valutazione di mercato prudente e opportunità di crescita contenute. Tuttavia, è evidente la presenza di una variabilità dei dati molto elevata. Le opportunità di crescita limitate possono essere collegate all'età media delle imprese: si tratta, nella maggior parte dei casi, di imprese mature con una vita media di circa 44 anni. La deviazione standard bassa dimostra una concentrazione dei dati intorno a questo valore.

Inoltre, si evince una propensione delle aziende italiane a investire in beni tangibili, che rappresentano in media il 49,34% del totale dell'attivo. Di conseguenza, ciò permette di avere ammortamenti consistenti, evidenziati dal 4,35% medio del *non debt tax shield*.

Concentrandosi invece sulle variabili di *governance*, i risultati ottenuti riguardo la concentrazione della proprietà riflettono perfettamente il panorama italiano già descritto: l'azionista di controllo detiene in media il 51,26% del capitale. Oltre a ciò, la mediana è pari a 55,22% e ciò implica che più della metà delle aziende nel campione ha un'azionista (o una famiglia) che detiene il controllo assoluto. Anche all'interno del *board*, si verifica spesso una concentrazione di potere in mano a un singolo individuo: nel 30% dei casi, infatti, il CEO coincide con il Presidente del Consiglio di Amministrazione. In media, il CEO rimane in carica per più di 8 anni, sottolineando un limitato *turnover* manageriale; tuttavia, si nota una notevole variabilità dei dati (deviazione standard pari a 7,6720).

Alla luce di quanto detto circa le variabili sulla presenza femminile, risulta doveroso fare un confronto tra il periodo precedente l'entrata in vigore delle Legge Golfo-Mosca (*Tabella 6*) e quello successivo (*Tabella 7*) per evidenziare i cambiamenti sostanziali.

Tabella 6: Statistiche descrittive sulle donne prima della Legge Golfo-Mosca

Variabile	Obs	Media	Std Dev	Min	Mediana	Max
perc_female	1440	0,0651	0,0862	0	0	0,5000
perc_fex	1440	0,0244	0,0524	0	0	0,2500
perc_find	1440	0,0103	0,0346	0	0	0,2500
perc_femfam	1440	0,0409	0,0753	0	0	0,5000
D1	1440	0,3083	0,4620	0	0	1
D2	1440	0,1285	0,3347	0	0	1
D3	1440	0,0083	0,0909	0	0	1

Tabella 7: Statistiche descrittive sulle donne dopo la Legge Golfo-Mosca

Variabile	Obs	Media	Std Dev	Min	Mediana	Max
perc_female	1544	0,3149	0,1300	0	0,3333	0,6000
perc_fex	1544	0,0319	0,0616	0	0	0,3333
perc_find	1544	0,2172	0,1359	0	0,2222	0,6000
perc_femfam	1544	0,0515	0,0785	0	0	0,5000
D1	1544	0,0920	0,2891	0	0	1
D2	1544	0,1813	0,3854	0	0	1
D3	1544	0,6716	0,4698	0	1	1

Dalle tabelle, si evince subito la differenza notevole tra i due periodi: se prima dell'applicazione della legge, la percentuale di donne raggiungeva appena il valore di 6,51%, negli anni successivi si osserva un incremento significativo, giungendo a 31,49%. A questo valore, inoltre, è associata una deviazione standard abbastanza contenuta che dimostra una concentrazione dei dati. Stessa sorte si è avuta per la presenza di donne indipendenti; prima del 2012, solo l'1,03% dei membri del *board* era una donna con carica di amministratrice indipendenti. Se si analizza il periodo successivo all'entrata in vigore della legge, il valore aumenta al 21,72%, ottenendo una deviazione standard bassa e una mediana molto vicina al risultato medio. L'incremento della presenza è visibile anche per le donne con incarichi esecutivi e per quelle aventi legami di parentela con la famiglia di controllo, seppur con esiti molto più contenuti. Infatti, la percentuale delle prime passa da 2,44% a 3,19%, mentre quella delle amministratrici con legami familiari da 4,09% a 5,15%.

Inoltre, è interessante osservare l'evoluzione dei dati relativi alle variabili D1, D2 e D3. Prima del 2012, la presenza di tre o più donne nel *board* costituiva un caso eccezionale, avvenuto solo nell'0,83% delle osservazioni; una percentuale più elevata, pari al 12,85%, si aveva per i consigli con due donne al loro interno, fino ad arrivare a 30,83% considerando i *board* con una sola figura femminile. Dunque, appare chiaro che la configurazione più comune del periodo era rappresentata da Consigli di Amministrazione composti esclusivamente da figure maschili. Ciò sottolinea le ragioni che hanno reso necessario un intervento normativo. Dopo quest'ultimo, infatti, non è più un'eccezione avere tre o più donne nel *board*, piuttosto la norma: tale situazione si verifica nel 67,16% dei casi. Seguono poi i consigli con due donne, nel 18,13% delle osservazioni, mentre ormai insolita è la presenza di una sola donna, nel 9,20% dei casi.

6.2.5 Test della differenza delle medie

Prima di effettuare la regressione, sono stati condotti dei *test* di ipotesi sulla differenza tra le medie per le variabili dipendenti prese in analisi. L'obiettivo è fornire un'evidenza preliminare sul fatto che la presenza femminile possa portare, *ceteris paribus*, ad assumere decisioni differenti sul livello medio di indebitamento. Per fare ciò, è stato effettuato il t-test con un livello di fiducia al 95%, partendo dall'ipotesi nulla di assenza di differenze significative tra le medie.

Il primo test eseguito (*Tabella 8*) è stato fatto dividendo le imprese in due sottogruppi: da una parte quelle con zero donne nel *board* (819 osservazioni), dall'altra quelle con almeno una (2021). Operando in questo modo, si nota che la media del *market leverage* nel primo caso è 37,86%, mentre nel secondo 39,05%; la differenza tra questi due valori, alla luce del test condotto, non risultata statisticamente significativa (*p-value* pari a 0,2425).

Tabella 8: t test della variabile market_leverage tra aziende con zero donne e aziende con almeno una
Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	819	.3786243	.0086175	.2466161	.3617093	.3955392
1	2,021	.3905404	.0054695	.2458847	.3798139	.4012669
Combined	2,840	.387104	.0046182	.2461116	.3780486	.3961594
diff		-.0119161	.0101938		-.0319042	.008072

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.1690
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2838

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.1213 Pr(|T| > |t|) = 0.2425 Pr(T > t) = 0.8787

Tuttavia, risultati non banali si ottengono nel momento in cui non ci si limita ad osservare la presenza delle donne, ma anche il diverso ruolo svolto. Se si prendono in considerazione le amministratrici esecutive, adottando la stessa logica prima esposta (confronto tra imprese con zero donne esecutive e almeno una), la differenza di media risulta estremamente significativa statisticamente (*Tabella 9*). Nello specifico, emerge come le imprese dove sono presenti donne con deleghe operative, siano associate a un *market leverage* inferiore rispetto a quelle con zero amministratrici esecutive: la media passa infatti dal 40,23% al 33,68%.

Tabella 9: t test della variabile market-leverage tra aziende con zero donne esecutive e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,179	.4023471	.0054233	.2531587	.3917117	.4129825
1	661	.3368548	.00832	.2139065	.3205179	.3531916
Combined	2,840	.387104	.0046182	.2461116	.3780486	.3961594
diff		.0654924	.0108611		.0441959	.0867888

diff = mean(0) - mean(1) t = 6.0300
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2838

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

Allo stesso modo, risulta statisticamente significativa la differenza della media della leva a valori di mercato, distinguendo tra aziende con nessuna donna indipendente e aziende con almeno una (Tabella 10). Nel dettaglio, questo ultimo gruppo sembra essere collegato a un market leverage superiore (39,82%) rispetto all'altro (37,67%).

Tabella 10: t test della variabile market_leverage tra aziende con zero donne indipendenti e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,466	.3767039	.0062725	.2401658	.3643998	.3890081
1	1,374	.3982005	.0067961	.2519154	.3848686	.4115324
Combined	2,840	.387104	.0046182	.2461116	.3780486	.3961594
diff		-.0214966	.0092341		-.0396027	-.0033904

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.3280
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2838

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0100 Pr(|T| > |t|) = 0.0200 Pr(T > t) = 0.9900

Gli stessi esiti, in termini di significatività e direzione del segno, si sono ottenuti per le altre due variabili dipendenti utilizzate, ossia il rapporto di indebitamento finanziario (Tabella 11-13) e il debt to asset ratio (Tabella 14-16), di cui si riportano i test di seguito.

Tabella 11: t test della variabile leverage_gen tra aziende con zero donne e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	835	.2883041	.0056823	.1641973	.2771509	.2994574
1	2,045	.2870057	.0034328	.1552365	.2802736	.2937379
Combined	2,880	.2873822	.0029415	.1578592	.2816145	.2931499
diff		.0012984	.0064841		-.0114155	.0140123

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.2002
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2878

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.5793 Pr(|T| > |t|) = 0.8413 Pr(T > t) = 0.4207

Tabella 12: t test della variabile leverage_gen tra aziende con zero donne esecutive e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,219	.3011026	.0034417	.1621256	.2943533	.3078519
1	661	.2413221	.0051618	.1327094	.2311866	.2514577
Combined	2,880	.2873822	.0029415	.1578592	.2816145	.2931499
diff		.0597805	.0069069		.0462376	.0733234

diff = mean(0) - mean(1) t = 8.6552
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2878

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

Tabella 13: t test della variabile leverage_gen tra aziende con zero donne indipendenti e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,490	.2767108	.0040633	.1568458	.2687404	.2846813
1	1,390	.2988212	.0042432	.1581969	.2904975	.3071449
Combined	2,880	.2873822	.0029415	.1578592	.2816145	.2931499
diff		-.0221104	.0058732		-.0336265	-.0105943

diff = mean(0) - mean(1) t = -3.7646
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2878

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0001 Pr(|T| > |t|) = 0.0002 Pr(T > t) = 0.9999

Tabella 14: t test della variabile *debt_ratio* tra aziende con zero donne e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	835	.611608	.0064457	.1862563	.5989563	.6242596
1	2,051	.6138032	.0044407	.2011091	.6050945	.6225119
Combined	2,886	.6131681	.0036652	.1968975	.6059815	.6203547
diff		-.0021953	.0080841		-.0180465	.0136559

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.2716
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2884

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.3930 Pr(|T| > |t|) = 0.7860 Pr(T > t) = 0.6070

Tabella 15: t test della variabile *debt_ratio* tra aziende con zero donne esecutive e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,225	.6261042	.0043176	.2036592	.6176373	.6345711
1	661	.5696236	.0064192	.1650378	.557019	.5822282
Combined	2,886	.6131681	.0036652	.1968975	.6059815	.6203547
diff		.0564806	.00866		.0395002	.073461

diff = mean(0) - mean(1) t = 6.5220
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2884

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

Tabella 16: t test della variabile *debt_ratio* tra aziende con zero donne indipendenti e aziende con almeno una

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,490	.6012174	.0047028	.1815309	.5919926	.6104423
1	1,396	.6259234	.0056579	.2113954	.6148246	.6370223
Combined	2,886	.6131681	.0036652	.1968975	.6059815	.6203547
diff		-.024706	.007321		-.039061	-.010351

diff = mean(0) - mean(1) t = -3.3747
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2884

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0004 Pr(|T| > |t|) = 0.0007 Pr(T > t) = 0.9996

Il fatto che i risultati rimangano costanti sembra suggerire che le differenze discusse non siano legate a una specifica modalità di misurazione del *leverage*; tuttavia, è doveroso tenere presente che tali evidenze rappresentano una prima immagine del fenomeno. In questo modo, però, non si tiene conto delle variabili che la letteratura riconosce come determinanti fondamentali della struttura del capitale, né si può individuare un nesso casuale. Per tale motivo, è necessario aggiungere l'ultimo tassello della presente tesi, ossia l'analisi multivariata.

6.3 Regressioni

6.3.1 Metodologia econometrica

Per testare le ipotesi formulate, l'analisi ricorre a un modello di regressione *panel* con effetti fissi (*Fixed Effects*). Il suddetto modello permette di controllare l'eterogeneità non osservata, considerando le caratteristiche specifiche di ciascuna impresa che rimangono costanti nel tempo; tali caratteristiche, se non incluse nel modello ma correlate con le variabili esplicative, possono generare delle stime distorte.

Il modello econometrico è rappresentato dalla seguente equazione:

$$\text{Leverage}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{GenderDiversity}_{it}) + \gamma^l Z_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Dove:

- Leverage_{it} costituisce la variabile dipendente che identifica la struttura del capitale (ossia *market leverage*, rapporto di indebitamento finanziario e *debt to asset ratio* in base alla regressione) per l'impresa i nell'anno t ;
- $\text{GenderDiversity}_{it}$ rappresenta la variabile indipendente che, a seconda delle regressioni, sarà: la percentuale di donne totali, quella di donne esecutive e di amministratrici indipendenti e, infine, quella di figure femminili con rapporti di parentela con l'azionista o la famiglia di controllo (solo nel sottocampione delle imprese private, come si spiegherà di seguito);
- Z_{it} identifica il vettore delle variabili di controllo inserite nel modello, sia legate a caratteristiche aziendali sia alla struttura di *governance*, mentre γ^l rappresenta il vettore dei parametri da stimare ad esse associati;

- η_i simboleggia gli effetti fissi individuali delle imprese;
- ε_{it} è il termine di errore residuo.

Per maggiore completezza, le analisi sono state replicate includendo gli effetti fissi temporali (*Year Fixed Effect*): essi permettono di controllare fattori esogeni comuni tra tutte le imprese del campione nel corso del periodo esaminato. Tale specificazione consente di tenere conto di *shock* macroeconomici, *trend* temporali, nonché cambiamenti normativi introdotti negli anni; tra questi, rientra ad esempio la legge Golfo-Mosca, che ha imposto un mutamento strutturale obbligatorio nei Consigli di Amministrazione. Di seguito, si riporta l'equazione del modello econometrico:

$$\text{Leverage}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{GenderDiversity}_{it}) + \gamma^l Z_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Dove, rispetto alla precedente, si aggiunge il fattore λ_t , che rappresenta gli effetti fissi temporali, ossia le componenti comuni a tutte le aziende in un determinato anno t .

Infine, tutte le stime sono state calcolate utilizzando errori standard robusti all'eteroschedasticità; ciò garantisce una corretta valutazione della significatività dei parametri stimati.

6.3.2 Regressioni con il *market leverage*

Le prime regressioni sono state eseguite sul campione completo per stimare l'effetto della presenza femminile sulla variabile dipendente *market leverage*.

La *Tabella 17* mostra i modelli ottenuti prendendo in considerazione le tre variabili indipendenti di interesse, ossia la percentuale totale di donne nel *board* (M1), quella di amministratrici esecutive (M2) e indipendenti (M3). In questo caso, il metodo utilizzato non include il controllo degli effetti fissi temporali; le stesse regressioni sono state replicate con l'aggiunta di tale controllo e riportate nella *Tabella 18*.

Osservando i risultati del modello M1, si può affermare che la percentuale totale di donne nel consiglio non incide in modo sistematico sul *market leverage*: il coefficiente della variabile *perc_female* assume un valore negativo ($\beta = -0.072$) ma non risulta statisticamente significativo. Esaminando le restanti variabili, il *market leverage* sembra essere influenzato in maniera prevalente dalle caratteristiche strutturali ed economiche delle aziende. In particolare, il ROA rappresenta l'indicatore di maggior incidenza: presenta un coefficiente pari a -0.642 , con un *p-value* minore di 0.01. Si tratta dunque di una relazione negativa,

come l'ipotesi iniziale prevedeva, ed estremamente significativa statisticamente. Altrettanto significativo risulta il rischio d'impresa, il quale ha un coefficiente pari a 0.464. In questo caso, a differenza del ROA, il segno non è quello previsto inizialmente: all'aumentare del rischio operativo, il *market leverage* tende a incrementare. Questo approccio sembra seguire la teoria del *pecking order*: quando vi è necessità di investire ma i fondi interni scarseggiano a causa della volatilità degli utili, l'impresa sceglie di ricorrere al debito, piuttosto che al capitale proprio, in quanto meno costoso.

Due variabili che presentano una relazione significativa al 5% sono invece la grandezza dell'impresa e il *current ratio*. La prima ha un coefficiente positivo pari a 0.049, che conferma il concetto che imprese più grandi godano di maggior reputazione presso i creditori e possano permettersi un maggior livello di indebitamento. Il *current ratio* invece presenta β uguale a -0.038: aziende che godono di una buona salute finanziaria prediligono utilizzare fonti interne piuttosto che esterne. Per quanto riguarda il *Market to Book ratio*, che rappresenta le opportunità di crescita, esso è marginalmente significativo ($p < 0.10$) e ha un coefficiente pari a -0.005: per ogni aumento di un'unità dell'indicatore, il *market leverage* diminuisce di circa 0,5 punti percentuali. Le variabili rimanenti che identificano le caratteristiche aziendali, ossia tangibilità ($\beta = 0.077$), età dell'impresa ($\beta = 0.076$) e *non debt tax shield* ($\beta = -0.344$), non risultano significative; tuttavia, è interessante sottolineare che i segni dei coefficienti, pur in assenza di significatività, sono coerenti con ciò che era stato previsto. Anche le variabili di *governance* non sono statisticamente significative e presentano coefficienti abbastanza esigui, ad eccezione del CEO_Chair ($\beta = 0.030$).

Anche quando le amministratrici rivestono ruoli esecutivi (modello M2), esse non sembrano condizionare le scelte del livello di indebitamento: la variabile indipendente *perc_fex* presenta un coefficiente negativo ($\beta = -0.072$), ma non statisticamente significativo. Questo risultato va interpretato anche alla luce della presenza limitata di amministratrici esecutive nei *board*, che potrebbe limitare la loro influenza sulle decisioni. I maggiori determinanti del *market leverage* si confermano il ROA ($\beta = -0.642$) e il rischio d'impresa ($\beta = 0.441$), entrambi caratterizzati da una significatività notevolmente elevata ($p < 0.01$). Anche la grandezza dell'impresa ($\beta = 0.045$) e il *current ratio* ($\beta = -0.040$) esibiscono una relazione significativa, sebbene meno marcata delle precedenti ($p < 0.05$), mentre il *Market to Book ratio* ($\beta = -0.005$) presenta un'evidenza empirica più debole ($p < 0.10$).

Dunque, le due regressioni sulla percentuale di donne totali e su quella di amministratrici con deleghe esecutive presentano risultati molto simili, sia per quanto riguarda le variabili di controllo utilizzate, sia per l'impatto delle variabili indipendenti. Queste ultime, in entrambi i casi, non influenzano sistematicamente il *market leverage*.

La situazione cambia quando si prende in analisi la percentuale di donne indipendenti (*perc_find*), come si può osservare nel modello M3. Si nota una significatività, seppur marginale ($p < 0.10$), di tali membri femminili ($\beta = -0.107$): un aumento di un punto percentuale della variabile *perc_find* comporta una riduzione di circa 0.11 punti percentuali del *market leverage*. La presenza di donne indipendenti genera quindi un effetto moderatore, anche se abbastanza contenuto, sulle scelte di finanziamento delle imprese. Effettuando esse un controllo sull'operato del *management*, è ragionevole ipotizzare che privilegino politiche finanziarie più prudenti per tre motivi principali: evitare il rischio di insolvenza, minore necessità del debito come meccanismo di monitoraggio e minori costi associati all'*equity* grazie a una riduzione delle asimmetrie informative. Inoltre, è opportuno sottolineare che la variabile dipendente in esame, ossia il *market leverage*, include il valore di mercato dell'*equity*; in questo senso, la presenza di amministratrici indipendenti potrebbe influenzare positivamente la valutazione di mercato, portando a una riduzione dell'indicatore. Dunque, la diminuzione *market leverage* potrebbe essere collegata sia a decisioni di indebitamento più prudenti, sia alle percezioni del mercato sulla *governance* d'impresa.

Le variabili di controllo, invece, mostrano risultati coerenti con quanto osservato nei modelli precedenti (M1 e M2), sia in termini di segno che di significatività.

Se però si guarda alla *Tabella 18*, dove i modelli includono gli effetti fissi temporali, tutte le variabili indipendenti risultano non significative. In particolare, il coefficiente della percentuale totale di donne subisce un'inversione di segno, diventando positivo ($\beta = 0.086$), mentre la variabile *perc_find* perde la significatività che aveva nel modello M3. Ciò suggerisce che la relazione inizialmente evidenziata tra *market leverage* e amministratrici indipendenti fosse in parte influenzata da *trend* temporali comuni alle imprese del campione.

Relativamente alle variabili di controllo, ROA, rischio operativo, *current ratio* e *Market to Book ratio* confermano il loro ruolo di principali determinanti del *market leverage*. Nel dettaglio, ROA e rischio operativo mantengono sia il segno delle regressioni precedenti (M1, M2 e M3) sia la significatività all'1%. Per quanto riguarda invece le altre

due variabili, entrambe presentano un impatto negativo, ma la significatività varia rispetto ai modelli già commentati: per il *current ratio* essa diminuisce, passando dal 5% al 10%, mentre, per il *Market to Book ratio* aumenta, andando da 10% a 5%. Al contrario, la grandezza dell'impresa, che nelle specifiche senza effetti fissi temporali era significativa, perde rilevanza statistica.

Tabella 17: Regressioni con market leverage sul campione totale senza effetti fissi temporali

market_leverage	M1	M2	M3
perc_female	-0.072 (0.052)		
perc_fex		-0.009 (0.169)	
perc_find			-0.107* (0.058)
b_size	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)
CEO_Chair	0.030 (0.019)	0.030 (0.019)	0.031 (0.019)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.049** (0.021)	0.045** (0.020)	0.051** (0.021)
ROA	-0.642*** (0.114)	-0.642*** (0.114)	-0.641*** (0.114)
firm_risk	0.464*** (0.141)	0.441*** (0.141)	0.474*** (0.143)
current_ratio	-0.038** (0.017)	-0.040** (0.017)	-0.038** (0.017)
tangibility	0.077 (0.102)	0.076 (0.102)	0.074 (0.101)
nondebt_taxshield	-0.344 (0.497)	-0.438 (0.498)	-0.303 (0.484)
MtB	-0.005* (0.003)	-0.005* (0.002)	-0.005* (0.002)
age	0.076 (0.050)	0.038 (0.038)	0.084 (0.052)
Constant	-0.085 (0.220)	0.086 (0.177)	-0.128 (0.231)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2176	2176	2176
Numero imprese	169	169	169
R ² -within	0.219	0.216	0.221
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 18: Regressioni con market leverage sul campione intero con effetti fissi temporali

market_leverage	M4	M5	M6
perc_female	0.086 (0.069)		
perc_fex		-0.003 (0.174)	
perc_find			-0.003 (0.080)
b_size	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)
CEO_Chair	0.027 (0.017)	0.028 (0.018)	0.028 (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.036 (0.023)	0.037 (0.023)	0.037 (0.023)
ROA	-0.614*** (0.108)	-0.615*** (0.108)	-0.615*** (0.108)
firm_risk	0.388*** (0.142)	0.391*** (0.142)	0.391*** (0.142)
current_ratio	-0.034* (0.018)	-0.034* (0.018)	-0.034* (0.018)
tangibility	0.084 (0.110)	0.083 (0.111)	0.082 (0.111)
nondebt_taxshield	-0.522 (0.500)	-0.491 (0.503)	-0.490 (0.491)
MtB	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)
age	0.039 (0.059)	0.041 (0.059)	0.041 (0.059)
Constant	0.128 (0.278)	0.119 (0.279)	0.119 (0.281)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	2176	2176	2176
Numero imprese	169	169	169
R ² -within	0.315	0.313	0.313
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.3 Regressioni con il rapporto di indebitamento finanziario

Le analisi condotte sul *market leverage* sono state ripetute con la seconda misura della struttura del capitale, ossia il rapporto tra il totale dei debiti finanziari e gli *asset* dell'impresa (*leverage_gen*). Anche in questo caso, la prima tabella (*Tabella 19*) riporta le regressioni senza il controllo degli effetti fissi temporali, che invece sono inclusi nelle specifiche presenti nella *Tabella 20*.

Ciò che è stato riscontrato sulla percentuale totale di donne per la variabile dipendente principale, è confermato con lo studio del *leverage_gen* (M7): essa non provoca una variazione sistematica delle scelte di indebitamento. Infatti, il coefficiente della variabile *perc_female* è vicino allo zero e privo di significatività ($\beta = -0.001$).

Il *Return on Asset* emerge come uno dei principali determinanti con un *p-value* minore di 0.01 e un coefficiente negativo ($\beta = -0.413$). Oltre all'influenza del ROA, si manifestano altri due *driver* nella determinazione dell'indice di indebitamento finanziario: il rischio d'impresa e il *current ratio*. Il primo presenta una forte significatività statistica ($p < 0.01$) e un coefficiente pari a 0.305. Si ribadisce quanto detto in precedenza per il *market leverage*: il segno positivo suggerisce che il rischio operativo non agisce da deterrente, come ipotizzato inizialmente. Di fatto, l'instabilità dei flussi di cassa spinge le imprese a una maggiore dipendenza dal credito esterno come strumento per garantire la continuità aziendale. In merito al *current ratio*, il suo aumento porta a una diminuzione della variabile dipendente: il coefficiente è negativo ($\beta = -0.026$) e ha significatività al 5%. Ad eccezione del rischio d'impresa, i segni dei coefficienti delle variabili significative sono coerenti con le ipotesi avanzate inizialmente. Al contrario, le rimanenti variabili di controllo non sono statisticamente rilevanti nella determinazione del *leverage_gen*.

Anche per quanto riguarda la percentuale di donne esecutive, i risultati ottenuti con questa seconda misura del *leverage* (M8) non differiscono da quelli commentati in precedenza. Il coefficiente della variabile *perc_fex* è negativo ($\beta = -0.160$), come si ipotizzava, ma non significativo. Dunque, le donne con deleghe esecutive, pur partecipando attivamente alla gestione dell'impresa, non creano variazioni concrete sul rapporto di indebitamento finanziario. I fattori maggiormente influenti si ribadiscono essere quelli già evidenziati nell'analisi della regressione precedente: il ROA ($\beta = -0.026$, $p < 0.01$), il rischio operativo ($\beta = 0.297$, $p < 0.01$) e il *current ratio* ($\beta = -0.026$, $p < 0.05$). A questi, a differenza di quanto avviene nel modello M7, si aggiunge la grandezza dell'impresa: il coefficiente risulta

positivo ($\beta = 0.030$) e significativo al 10%. Dunque, in questa regressione, anche la variabile *firm_size* contribuisce a determinare il rapporto di indebitamento finanziario, anche se in modo marginale.

Passando alle donne indipendenti (M9), diversamente da quanto riscontrato per il *market leverage*, esse non risultano statisticamente significative. Di fatto, la percentuale di amministratrici indipendenti ha un coefficiente positivo e pari a 0.020, ma non raggiunge la significatività. È interessante notare come il segno del coefficiente sia positivo, suggerendo una tendenza all'aumento della leva; tuttavia, l'evidenza è solo descrittiva: in assenza di significatività, non si può parlare di un reale impatto economico.

I maggiori determinanti, come nel caso del modello M7, sono il ROA ($\beta = -0.413$, $p < 0.01$), il rischio d'impresa ($\beta = 0.299$, $p < 0.05$) e il *current ratio* ($\beta = -0.026$, $p < 0.05$).

In linea di massima, i risultati globali ottenuti sono confermati anche nelle specifiche che considerano gli effetti fissi temporali: sia la percentuale di donne totali, sia la quota di amministratrici esecutive e indipendenti, non impattano in maniera sistematica sul rapporto di indebitamento. I coefficienti associati alle variabili di genere subiscono lievi variazioni in termini di grandezza, ma mantengono lo stesso segno iniziale e non raggiungono livelli di significatività statistica. Detto ciò, si può affermare che la relazione tra la composizione di genere del *board* e la variabile dipendente non sia guidata da un'eterogeneità temporale non osservata.

Analogamente emerge per le principali variabili di controllo nei tre modelli prese in analisi (M10, M11 e M12):

- il ROA mantiene una relazione negativa e altamente significativa ($p < 0.01$);
- il rischio d'impresa ha coefficiente positivo, anche se subisce una lieve riduzione della significatività, che passa dall'1% al 5%;
- il *current ratio* conferma il segno negativo e la significatività al 5%.

Tabella 19: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sul campione intero senza effetti fissi temporali

leverage_gen	M7	M8	M9
perc_female	-0.001 (0.046)		
perc_fex		-0.160 (0.103)	
perc_find			0.020 (0.051)
b_size	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)
CEO_Chair	0.005 (0.014)	0.005 (0.014)	0.005 (0.014)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.030 (0.018)	0.031* (0.017)	0.029 (0.018)
ROA	-0.413*** (0.074)	-0.414*** (0.074)	-0.413*** (0.074)
firm_risk	0.305*** (0.100)	0.297*** (0.094)	0.299*** (0.101)
current_ratio	-0.026** (0.013)	-0.026** (0.013)	-0.026** (0.013)
tangibility	0.108 (0.074)	0.109 (0.073)	0.108 (0.074)
nondebt_taxshield	-0.045 (0.453)	-0.049 (0.448)	-0.071 (0.453)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.007 (0.038)	0.008 (0.032)	-0.002 (0.037)
Constant	0.095 (0.161)	0.088 (0.120)	0.037 (0.163)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2193	2193	2193
Numero imprese	170	170	170
R ² -within	0.188	0.191	0.189
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 20: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sul campione intero con effetti fissi temporali

leverage_gen	M10	M11	M12
perc_female	-0.039 (0.052)		
perc_fex		-0.138 (0.106)	
perc_find			0.009 (0.060)
b_size	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.003)
CEO_Chair	0.006 (0.013)	0.006 (0.013)	0.006 (0.013)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.024 (0.019)	0.025 (0.019)	0.024 (0.019)
ROA	-0.410*** (0.074)	-0.410*** (0.074)	-0.410*** (0.074)
firm_risk	0.259** (0.102)	0.252** (0.103)	0.258** (0.103)
current_ratio	-0.027** (0.013)	-0.027** (0.013)	-0.027** (0.013)
tangibility	0.110 (0.074)	0.111 (0.074)	0.111 (0.075)
nondebt_taxshield	-0.297 (0.470)	-0.305 (0.473)	-0.315 (0.470)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	-0.009 (0.045)	-0.010 (0.044)	-0.01 (0.044)
Constant	0.227 (0.205)	0.227 (0.203)	0.232 (0.204)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	2193	2193	2193
Numero imprese	170	170	170
R ² -within	0.212	0.213	0.212
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.4 Regressioni con il *debt to asset ratio*

La terza e ultima misura di indebitamento esaminata è il *debt to asset ratio*, calcolato come il rapporto tra il totale delle passività e l'attivo dell'azienda. Come è stato fatto per le altre variabili dipendenti, sono presentate sia le regressioni senza gli effetti fissi temporali (*Tabella 21*) sia quelle con l'aggiunta di tale controllo (*Tabella 22*).

Il modello M13 dimostra che la percentuale totale di donne nel consiglio non comporta modifiche della struttura finanziaria delle imprese. Osservando il coefficiente della variabile, esso è positivo ($\beta = 0.029$), al contrario di quanto ipotizzato, ma l'assenza di significatività non permette di trarre conclusioni definitive circa l'esistenza di una relazione tra presenza femminile e *debt ratio*.

Come nelle precedenti regressioni, il maggior potere esplicativo risiede nelle determinanti economico-finanziarie delle imprese. In particolare, il ROA e il *current ratio* presentano entrambi coefficienti negativi e una significatività all'1%, mentre il rischio d'impresa ha una relazione positiva con *p-value* inferiore a 0.05. Particolare attenzione merita invece la variabile *tangibility*: essa determina un impatto negativo ($\beta = -0.156$) con significatività al 5%. L'ipotesi iniziale, partendo dal presupposto che i beni materiali possano fungere da garanzia, prevedeva un coefficiente positivo; tuttavia, il risultato ottenuto è opposto e suggerisce che, nel contesto analizzato, prevalgano meccanismi differenti da quelli supposti in principio.

Le motivazioni alla base di ciò possono essere diverse:

- osservando la modalità di calcolo della variabile dipendente (rapporto tra passività totali e totale attivo), si comprende che le imprese con una quota elevata di immobilizzazioni materiali tendono ad avere il denominatore maggiore. Se tali imprese generano flussi di cassa sufficienti e mantengono politiche finanziarie conservative, è possibile che le passività totali crescano meno che proporzionalmente rispetto all'attivo. Ciò genera dunque un rapporto *debt to asset* più contenuto: in questo senso, la tangibilità non riduce necessariamente il debito in valore assoluto, ma può ridurne il peso relativo sull'attivo;
- tipicamente, le imprese che presentano più *fixed asset* sono nella fase di maturità del loro ciclo di vita. Seguendo l'ottica della teoria del *pecking order*, tali aziende dovrebbero disporre di flussi di cassa più stabili e dunque privilegiare le fonti interne piuttosto che il debito.

Nel complesso, il segno negativo, pur differendo dall'ipotesi teorica iniziale, è compatibile con comportamenti finanziari prudenti e con la natura della misura di indebitamento utilizzata.

La percentuale di amministratrici esecutive nel *board* (M14), al contrario di quanto avviene per le altre due misure di *leverage* già studiate, genera degli effetti sistematici sul *debt to asset ratio*. Il coefficiente della variabile *perc_fex* è pari a -0.227 ed è significativo al 10%; dunque, una maggiore quota di donne con deleghe esecutive porta a una riduzione del rapporto di indebitamento. Tale risultato trova fondamento nelle teorie sulla diversità di genere e in quella dell'agenzia. La presenza delle amministratrici esecutive, sebbene esigua nei *board* italiani, influenza le scelte del consiglio con comportamenti più prudenti, tipici del genere femminile, tramite la partecipazione attiva alla gestione operativa. Inoltre, considerando che il *debt ratio* non include solo i debiti finanziari ma il totale delle passività, si può affermare che le donne con deleghe esecutive tendono a monitorare strategicamente il ciclo passivo, privilegiando una gestione delle passività meno rischiosa e la stabilità finanziaria nel lungo periodo. Per quanto riguarda invece la variabile indipendente *perc_find* (M15), essa non risulta statisticamente significativa e dunque, non ha la capacità di generare un impatto rilevante sul *debt ratio*. Scendendo nei dettagli, il coefficiente è positivo e pari a 0.037. Il segno differisce dall'ipotesi avanzata, suggerendo una tendenza all'aumento della leva, ma, non avendo raggiunto la significatività statistica, non si può parlare di un effetto economico apprezzabile.

Sia per la regressione sulla variabile *perc_fex* sia per quella sulla percentuale di amministratrici indipendenti, i principali *driver* del *debt ratio* sono: ROA e *current ratio*, con coefficienti negativi e significatività all'1%; rischio d'impresa, con β positivi e *p-value* inferiore a 0.05, con la sola eccezione del modello M21, dove il *p-value* risulta inferiore a 0.01; tangibilità, che presenta una relazione negativa e significativa al 5%.

Le regressioni con effetti fissi temporali (M16, M17 e M18) confermano quanto osservato finora: l'unica variabile indipendente che risulta significativa è la percentuale di donne esecutive. Di fatto, il suo coefficiente mantiene il segno negativo ($\beta = -0.221$) e il livello di significatività ($p < 0.10$). Anche le variabili di controllo, identificate come maggiori influenti del rapporto di indebitamento, conservano il segno e la rilevanza statistica.

Dunque, si può affermare che i risultati rimangono stabili e che l'inclusione degli effetti fissi temporali non modifica le evidenze ottenute, confermando l'influenza delle sole amministratrici esecutive sul *debt ratio*.

Tabella 21: Regressioni con *debt to asset ratio* sul campione totale senza effetti fissi temporali

debt_ratio	M13	M14	M15
perc_female	0.029 (0.046)		
perc_fex		-0.227* (0.121)	
perc_find			0.037 (0.051)
b_size	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)
CEO_Chair	0.009 (0.016)	0.009 (0.016)	0.008 (0.016)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.002 (0.025)	0.005 (0.024)	0.001 (0.025)
ROA	-0.504*** (0.093)	-0.506*** (0.093)	-0.504*** (0.093)
firm_risk	0.357** (0.147)	0.355** (0.143)	0.356** (0.147)
current_ratio	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)
tangibility	-0.156** (0.067)	-0.154** (0.065)	-0.155** (0.066)
nondebt_taxshield	0.303 (0.474)	0.337 (0.460)	0.294 (0.473)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.041 (0.061)	0.057 (0.055)	0.040 (0.061)
Constant	0.674*** (0.189)	0.593*** (0.138)	0.679*** (0.191)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2196	2196	2196
Numero imprese	171	171	171
R ² -within	0.251	0.254	0.251
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 22: Regressioni con debt to asset ratio sul campione totale con effetti fissi temporali

debt_ratio	M16	M17	M18
perc_female	-0.003 (0.058)		
perc_fex		-0.221* (0.125)	
perc_find			0.010 (0.069)
b_size	-0.005 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)
CEO_Chair	0.010 (0.015)	0.010 (0.016)	0.010 (0.015)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.004 (0.026)	-0.002 (0.025)	-0.004 (0.026)
ROA	-0.508*** (0.096)	-0.509*** (0.095)	-0.508*** (0.096)
firm_risk	0.315** (0.148)	0.305** (0.147)	0.315** (0.148)
current_ratio	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)
tangibility	-0.155** (0.069)	-0.154** (0.068)	-0.155** (0.068)
nondebt_taxshield	0.244 (0.519)	0.252 (0.522)	0.239 (0.516)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.026 (0.069)	0.025 (0.069)	0.025 (0.069)
Constant	0.769*** (0.245)	0.762*** (0.244)	0.770*** (0.245)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2196	2196	2196
Numero imprese	171	171	171
R ² -within	0.259	0.262	0.259
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.5 Regressioni sulla massa critica

6.3.5.1 Market leverage

Testando la teoria della massa critica, si ottengono risultati interessanti circa il *market leverage*, che si possono osservare nella *Tabella 23*.

Il modello M19 analizza l'effetto che la presenza di una singola amministratrice ha sull'indebitamento: la variabile D1 presenta una relazione positiva ed estremamente significativa ($p < 0.01$) con il *market leverage*. Dunque, passare da un *board* con zero donne a un consiglio con una sola, comporta un aumento di 4,4 punti percentuali della variabile dipendente. Al contrario, avere due donne nell'organo amministrativo (M8) non influenza in maniera sistematica le scelte di indebitamento ($\beta = -0.013$, $p > 0.10$). Quando invece nel *board* sono presenti almeno tre donne (M9), la relazione è negativa ($\beta = -0.028$) e statisticamente significativa al 5%.

A tali risultati, è stata data la seguente interpretazione teorica: nei casi in cui nel Consiglio di Amministrazione è presente solo una donna, essa si trova in minoranza nell'“*old boys' club*”. Per minimizzare la distanza sociale, l'amministratrice potrebbe conformarsi ai comportamenti maschili già consolidati e perseguire scelte di investimento aggressive per essere accettata dal gruppo. La presenza di due donne, invece, rappresenta una fase intermedia: la partecipazione femminile inizierebbe a far sentire il suo peso, mirando a un cambiamento delle dinamiche decisionali, ma non sufficientemente da essere significativa. Al raggiungimento della massa critica, ossia quando si hanno tre o più donne nel consiglio, le amministratrici avrebbero il potere di influenzare il processo decisionale e spingere il *board* a prendere decisioni più prudenti sulle scelte di finanziamento. Accanto a questa considerazione, è doveroso aggiungere un'osservazione sul fatto che il *market leverage* include la valutazione di mercato dell'*equity*. Dalle statistiche descrittive, è possibile notare che la quasi totalità dei *board* con almeno tre donne è riconducibile a un periodo successivo all'introduzione della legge Golfo-Mosca. Non si può quindi escludere che la riduzione dell'indicatore sia riconducibile in parte a una valutazione di mercato più favorevole: la conformità alla normativa potrebbe essere vista come un segnale di apertura ai nuovi standard di *governance*, nonché di qualità e trasparenza.

Le variabili di controllo influenti si confermano sono: ROA e rischio d'impresa ($p < 0.01$), grandezza d'impresa e *current ratio* ($p < 0.05$) e *Market to Book ratio* ($p < 0.10$). Nel modello M9, tuttavia, emerge la significatività debole ($p < 0.10$) di un'ulteriore variabile, ossia l'età d'impresa, la quale presenta una relazione positiva con il *market leverage* ($\beta =$

0.077). Ciò suggerisce che gli anni di vita di un'azienda diventino una determinante in presenza di una *governance* più equilibrata: la maggiore eterogeneità permetterebbe alle caratteristiche strutturali dell'impresa, come la sua longevità, di riflettersi più accuratamente nelle politiche finanziarie.

Oltre alle regressioni finora discusse, è stata effettuata l'analisi includendo gli *Year Fixed Effect* (Tabella 24) al fine di verificare la coerenza dei risultati. L'inclusione degli effetti fissi temporali genera delle differenze rilevanti che meritano di essere discusse in maniera approfondita.

Come si può osservare, permane la significatività della variabile D1: essa si riduce, passando dall'1% del modello M19 al 5% del modello M22. Il coefficiente rimane positivo, subendo una lieve contrazione e raggiungendo il valore di 0.032. Non avviene lo stesso per la variabile D3: oltre a perdere rilevanza statistica, presenta un'inversione del segno del coefficiente, che passa da negativo (M21) a positivo ($\beta = 0.004$ in M24). Per quanto riguarda D2, non si osservano cambiamenti sostanziali.

Il fatto che la presenza di una singola donna nel *board* rimanga significativa, suggerisce che l'aumento del *market leverage* non sia ascrivibile a dinamiche o *shock* macroeconomici comuni alle imprese. Si può dunque affermare che il passaggio di un consiglio da zero a una donna produce delle variazioni nelle scelte di indebitamento; ciò è coerente con l'ipotesi che una singola donna possa cercare di uscire dalla propria condizione di *token* tramite il conformismo alle dinamiche già presenti.

Non si può dire lo stesso per la massa critica: la diminuzione del *market leverage* osservata in principio appare condizionata dall'assenza di controlli per le variazioni temporali. La perdita di significatività della variabile D3 sembra suggerire che il risultato precedente fosse influenzato da una valutazione positiva del mercato comune a tutte le imprese, dovuta all'adeguamento ai principi imposti dalla legge Golfo-Mosca.

L'analisi delle variabili di controllo evidenzia la stabilità del ROA e del rischio d'impresa, che conservano i rispettivi segni e la significatività all'1%. Ciò avviene anche per il *current ratio* e il *Market to Book ratio*, che confermano l'influenza sul *market leverage* con lievi variazioni nella loro significatività (rispettivamente 10% e 5%). La dimensione dell'impresa mantiene solo un effetto marginalmente significativo ($p < 0.10$) in M22, mentre la concentrazione della proprietà, che prima non era mai significativa, assume rilevanza statistica marginale ($p < 0.10$) nel modello M22. Nel dettaglio, la variabile *controlling_share* presenta un coefficiente pari a -0.001; sotto il profilo teorico, il segno negativo può essere

ricondotto alla volontà dell'azionista di controllo di diminuire il ricorso al debito a causa dell'aumento del rischio di insolvenza e di preferire finanziamenti più sicuri, come quello interno.

Tabella 23: Regressioni massa critica sul market leverage sul campione intero senza effetti fissi temporali

market_leverage	M19	M20	M21
D1	0.044*** (0.014)		
D2		-0.013 (0.013)	
D3			-0.028** (0.013)
b_size	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.005)
CEO_Chair	0.028 (0.019)	0.030 (0.019)	0.028 (0.019)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.049** (0.020)	0.045** (0.020)	0.049** (0.021)
ROA	-0.634*** (0.113)	-0.641*** (0.114)	-0.645*** (0.114)
firm_risk	0.457*** (0.135)	0.438*** (0.141)	0.466*** (0.141)
current_ratio	-0.038** (0.017)	-0.040** (0.017)	-0.038** (0.017)
tangibility	0.084 (0.100)	0.079 (0.102)	0.075 (0.101)
nondebt_taxshield	-0.442 (0.499)	-0.452 (0.497)	-0.358 (0.502)
MtB	-0.005* (0.002)	-0.005* (0.003)	-0.005* (0.002)
age	0.063 (0.042)	0.038 (0.042)	0.077* (0.047)
Constant	-0.041 (0.183)	0.094 (0.178)	-0.105 (0.203)
Year Fixed Effect		No	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	2176	2176	2176
Numero imprese	169	169	169
R ² -within	0.227	0.217	0.221
Legend:	* p<0.10; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 24: Regressioni massa critica sul market leverage sul campione intero con effetti fissi temporali

market_leverage	M22	M23	M24
D1	0.032** (0.015)		
D2		-0.011 (0.013)	
D3			0.004 (0.013)
b_size	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)
CEO_Chair	0.027 (0.018)	0.029 (0.018)	0.028 (0.018)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.039* (0.023)	0.037 (0.023)	0.037 (0.023)
ROA	-0.609*** (0.108)	-0.613*** (0.108)	-0.615*** (0.108)
firm_risk	0.395*** (0.139)	0.392*** (0.142)	0.390*** (0.142)
current_ratio	-0.035* (0.018)	-0.034* (0.018)	-0.034* (0.018)
tangibility	0.085 (0.109)	0.084 (0.111)	0.083 (0.111)
nondebt_taxshield	-0.524 (0.500)	-0.486 (0.501)	-0.492 (0.503)
MtB	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)
age	0.042 (0.058)	0.042 (0.059)	0.041 (0.059)
Constant	0.107 (0.277)	0.116 (0.280)	0.121 (0.279)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	2176	2176	2176
Numero imprese	169	169	169
R ² -within	0.318	0.314	0.313
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.5.2 Rapporto di indebitamento finanziario

Per quanto riguarda l'indice di indebitamento finanziario, lo studio della *Tabella 25* permette di comprendere che l'effetto del numero di donne su tale misura di *leverage* non è lineare. Di fatto, solo la variabile indipendente D2, che simboleggia la presenza di due donne nel *board*, è significativa, seppur marginalmente, avendo un *p-value* inferiore a 0.10. Il coefficiente ad essa associato è pari a -0.014: due donne nel *board* sembrano portare a una riduzione del rapporto di indebitamento finanziario. Al contrario, la presenza di una ($\beta = 0.006$) o di almeno tre donne ($\beta = 0.001$) non comporta alcuna variazione apprezzabile della misura di indebitamento. La significatività della sola variabile D2 indica che, quando vi sono due donne, la componente femminile termina di essere percepita come simbolica, come avviene nel caso di una donna singola. A questo punto, la *gender diversity* riesce a incidere sulle scelte di finanziamento, portando a decisioni più conservative; tuttavia, l'effetto non permane al raggiungimento della massa critica. Una possibile lettura di questo risultato è che, nel caso del *leverage* contabile, l'incremento della rappresentanza femminile non produce ulteriori variazioni poiché è già stato raggiunto un livello di monitoraggio tale da orientare verso una gestione più cauta. Di fatto, la struttura finanziaria di bilancio tende a convergere verso un livello di leva coerente con le caratteristiche dell'impresa; una volta raggiunto questo *target*, essa rimane tendenzialmente stabile, risultando poco sensibile a variazioni della presenza femminile.

Si nota come tali risultati divergano da quelli analizzati sul *market leverage*, a parità di metodo utilizzato (*Tabella 23*); a causa della diversa natura delle due misure, è plausibile che i due indicatori reagiscano in maniera differente alla composizione del *board*. Il rapporto di indebitamento contabile riflette le effettive scelte operative del *management*, basate sui dati storici di bilancio; il *market leverage* è una misura più volatile, influenzata dalla valutazione esterna che gli investitori attribuiscono all'*equity*. Tale distinzione è fondamentale per comprendere perché si assiste a soglie di significatività differenti tra le due variabili dipendenti.

Il rapporto di indebitamento finanziario appare prevalentemente determinato dalle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa; queste ultime possiedono un ruolo esplicativo dominante. In particolare, il ROA e il *current ratio* presentano una relazione negativa con la variabile dipendente; il primo indicatore ha significatività all'1%, mentre il secondo al 5%. Un effetto positivo invece è esercitato dalla grandezza dell'impresa, che ha un *p-value* minore di 0.10, e dal rischio operativo, con significatività dell'1%. Il segno e la

significatività dei coefficienti di tali variabili rimangono invariati nei tre modelli proposti (M25, M26 e M27).

L'aggiunta degli effetti fissi temporali (*Tabella 26*) comporta delle variazioni nei risultati. Nel modello M29, la variabile D2 diventa statisticamente irrilevante, mantenendo un coefficiente negativo ($\beta = -0.010$). Ciò suggerisce che la presenza di due donne nel consiglio è coincisa temporalmente con fasi in cui vi era una contrazione generale dell'indice di indebitamento finanziario.

Rimangono stabili le variabili di controllo influenti, per segno e significatività, ad eccezione dalla grandezza d'impresa, che perde la sua rilevanza statistica.

Tabella 25: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sul campione totale senza effetti fissi temporali

leverage_gen	M25	M26	M27
D1	0.006 (0.010)		
D2		-0.014* (0.008)	
D3			0.001 (0.012)
b_size	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
CEO_Chair	0.005 (0.014)	0.006 (0.014)	0.005 (0.014)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.030* (0.017)	0.029* (0.017)	0.029* (0.017)
ROA	-0.412*** (0.074)	-0.412*** (0.073)	-0.413*** (0.074)
firm_risk	0.307*** (0.093)	0.300*** (0.093)	0.304*** (0.098)
current_ratio	-0.026** (0.013)	-0.026** (0.013)	-0.026** (0.013)
tangibility	0.109 (0.074)	0.111 (0.074)	0.108 (0.074)
nondebt_taxshield	-0.047 (0.449)	-0.060 (0.448)	-0.049 (0.455)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.010 (0.033)	0.007 (0.032)	0.005 (0.035)
Constant	0.121 (0.112)	0.137 (0.111)	0.131 (0.122)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2193	2193	2193
Numero imprese	170	170	170
R ² -within	0.189	0.191	0.188
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 26: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sul campione totale con effetti fissi temporali

leverage_gen	M28	M29	M30
D1	0.008 (0.010)		
D2		-0.010 (0.008)	
D3			-0.007 (0.011)
b_size	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)
CEO_Chair	0.006 (0.013)	0.007 (0.013)	0.006 (0.013)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.024 (0.019)	0.024 (0.019)	0.024 (0.019)
ROA	-0.409*** (0.074)	-0.408*** (0.074)	-0.411*** (0.074)
firm_risk	0.260** (0.102)	0.259** (0.102)	0.259** (0.103)
current_ratio	-0.027** (0.013)	-0.027** (0.013)	-0.027** (0.013)
tangibility	0.112 (0.075)	0.113 (0.075)	0.110 (0.075)
nondebt_taxshield	-0.320 (0.470)	-0.306 (0.473)	-0.309 (0.473)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	-0.010 (0.044)	-0.009 (0.044)	-0.010 (0.044)
Constant	0.229 (0.203)	0.228 (0.203)	0.228 (0.204)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2193	2193	2193
Numero imprese	170	170	170
R ² -within	0.212	0.213	0.212
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.5.3 Debt to asset ratio

La *Tabella 27* mostra gli esiti dei tre modelli (M31, M32 e M33) in cui si prendono in analisi rispettivamente le variabili *dummy* D1, D2 e D3. In questo caso, ciò che spicca è l'assenza di significatività dei coefficienti ad esse associati, che equivalgono in ordine a 0.011, -0.013 e 0.004. Tale risultato può essere commentato alla luce della natura dell'indicatore utilizzato: il *debt ratio*, oltre ai debiti finanziari, include anche le passività operative, come i debiti commerciali. In linea di massima, si tratta di una misura che riflette scelte di gestione finanziaria e operativa più ampie e stratificate rispetto alle misure di *leverage* strettamente finanziarie. È plausibile che le variabili *dummy*, essendo esse discrete, abbiano una minore capacità esplicativa su un indicatore aggregato come il *debt to asset ratio*.

L'impatto delle variabili di controllo rimane stabile per segno e significatività con i modelli già discussi per quanto riguarda ROA, *current ratio* e tangibilità. Il rischio d'impresa invece continua ad avere una relazione positiva e significativa al 5%, ad eccezione del modello M31 dove è significativa all'1%.

In questo caso, i risultati rimangono pienamente stabili aggiungendo il controllo degli effetti fissi temporali (*Tabella 28*). Le variabili indipendenti continuano a risultare non significative e dunque non impattano in maniera sistematica sul *debt to asset ratio*. La stabilità si ritrova anche nei principali determinanti di tale indicatore, che si confermano ROA, rischio d'impresa, *current ratio* e tangibilità.

Tabella 27: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sul campione totale senza effetti fissi temporali

debt_ratio	M31	M32	M33
D1	0.011 (0.013)		
D2		-0.013 (0.009)	
D3			0.004 (0.013)
b_size	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.003)	-0.005 (0.003)
CEO_Chair	0.008 (0.016)	0.009 (0.016)	0.009 (0.016)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.004 (0.024)	0.003 (0.025)	0.003 (0.025)
ROA	-0.502*** (0.094)	-0.503*** (0.093)	-0.503*** (0.093)
firm_risk	0.372*** (0.141)	0.362** (0.144)	0.363** (0.144)
current_ratio	-0.056*** (0.015)	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)
tangibility	-0.154** (0.066)	-0.153** (0.066)	-0.156** (0.066)
nondebt_taxshield	0.339 (0.459)	0.327 (0.460)	0.328 (0.472)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.062 (0.057)	0.056 (0.054)	0.050 (0.060)
Constant	0.572*** (0.143)	0.613*** (0.137)	0.634*** (0.175)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2196	2196	2196
Numero imprese	171	171	171
R ² -within	0.251	0.252	0.250
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 28: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sul campione totale con effetti fissi temporali

debt_ratio	M34	M35	M36
D1	0.016 (0.013)		
D2		-0.011 (0.010)	
D3			-0.007 (0.012)
b_size	-0.005 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.004 (0.003)
CEO_Chair	0.010 (0.015)	0.011 (0.016)	0.010 (0.015)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.003 (0.025)	-0.004 (0.025)	-0.004 (0.026)
ROA	-0.505*** (0.096)	-0.506*** (0.096)	-0.509*** (0.096)
firm_risk	0.318** (0.146)	0.316** (0.147)	0.316** (0.148)
current_ratio	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)	-0.057*** (0.015)
tangibility	-0.154** (0.069)	-0.153** (0.069)	-0.156** (0.069)
nondebt_taxshield	0.226 (0.517)	0.249 (0.522)	0.245 (0.523)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.026 (0.068)	0.027 (0.069)	0.026 (0.069)
Constant	0.764*** (0.244)	0.766*** (0.244)	0.766*** (0.245)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	2196	2196	2196
Numero imprese	171	171	171
R ² -within	0.261	0.260	0.259
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.6 Differenze tra imprese pubbliche e private

Dopo aver commentato i risultati ottenuti sull'intero campione, occorre eseguire un'ulteriore *step*, ossia suddividere il *dataset* in due sottocampioni: uno contenente le imprese private e l'altro quelle a proprietà statale. Tale scelta deriva dal fatto che i due gruppi di società presentano differenze degne di nota in termini di obiettivi, vincoli e meccanismi di *governance* e si ritiene che queste caratteristiche differenti abbiano la capacità di impattare in modo significativo sulle scelte di struttura del capitale.

Innanzitutto, le imprese pubbliche operano frequentemente in settori regolamentati, quali servizi di pubblica utilità, trasporti e infrastrutture, e sono orientate al benessere collettivo e alla continuità del servizio. L'aspetto fondamentale per l'analisi in questione, però, è quello legato al reperimento delle risorse finanziarie. In linea di massima, i creditori percepiscono le aziende pubbliche come meno rischiose, grazie anche a una garanzia implicita dello Stato. Vi possono quindi essere condizioni di accesso al credito più favorevoli rispetto a quelle riscontrabili nelle imprese private. Infatti, queste ultime, al contrario di quanto finora detto, perseguono principalmente l'obiettivo di massimizzazione del profitto e sono considerate più esposte al rischio di insolvenza. Oltre a ciò, nel caso delle imprese private, le scelte sulla struttura di capitale sono maggiormente guidate da dinamiche interne di *governance*, come il mantenimento del controllo e l'utilizzo del debito come meccanismo disciplinante.

Per dare fondamento statistico a quanto detto a parole, è stato in *primis* suddiviso il campione in due gruppi 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 9*). Tali numeri riflettono appieno il contesto italiano di riferimento, nel quale la proprietà privata e soprattutto quella familiare assumono un ruolo centrale.

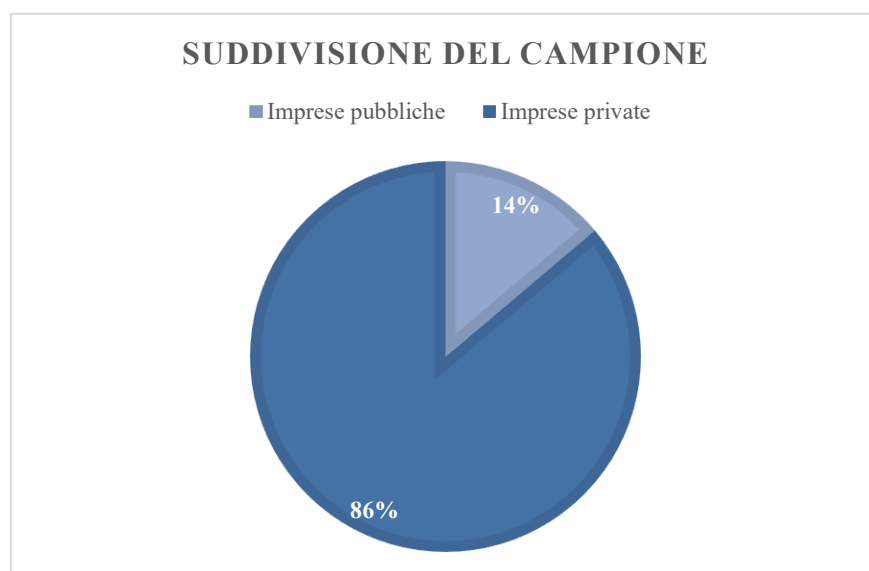


Figura 9: Suddivisione del campione in imprese pubbliche e private

Per evidenziare le differenze tra le imprese private e quelle pubbliche, si propone di seguito la *Tabella 29*. Quest'ultima presenta le statistiche descrittive delle variabili di controllo più esplicative, oltre a quelle dipendenti analizzate: lo scopo è dimostrare le differenze strutturali tra i due gruppi.

Tabella 29: Statistiche descrittive di alcune delle variabili principali su imprese private e pubbliche

Variabile	Imprese private			Imprese pubbliche		
	Obs	Media	Std Dev	Obs	Media	Std Dev
market_leverage	2447	0,3832	0,2500	392	0,4109	0,2194
leverage_gen	2487	0,2860	0,1590	392	0,2954	0,1493
debt_ratio	2493	0,6101	0,2013	392	0,6319	0,1653
firm_size	2493	6,3867	1,5050	392	8,3125	2,2417
ROA	2493	0,0203	0,0885	392	0,0297	0,0460
firm_risk	1976	0,0294	0,0387	314	0,0175	0,0344
current_ratio	2470	1,5320	0,8903	388	1,2450	1,2957
tangibility	2472	0,4676	0,1963	388	0,6575	0,1576

In questo modo, l'eterogeneità delle imprese risulta evidente: le aziende pubbliche si caratterizzano per maggiore dimensione e redditività rispetto alle private. Tali fattori si sommano a un minor rischio operativo e a un livello superiore di immobilizzazioni materiali; queste caratteristiche dovrebbero garantire alle imprese pubbliche una buona accessibilità al credito. D'altro canto, le aziende private hanno maggiore capacità di

Tabella 32: *t test debt_ratio su imprese private e pubbliche*

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,493	.6101112	.0040308	.2012586	.6022071	.6180153
1	392	.6319395	.0083469	.1652604	.615529	.6483499
Combined	2,885	.6130771	.0036653	.1968709	.6058902	.6202639
diff		-.0218283	.0106908		-.0427908	-.0008658

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.0418
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2883

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0206 Pr(|T| > |t|) = 0.0413 Pr(T > t) = 0.9794

Tabella 33: *t test firm_size su imprese private e pubbliche*

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,493	6.38673	.0301418	1.50498	6.327625	6.445836
1	392	8.312515	.113221	2.241661	8.089917	8.535113
Combined	2,885	6.648397	.032642	1.753276	6.584392	6.712401
diff		-1.925784	.0882699		-2.098863	-1.752706

diff = mean(0) - mean(1) t = -21.8170
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2883

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

Tabella 34: *t test ROA su imprese private e pubbliche*

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,493	.0203431	.0017735	.0885492	.0168655	.0238207
1	392	.0296894	.0023216	.0459657	.025125	.0342538
Combined	2,885	.021613	.0015657	.0840946	.0185431	.0246829
diff		-.0093463	.0045666		-.0183005	-.0003921

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.0467
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2883

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0204 Pr(|T| > |t|) = 0.0408 Pr(T > t) = 0.9796

Tabella 35: t test firm_risk su imprese private e pubbliche

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	1,976	.0293982	.0008707	.0387065	.0276905	.0311059
1	314	.017492	.0019428	.0344266	.0136694	.0213146
Combined	2,290	.0277657	.0008016	.0383604	.0261937	.0293376
diff		.0119062	.0023176		.0073613	.0164511

diff = mean(0) - mean(1) t = 5.1372
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2288

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

Tabella 36: t test current_ratio su imprese private e pubbliche

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,470	1.531966	.0179135	.8902863	1.496839	1.567094
1	388	1.245036	.0657785	1.295686	1.115708	1.374364
Combined	2,858	1.493013	.0179615	.9602272	1.457794	1.528232
diff		.2869306	.052171		.184634	.3892272

diff = mean(0) - mean(1) t = 5.4998
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2856

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

Tabella 37: t test tangibility su imprese private e pubbliche

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	2,472	.4675761	.0039489	.1963382	.4598325	.4753197
1	388	.6575053	.0080012	.1576056	.641774	.6732366
Combined	2,860	.4933427	.0037821	.2022645	.4859268	.5007587
diff		-.1899292	.01046		-.210439	-.1694193

diff = mean(0) - mean(1) t = -18.1577
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2858

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

Definite le differenze strutturali tra i due sottocampioni, si può volgere l'attenzione sulle variabili indipendenti di interesse e dunque, sulla diversa presenza femminile nei due sottocampioni, come si osserva nella *Tabella 38*. La percentuale complessiva di amministratrici risulta pressoché simile tra imprese private (19,38%) e pubbliche (19,84%), ma alcune differenze emergono nella distribuzione dei ruoli. Di fatto, si osserva una maggiore incidenza di donne con deleghe esecutive nelle imprese private (3,20% a fronte dello 0,41% delle imprese pubbliche), mentre una propensione delle società a partecipazione statale a favorire la presenza di amministratrici indipendenti (16,72% contro 10,98%). Nelle aziende private, inoltre, è evidente come una parte della componente femminile sia legata alla famiglia proprietaria (5,35%); tale situazione invece non può verificarsi nel sottocampione delle pubbliche, in quanto la natura dell'azionista di controllo esclude per definizione la sussistenza di legami parentali.

Tabella 38: Statistiche descrittive delle variabili indipendenti per imprese pubbliche e private

Variabile	Imprese private			Imprese pubbliche		
	Obs	Media	Std Dev	Obs	Media	Std Dev
perc_female	2589	0,1938	0,1637	394	0,1984	0,1881
perc_fex	2589	0,0320	0,0603	394	0,0041	0,0218
perc_find	2589	0,1098	0,1386	394	0,1672	0,1694
perc_femfam	2589	0,0535	0,0805	394	0,0000	0,0000

In aggiunta a ciò, l'analisi pre e post legge Golfo-Mosca per le imprese private (*Tabella 39*) e per quelle pubbliche (*Tabella 40*) conferma l'efficacia, a livello quantitativo, dell'intervento normativo per entrambi i sottocampioni. Di fatto, la percentuale di donne subisce un notevole incremento, passando da 7,03% a 31,14% per le imprese private e da 2,86% a 33,69% per quelle a partecipazione statale. Per queste ultime, continua a rimanere quasi nulla la quota di figure femminili con deleghe esecutive (0,24% pre-legge e 0,54% post), mentre si nota come la legge abbia favorito un aumento sostanziale della percentuale di amministratrici indipendenti (da 1,84% a 28,85%). Un andamento analogo si riscontra nelle imprese private: l'intervento normativo ha condotto a una significativa espansione delle donne nel ruolo di indipendenti, che passano da 0,91% a 20,56% del totale dei membri del *board*. Per quanto concerne invece la percentuale di amministratrici con deleghe esecutive (da 2,75% a 3,62%) e di quelle con legami di parentela (da 4,66% a 5,99%), l'aumento registrato è alquanto contenuto.

Tabella 39: Statistiche descrittive pre e post legge Golfo-Mosca per le imprese private

Variable	Imprese private					
	Pre legge Golfo-Mosca			Post legge Golfo-Mosca		
	Obs	Media	Std Dev	Obs	Media	Std Dev
perc_female	1263	0,0703	0,0888	1326	0,3114	0,1282
perc_fex	1263	0,0275	0,0549	1326	0,0362	0,0647
perc_find	1263	0,0091	0,0334	1326	0,2056	0,1328
perc_femfam	1263	0,0466	0,0788	1326	0,0599	0,0817

Tabella 40: Statistiche descrittive pre e post legge Golfo-Mosca per le imprese pubbliche

Variable	Imprese pubbliche					
	Pre legge Golfo-Mosca			Post legge Golfo-Mosca		
	Obs	Media	Std Dev	Obs	Media	Std Dev
perc_female	177	0,0286	0,0512	217	0,3369	0,1393
perc_fex	177	0,0024	0,0185	217	0,0054	0,0242
perc_find	177	0,0184	0,0411	217	0,2885	0,1337
perc_femfam	177	0,0000	0,0000	217	0,0000	0,0000

6.3.7 Analisi sulle imprese private

In virtù delle caratteristiche divergenti, occorre effettuare un'analisi separata per imprese pubbliche e private. L'obiettivo è cogliere le dinamiche eterogenee che influenzano le decisioni di indebitamento.

6.3.7.1 Market leverage

Sono proposte di seguito (Tabella 41) le regressioni effettuate per il sottocampione delle imprese private, adottando il *market leverage* come variabile dipendente. L'analisi è stata strutturata in modo da osservare l'impatto che hanno le tre diverse configurazioni (perc_female, perc_fex e perc_find) della presenza femminile. Inoltre, l'analisi condotta su questa tipologia di imprese permette di osservare l'impatto delle amministratrici aventi legami familiari con l'azionista o la famiglia di controllo, non investigabile invece nelle imprese pubbliche.

Si evince che sia la percentuale totale di donne (M37), sia quelle di amministratrici esecutive (M38) non esercitano un impatto rilevante sul *market leverage*. Entrambe le

variabili presentano un coefficiente negativo, rispettivamente pari a -0.074 e -0.034, ma non vi è significatività statistica: non è possibile identificare l'esistenza di una relazione con il *market leverage*. Al contrario, è presente un effetto negativo della percentuale di donne indipendenti: il coefficiente di *perc_find* è uguale a -0.130 e risulta significativo ($p < 0.10$). L'impatto più rilevante è sicuramente quello collegato alla porzione di amministratrici con vincoli di parentela: la variabile presenta un coefficiente positivo pari a 0.454 e, soprattutto, significativo con un *p-value* inferiore a 0.01.

Dunque, si hanno due effetti opposti: da un lato, le donne legate all'azionista o alla famiglia di controllo tendono ad aumentare il livello di indebitamento; dall'altro, le amministratrici indipendenti esercitano un ruolo moderatore, portando a una riduzione del *market leverage*. Il primo impatto osservato potrebbe essere coerente con obiettivi aggressivi di crescita, allineati agli interessi dell'azionista di maggioranza. La tendenza a un maggior ricorso al debito finanziario per questo tipo di amministratrici sembra in linea con la logica del mantenimento del potere: si preferisce questa fonte all'*equity* onde evitare diluizioni della quota di controllo. A queste logiche familiari, si affianca il contributo delle amministratrici indipendenti: il loro monitoraggio viene messo in pratica tramite una riduzione dell'indebitamento. Essendo esse tendenzialmente più prudenti, tale scelta può essere vista come una mitigazione del rischio di insolvenza. Ciò permette di sottolineare un altro concetto altrettanto rilevante: le caratteristiche tipicamente associate alle donne emergono in maniera differente a seconda della posizione occupata e del contesto in cui operano.

Le variabili di controllo più influenti sono grandezza dell'impresa ($p < 0.05$), ROA ($p < 0.01$), *current ratio* ($p < 0.01$), *Market to Book ratio* ($p < 0.10$) e rischio operativo ($p < 0.01$ per M37 e M39, $p < 0.05$ per M38 e M40). Delle relazioni tra queste e il *market leverage*, si è già ampiamente discusso in precedenza. Un elemento di novità emerge nella significatività della variabile *CEO_Chair*: il coefficiente presenta un *p-value* inferiore a 0.10 per i modelli M39 e M40, assumendo un valore rispettivamente pari a 0.034 e 0.032. Il segno positivo indica che la coincidenza tra la figura del CEO e quella del Presidente porta a un aumento del *market leverage*. La concentrazione di potere in un singolo individuo potrebbe portare a una minore efficacia del monitoraggio del *board*, favorendo politiche finanziarie più aggressive. Non si può escludere che, oltre a tale aspetto, influisca anche la valutazione di mercato: la *CEO Chair duality* è spesso sconsigliata per una *governance* più equilibrata e la sua presenza potrebbe essere mal vista dal mercato.

La *Tabella 42* mostra gli esiti ottenuti con l'aggiunta degli *Year Fixed Effect*. Ciò che emerge è che la relazione tra la quota di amministratrici appartenenti alla famiglia di controllo e il *market leverage* rimane salda: la significatività è elevata ($p < 0.01$), mentre il coefficiente mantiene il segno positivo e aumenta di valore, diventando pari a 0.499. Tale legame è quindi ben consolidato nelle imprese private e non è influenzato dall'eterogeneità temporale non osservata. Relativamente all'effetto moderatore delle amministratrici indipendenti, avviene il contrario: esso non è più osservabile in quanto il coefficiente della variabile *perc_find* perde rilevanza statistica, rimanendo però negativo.

La significatività delle variabili di controllo rimane pressoché invariata rispetto alla tabella precedente. Si nota la conferma del legame positivo tra *market leverage* e *CEO_Chair*, che risulta debolmente significativo nei modelli M42, M43 e M44. Al contrario, la dimensione d'impresa non assume rilevanza statistica in nessuna specifica, a testimonianza del fatto che la relazione precedente fosse in parte influenzata da *trend* temporali.

Tabella 41: Regressioni con market leverage sulle imprese private senza effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese private			
	M37	M38	M39	M40
perc_female	-0.074 (0.061)			
perc_fex		-0.034 (0.173)		
perc_find			-0.130* (0.068)	
perc_femfam				0.454*** (0.157)
b_size	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.004)
CEO_Chair	0.032 (0.020)	0.031 (0.020)	0.034* (0.020)	0.032* (0.019)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.047** (0.022)	0.043** (0.021)	0.049** (0.022)	0.041** (0.020)
ROA	-0.588*** (0.116)	-0.587*** (0.116)	-0.586*** (0.116)	-0.586*** (0.115)
firm_risk	0.387*** (0.141)	0.367** (0.142)	0.400*** (0.142)	0.364** (0.141)
current_ratio	-0.053*** (0.017)	-0.055*** (0.017)	-0.052*** (0.017)	-0.054*** (0.017)
tangibility	0.098 (0.109)	0.095 (0.109)	0.098 (0.108)	0.087 (0.104)
nondebt_taxshield	0.028 (0.545)	-0.416 (0.547)	-0.268 (0.532)	-0.356 (0.526)
MtB	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)
age	0.066 (0.065)	0.028 (0.053)	0.083 (0.066)	0.014 (0.052)
Constant	-0.011 (0.264)	0.160 (0.205)	-0.096 (0.274)	0.199 (0.193)
Year Fixed Effect	No			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1878	1878	1878	1878
Numero imprese	147	147	147	147
R ² -within	0.229	0.226	0.233	0.240
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

Tabella 42: Regressioni con market leverage sulle imprese private con effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese private			
	M41	M42	M43	M44
perc_female	0.100 (0.080)			
perc_fex		-0.021 (0.178)		
perc_find			-0.038 (0.090)	
perc_femfam				0.499*** (0.165)
b_size	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.004)
CEO_Chair	0.029 (0.018)	0.030* (0.018)	0.031* (0.018)	0.032* (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.037 (0.023)	0.038 (0.024)	0.038 (0.024)	0.034 (0.022)
ROA	-0.568*** (0.110)	-0.569*** (0.110)	-0.569*** (0.110)	-0.569*** (0.109)
firm_risk	0.337** (0.145)	0.337** (0.144)	0.339** (0.145)	0.329** (0.143)
current_ratio	-0.050*** (0.018)	-0.050*** (0.018)	-0.050*** (0.018)	-0.048*** (0.018)
tangibility	0.091 (0.116)	0.091 (0.116)	0.091 (0.116)	0.081 (0.111)
nondebt_taxshield	-0.573 (0.548)	-0.531 (0.553)	-0.514 (0.537)	-0.447 (0.528)
MtB	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)
age	0.044 (0.080)	0.047 (0.080)	0.047 (0.081)	0.032 (0.079)
Constant	0.141 (0.338)	0.128 (0.340)	0.128 (0.342)	0.170 (0.320)
Year Fixed Effect	Yes			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1878	1878	1878	1878
Numero imprese	147	147	147	147
R ² -within	0.321	0.319	0.319	0.335
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

6.3.7.2 Rapporto di indebitamento finanziario

A seguire, l'analisi, circoscritta alle imprese private presenti nel campione, si concentra sulla variabile dipendente *leverage_gen*.

La *Tabella 43* permette di osservare le regressioni effettuate senza effetti fissi temporali. Dal suo studio, spicca un unico risultato statisticamente rilevante circa le variabili di genere: quello relativo alla percentuale di amministratrici aventi legami di parentela con l'azionista o la famiglia di controllo. Come per il *market leverage*, emerge una relazione positiva ($\beta = 0.172$) e significativa ($p < 0.10$). Ciò sembra confermare l'ipotesi che tali figure siano espressione della proprietà e dunque, perseguano strategie che hanno come obiettivo primario la tutela del controllo, aumentando il debito finanziario.

Le altre misure della presenza femminile non risultano significative: i coefficienti delle variabili *perc_female*, *perc_fex* e *perc_find* equivalgono rispettivamente a -0.040, -0.152 e 0.008. I segni riscontrati permettono di evidenziare una tendenza alla diminuzione del *leverage_gen* delle amministratrici in generale e di quelle esecutive, mentre una tendenza all'aumento per quelle indipendenti. Tuttavia, in assenza di significatività statistica, quanto detto si limita a essere un'osservazione descrittiva.

Per le imprese private, i principali fattori determinanti per il rapporto di indebitamento finanziario sono redditività ($p < 0.01$), rischio operativo ($p < 0.01$) e liquidità ($p < 0.01$ in ogni specifica ad eccezione di M48 dove $p < 0.05$). Essi mantengono segni coerenti con le precedenti regressioni. La grandezza d'impresa, invece, mostra un effetto positivo ma debolmente significativo ($p < 0.10$) in tutti i modelli ad eccezione di M47.

Globalmente, gli esiti sono confermati anche con i controlli per l'anno (*Tabella 44*), segno che le relazioni individuate non sono influenzate da *shock* macroeconomici. Di fatto, le donne nel *board*, indipendentemente dal ruolo, non impattano in maniera sistematica sulle scelte della struttura del capitale. Solo le amministratrici con legami familiari con l'azionista o la famiglia di controllo influenzano il rapporto di indebitamento, portando a un maggior ricorso al debito finanziario. Questo si comprende dal coefficiente positivo ($\beta = 0.173$) e significativo ($p < 0.10$).

Le variabili di controllo influenti mantengono le relazioni evidenziate nella tabella precedente, ad eccezione della grandezza d'impresa, che perde la sua significatività.

Tabella 43: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese private senza effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese private			
	M45	M46	M47	M48
perc_female	0.012 (0.056)			
perc_fex		-0.177 (0.107)		
perc_find			0.036 (0.061)	
perc_femfam				0.172* (0.101)
b_size	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)
CEO_Chair	0.005 (0.015)	0.006 (0.015)	0.005 (0.015)	0.006 (0.015)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.032* (0.019)	0.034* (0.018)	0.031 (0.019)	0.032* (0.018)
ROA	-0.407*** (0.079)	-0.409*** (0.079)	-0.407*** (0.079)	-0.407*** (0.078)
firm_risk	0.317*** (0.110)	0.310*** (0.104)	0.312*** (0.111)	0.318*** (0.106)
current_ratio	-0.036*** (0.013)	-0.036*** (0.014)	-0.037*** (0.014)	-0.035** (0.014)
tangibility	0.083 (0.081)	0.085 (0.081)	0.083 (0.081)	0.080 (0.081)
nondebt_taxshield	0.028 (0.490)	0.038 (0.488)	0.001 (0.491)	0.063 (0.485)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	-0.008 (0.049)	-0.001 (0.039)	-0.018 (0.047)	-0.007 (0.038)
Constant	0.171 (0.191)	0.135 (0.137)	0.215 (0.193)	0.157 (0.133)
Year Fixed Effect	No			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1895	1895	1895	1895
Numero imprese	148	148	148	148
R ² -within	0.201	0.204	0.202	0.205
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

Tabella 44: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese private con effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese private			
	M49	M50	M51	M52
perc_female	-0.040 (0.061)			
perc_fex		-0.152 (0.110)		
perc_find			0.008 (0.072)	
perc_femfam				0.173* (0.098)
b_size	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)
CEO_Chair	0.007 (0.014)	0.007 (0.014)	0.006 (0.014)	0.007 (0.014)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.026 (0.020)	0.027 (0.019)	0.026 (0.020)	0.025 (0.019)
ROA	-0.403*** (0.079)	-0.403*** (0.079)	-0.402*** (0.079)	-0.402*** (0.078)
firm_risk	0.269** (0.113)	0.263** (0.114)	0.270** (0.114)	0.267** (0.115)
current_ratio	-0.038*** (0.014)	-0.038*** (0.014)	-0.038*** (0.014)	-0.037*** (0.014)
tangibility	0.081 (0.081)	0.081 (0.081)	0.081 (0.082)	0.077 (0.081)
nondebt_taxshield	-0.214 (0.506)	-0.220 (0.512)	-0.234 (0.508)	-0.201 (0.504)
MtB	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	-0.032 (0.059)	-0.035 (0.058)	-0.034 (0.058)	-0.039 (0.057)
Constant	0.338 (0.248)	0.339 (0.245)	0.344 (0.246)	0.357 (0.239)
Year Fixed Effect	Yes			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1895	1895	1895	1895
Numero imprese	148	148	148	148
R ² -within	0.227	0.228	0.226	0.23
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

6.3.7.3 Debt to asset ratio

L'analisi sul rapporto tra passività totali e totale attivo nelle imprese private mostra risultati molto simili sia senza (*Tabella 45*) sia con il controllo per gli *Year Fixed Effect* (*Tabella 46*).

In questo caso, l'unica variabile indipendente che risulta significativa ($p < 0.10$) è la percentuale di amministratrici con deleghe esecutive. Queste ultime presentano una relazione negativa con il *debt to asset ratio*: il coefficiente di *perc_fex* nel modello M54 è pari a -0.233, mentre in M58 equivale a -0.224. Le donne esecutive hanno dunque un impatto moderatore sull'indicatore considerato. Esse, pur considerando le necessità di crescita aziendale, propendono per approcci prudenti e orientanti a minimizzare il rischio. Questi comportamenti si traducono in una maggiore attenzione alla sostenibilità del *leverage* complessivo, cercando di ridurre le probabilità di *default* e preservando la stabilità finanziaria. Le restanti variabili indipendenti sono associate a coefficienti positivi, facendo percepire un'attitudine all'aumento del *debt ratio*, ma nessuna di esse ha rilevanza statistica.

Quanto ai principali *driver*, essi sono ROA ($p < 0.01$), rischio d'impresa ($p < 0.05$), *current ratio* ($p < 0.01$) e tangibilità ($p < 0.05$).

Tabella 45: Regressioni con debt to asset ratio sulle imprese private senza effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese private			
	M53	M54	M55	M56
perc_female	0.039 (0.056)			
perc_fex		-0.233* (0.124)		
perc_find			0.044 (0.062)	
perc_femfam				0.197 (0.128)
b_size	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.005 (0.004)
CEO_Chair	0.011 (0.017)	0.012 (0.018)	0.010 (0.018)	0.012 (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.001 (0.026)	0.005 (0.025)	0.001 (0.026)	0.002 (0.025)
ROA	-0.494*** (0.099)	-0.497*** (0.099)	-0.495*** (0.100)	-0.494*** (0.099)
firm_risk	0.398** (0.161)	0.395** (0.157)	0.398** (0.161)	0.405** (0.156)
current_ratio	-0.065*** (0.019)	-0.064*** (0.019)	-0.065*** (0.019)	-0.063*** (0.019)
tangibility	-0.151** (0.072)	-0.148** (0.070)	-0.150** (0.072)	-0.153** (0.071)
nondebt_taxshield	0.392 (0.500)	0.432 (0.486)	0.387 (0.498)	0.462 (0.478)
MtB	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.036 (0.075)	0.058 (0.066)	0.038 (0.075)	0.051 (0.065)
Constant	0.699*** (0.232)	0.595*** (0.166)	0.694*** (0.233)	0.622*** (0.160)
Year Fixed Effect	No			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1898	1898	1898	1898
Numero imprese	149	149	149	149
R ² -within	0.260	0.262	0.260	0.263
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

Tabella 46: Regressioni con debt to asset ratio sulle imprese private con effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese private			
	M57	M58	M59	M60
perc_female	0.000 (0.068)			
perc_fex		-0.224* (0.130)		
perc_find			0.001 (0.083)	
perc_femfam				0.204 (0.129)
b_size	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.003)
CEO_Chair	0.013 (0.016)	0.013 (0.017)	0.013 (0.016)	0.013 (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.004 (0.026)	-0.001 (0.026)	-0.004 (0.026)	-0.005 (0.026)
ROA	-0.499*** (0.102)	-0.499*** (0.102)	-0.499*** (0.102)	-0.498*** (0.102)
firm_risk	0.367** (0.161)	0.357** (0.160)	0.367** (0.161)	0.363** (0.160)
current_ratio	-0.065*** (0.019)	-0.065*** (0.019)	-0.065*** (0.019)	-0.064*** (0.019)
tangibility	-0.154** (0.074)	-0.153** (0.073)	-0.154** (0.073)	-0.158** (0.072)
nondebt_taxshield	0.359 (0.547)	0.374 (0.551)	0.359 (0.543)	0.394 (0.541)
MtB	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.021 (0.089)	0.021 (0.089)	0.021 (0.089)	0.015 (0.089)
Constant	0.784** (0.308)	0.776** (0.307)	0.784** (0.307)	0.800*** (0.301)
Year Fixed Effect	Yes			
Standard error robusti	Yes			
Osservazioni	1898	1898	1898	1898
Numero imprese	149	149	149	149
R ² -within	0.267	0.271	0.267	0.272
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01			

6.3.7.4 Massa critica

L'ultima analisi da condurre sulle imprese private è quella relativa alla massa critica: l'obiettivo è comprendere se l'impatto delle amministratrici segua un andamento lineare o meno.

Iniziando lo studio con il *market leverage*, si nota una continuità dei risultati (*Tabella 47* e *Tabella 48*) con quelli ottenuti per il campione totale per quanto riguarda le variabili indipendenti. Di fatto, la presenza di una singola amministratrice risulta statisticamente significativa in entrambi i metodi econometrici ($p < 0.01$ in M61 e $p < 0.05$ in M64) e, soprattutto, è associata positivamente al *market leverage* ($\beta = 0.049$ in M61 e $\beta = 0.037$ in M64). Al contrario, due singole donne nel *board* non producono effetti degni di nota sulla misura di indebitamento, anche se il segno negativo sia in M62 sia in M65 permette di notare una propensione alla sua diminuzione. Per quanto riguarda invece tre o più donne, nel modello M63, esse risultano negativamente correlate ($\beta = -0.025$) al *market leverage* con un livello di significatività del 10%; l'inclusione degli effetti fissi temporali, però, fa perdere rilevanza statistica alla variabile D3 e si osserva un'inversione del segno del suo coefficiente, che diventa positivo ($\beta = 0.007$ in M66).

Dunque, ciò che è stato detto circa l'interpretazione teorica dei risultati per il campione totale, vale anche per il gruppo di imprese private esaminate singolarmente; tuttavia, si può aggiungere un'osservazione plausibile circa la variabile D1. Di fatto, nel contesto delle aziende private, la presenza di una sola donna nei *board* riflette spesso dinamiche familiari, soprattutto nel periodo antecedente la legge Golfo-Mosca. Se si associa questa evidenza al fatto che, nelle analisi precedenti, la variabile *perc_femfam* spingeva in alto la leva finanziaria, allora non si può escludere che il coefficiente positivo di D1 sia in parte trainato dall'atteggiamento delle amministratrici "familiari".

Per quanto riguarda le variabili di controllo, quelle significative in entrambe le tabelle sono ROA, rischio d'impresa, liquidità e *Market to Book ratio*, i cui segni sono coerenti con quanto riscontrato in precedenza. Una relazione meno stabile è quella della dimensione d'impresa, che perde la sua rilevanza statistica con l'inclusione degli effetti fissi temporali, rimanendo significativa al 10% solo nel modello M64. Al contrario, la variabile *CEO_Chair*, con coefficiente positivo, assume significatività statistica solo dopo il controllo dell'eterogeneità temporale non osservata, con *p-value* inferiore a 0.10 nei modelli M65 e M66.

Come per il *market leverage*, anche per le altre due misure di indebitamento si osserva una stabilità dei risultati rispetto al campione complessivo, sia per le variabili indipendenti, sia per le variabili di controllo significative. Nel dettaglio, per quanto riguarda il rapporto di indebitamento finanziario (*Tabella 49* senza *Fixed Year Effect* e *Tabella 50* con *Fixed Year Effect*), solo la presenza di due donne risulta statisticamente significativa ($p < 0.05$): esse impattano in maniera rilevante su tale indicatore portando a una sua riduzione, come si nota dal coefficiente negativo ($\beta = -0.018$). L'evidenza però non rimane stabile con l'aggiunta degli effetti fissi temporali: la variabile D2 perde rilevanza statistica, mantenendo il segno negativo ($\beta = -0.013$). I principali *driver* del rapporto di indebitamento finanziario sono ROA ($p < 0.01$), rischio d'impresa ($p < 0.01$) e liquidità ($p < 0.01$ nella *Tabella 49* e $p < 0.05$ nella *Tabella 50*). La grandezza d'impresa, che presenta significatività al 10% nella *Tabella 49*, perde questa rilevanza con l'aggiunta degli effetti fissi temporali.

Per il *debt to asset ratio*, invece, sia per i modelli senza effetti fissi temporali (*Tabella 51*) sia con (*Tabella 52*), nessuna delle variabili binarie di interesse assume rilevanza statistica; in entrambe le specificazioni, i determinanti di tali misure di indebitamento, sono ROA, *current ratio*, rischio d'impresa e tangibilità, con differenze limitate al livello di significatività.

Vista la similitudine con le regressioni sul campione totale, possono ritenersi valide le stesse considerazioni teoriche fatte in precedenza. Si può dunque osservare che le evidenze ottenute sul *dataset* completo siano maggiormente influenzate dalle dinamiche proprie delle imprese private, piuttosto che da quelle pubbliche, le quali risultano numericamente inferiori.

Tabella 47: Regressioni massa critica con market leverage sulle imprese private senza effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese private		
	M61	M62	M63
D1	0.049*** (0.014)		
D2		-0.019 (0.014)	
D3			-0.025* (0.014)
b_size	-0.005 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.005)
CEO_Chair	0.030 (0.019)	0.032 (0.020)	0.031 (0.020)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.047** (0.021)	0.043** (0.021)	0.046** (0.021)
ROA	-0.578*** (0.115)	-0.587*** (0.116)	-0.589*** (0.116)
firm_risk	0.388*** (0.135)	0.365** (0.142)	0.387*** (0.140)
current_ratio	-0.054*** (0.017)	-0.055*** (0.017)	-0.053*** (0.017)
tangibility	0.102 (0.108)	0.099 (0.109)	0.094 (0.109)
nondebt_taxshield	-0.431 (0.548)	-0.441 (0.545)	-0.351 (0.551)
MtB	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)
age	0.057 (0.052)	0.027 (0.053)	0.064 (0.060)
Constant	0.019 (0.212)	0.176 (0.205)	-0.013 (0.241)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	1878	1878	1878
Numero imprese	147	147	147
R ² -within	0.239	0.228	0.230
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 48: Regressioni massa critica con market leverage sulle imprese private con effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese private		
	M64	M65	M66
D1	0.037** (0.016)		
D2		-0.016 (0.013)	
D3			0.007 (0.015)
b_size	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.005)
CEO_Chair	0.030 (0.018)	0.031* (0.018)	0.031* (0.018)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.039* (0.023)	0.038 (0.024)	0.038 (0.024)
ROA	-0.562*** (0.109)	-0.566*** (0.110)	-0.569*** (0.110)
firm_risk	0.346** (0.141)	0.341** (0.144)	0.338** (0.144)
current_ratio	-0.051*** (0.017)	-0.050*** (0.018)	-0.050*** (0.018)
tangibility	0.093 (0.114)	0.094 (0.116)	0.092 (0.117)
nondebt_taxshield	-0.565 (0.550)	-0.525 (0.550)	-0.537 (0.554)
MtB	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)
age	0.049 (0.078)	0.049 (0.080)	0.048 (0.080)
Constant	0.115 (0.335)	0.122 (0.340)	0.131 (0.340)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	1878	1878	1878
Numero imprese	147	147	147
R ² -within	0.325	0.32	0.319
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 49: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese private senza effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese private		
	M67	M68	M69
D1	0.008 (0.011)		
D2		-0.018** (0.008)	
D3			0.006 (0.013)
b_size	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
CEO_Chair	0.005 (0.015)	0.006 (0.015)	0.005 (0.015)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.034* (0.018)	0.033* (0.018)	0.032* (0.019)
ROA	-0.406*** (0.079)	-0.407*** (0.078)	-0.407*** (0.079)
firm_risk	0.324*** (0.104)	0.315*** (0.103)	0.315*** (0.108)
current_ratio	-0.035*** (0.014)	-0.036*** (0.014)	-0.036*** (0.013)
tangibility	0.085 (0.081)	0.088 (0.081)	0.084 (0.081)
nondebt_taxshield	0.038 (0.487)	0.018 (0.487)	0.026 (0.493)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	0.003 (0.040)	-0.003 (0.038)	-0.011 (0.043)
Constant	0.120 (0.142)	0.157 (0.136)	0.185 (0.169)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	1895	1895	1895
Numero imprese	148	148	148
R ² -within	0.202	0.205	0.201
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 50: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese private con effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese private		
	M70	M71	M72
D1	0.012 (0.012)		
D2		-0.013 (0.008)	
D3			-0.005 (0.012)
b_size	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)
CEO_Chair	0.006 (0.014)	0.007 (0.014)	0.007 (0.014)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.027 (0.019)	0.026 (0.020)	0.026 (0.020)
ROA	-0.400*** (0.079)	-0.400*** (0.078)	-0.403*** (0.079)
firm_risk	0.273** (0.113)	0.272** (0.112)	0.270** (0.114)
current_ratio	-0.038*** (0.014)	-0.038*** (0.014)	-0.038*** (0.014)
tangibility	0.081 (0.082)	0.083 (0.082)	0.080 (0.082)
nondebt_taxshield	-0.241 (0.508)	-0.223 (0.511)	-0.227 (0.511)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
age	-0.034 (0.057)	-0.033 (0.058)	-0.034 (0.058)
Constant	0.340 (0.244)	0.338 (0.245)	0.342 (0.246)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	1895	1895	1895
Numero imprese	148	148	148
R ² -within	0.227	0.228	0.226
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 51: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sulle imprese private senza effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese private		
	M73	M74	M75
D1	0.014 (0.015)		
D2		-0.016 (0.010)	
D3			0.007 (0.014)
b_size	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)
CEO_Chair	0.011 (0.017)	0.012 (0.018)	0.011 (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.004 (0.025)	0.002 (0.025)	0.002 (0.026)
ROA	-0.492*** (0.100)	-0.494*** (0.100)	-0.494*** (0.100)
firm_risk	0.415*** (0.154)	0.404** (0.158)	0.403** (0.158)
current_ratio	-0.063*** (0.019)	-0.064*** (0.019)	-0.064*** (0.019)
tangibility	-0.147** (0.072)	-0.146** (0.072)	-0.149** (0.072)
nondebt_taxshield	0.431 (0.483)	0.416 (0.486)	0.418 (0.498)
MtB	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
age	0.065 (0.069)	0.056 (0.065)	0.046 (0.073)
Constant	0.566*** (0.176)	0.618*** (0.164)	0.655*** (0.213)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	1898	1898	1898
Numero imprese	149	149	149
R ² -within	0.260	0.261	0.259
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 52: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sulle imprese private con effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese private		
	M76	M77	M78
D1	0.021 (0.015)		
D2		-0.013 (0.010)	
D3			-0.007 (0.013)
b_size	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.004)
CEO_Chair	0.012 (0.016)	0.013 (0.017)	0.013 (0.017)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.003 (0.026)	-0.003 (0.026)	-0.004 (0.026)
ROA	-0.494*** (0.102)	-0.496*** (0.102)	-0.499*** (0.102)
firm_risk	0.373** (0.158)	0.369** (0.160)	0.368** (0.162)
current_ratio	-0.065*** (0.019)	-0.065*** (0.019)	-0.064*** (0.019)
tangibility	-0.153** (0.074)	-0.151** (0.074)	-0.155** (0.073)
nondebt_taxshield	0.340 (0.546)	0.367 (0.552)	0.363 (0.552)
MtB	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
age	0.022 (0.088)	0.023 (0.089)	0.021 (0.089)
Constant	0.777** (0.306)	0.778** (0.306)	0.781** (0.308)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	1898	1898	1898
Numero imprese	149	149	149
R ² -within	0.27	0.269	0.267
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.8 Analisi sulle imprese pubbliche

Completata la descrizione dei risultati ottenuti per le imprese private, si estende l'analisi alle aziende pubbliche. In questo modo, è possibile osservare la validità delle ipotesi in un contesto caratterizzato da dinamiche decisionali differenti e da un minore peso delle logiche di controllo della proprietà.

6.3.8.1 Market leverage

Seguendo lo stesso ordine usato in precedenza, la prima variabile dipendente analizzata è il *market leverage*. Nella *Tabella 53*, che presenta le regressioni senza effetti fissi temporali, nessuna delle variabili che misurano la presenza femminile è significativa; in particolare, i coefficienti di *perc_female*, *perc_fex* e *perc_find* sono rispettivamente pari a -0.071, 0.323 e -0.009. Aggiungendo i controlli per l'eterogeneità temporale (*Tabella 54*), permane l'assenza di significatività statistica di tali coefficienti, nonostante subiscano delle variazioni di valore. Nel contesto delle imprese pubbliche, quindi, la rappresentanza femminile non incide in maniera sistematica sulle scelte di *leverage*. Al contrario, queste ultime sono guidate principalmente da caratteristiche economico-finanziarie: in entrambe le tabelle, con lievi differenze di significatività, il ROA e il *Market to Book ratio* presentano un legame negativo con la variabile dipendente, mentre il rischio d'impresa esercita un impatto positivo. Il fatto che la relazione presente tra queste variabili e il *market leverage* rimanga invariata, conferma la stabilità dei risultati ottenuti. Al contrario, la dimensione aziendale non mostra una rilevanza statistica costante, risultando marginalmente significativa solo per il modello M79.

La principale differenza che sorge con l'inclusione degli effetti fissi temporali è la significatività del CEO *tenure*, il cui coefficiente è negativo ($\beta = -0.004$) e significativo al 10% nei tre modelli M82, M83 e M84. Il segno è coerente con l'ipotesi inizialmente avanzata: gli amministratori delegati che rivestono tale ruolo per più anni consecutivi finiscono per avere un maggiore potere sul consiglio, oltre che una migliore conoscenza sia dell'impresa, sia del settore. Questi aspetti, uniti alla volontà di salvaguardia del proprio potere, tendono a far assumere scelte di finanziamento più prudenti, privilegiando la stabilità di lungo periodo dell'impresa ed evitando strategie di crescita aggressive.

È bene notare come vi sia la totale assenza di significatività del *current ratio*, a differenza di quanto avviene per le imprese private, per le quali la liquidità rappresentava uno dei maggiori determinanti del *market leverage*; ciò può essere alla luce delle diverse

caratteristiche strutturali dei due gruppi di aziende. Nelle aziende private, la liquidità rappresenta un segnale chiaro della solidità finanziaria: una maggiore capacità di far fronte agli obblighi di breve termine può condurre a una diminuzione del ricorso al debito e, al contempo, migliorare la percezione degli investitori circa il valore aziendale. Nelle imprese pubbliche, invece, il *current ratio* non emerge come *driver* delle scelte di indebitamento; ciò avviene probabilmente grazie alla percezione di rischio inferiore da parte dei creditori, i quali potrebbero vedere lo Stato come garante implicito e dunque preoccuparsi meno dello stato della liquidità.

Tabella 53: Regressioni con market leverage sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese pubbliche		
	M79	M80	M81
perc_female	-0.071 (0.090)		
perc_fex		0.323 (0.377)	
perc_find			-0.009 (0.085)
b_size	-0.011 (0.012)	-0.011 (0.012)	-0.011 (0.012)
CEO_Chair	0.018 (0.057)	0.034 (0.045)	0.030 (0.054)
CEO_tenure	-0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)
controlling_share	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
firm_size	0.097* (0.055)	0.084 (0.059)	0.085 (0.058)
ROA	-0.755** (0.282)	-0.733** (0.270)	-0.734** (0.274)
firm_risk	0.452* (0.241)	0.408* (0.235)	0.403* (0.228)
current_ratio	0.016 (0.014)	0.015 (0.014)	0.016 (0.014)
tangibility	-0.117 (0.120)	-0.119 (0.114)	-0.120 (0.115)
nondebt_taxshield	0.026 (0.548)	-0.079 (0.542)	-0.085 (0.518)
MtB	-0.056*** (0.018)	-0.057*** (0.020)	-0.057*** (0.019)
age	0.014 (0.059)	-0.010 (0.050)	-0.005 (0.059)
Constant	-0.126 (0.492)	0.066 (0.576)	0.049 (0.579)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.386	0.383	0.382
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 54: Regressioni con market leverage sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese pubbliche		
	M82	M83	M84
perc_female	0.000 (0.053)		
perc_fex		0.156 (0.369)	
perc_find			0.155 (0.119)
b_size	-0.010 (0.010)	-0.010 (0.010)	-0.009 (0.010)
CEO_Chair	0.070 (0.043)	0.070 (0.043)	0.066 (0.041)
CEO_tenure	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)
controlling_share	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	0.001 (0.001)
firm_size	0.002 (0.078)	0.004 (0.079)	0.006 (0.076)
ROA	-0.518** (0.240)	-0.523** (0.243)	-0.518** (0.242)
firm_risk	0.490** (0.212)	0.498** (0.216)	0.456* (0.221)
current_ratio	0.017 (0.014)	0.017 (0.014)	0.020 (0.014)
tangibility	-0.053 (0.111)	-0.054 (0.110)	-0.023 (0.117)
nondebt_taxshield	0.109 (0.667)	0.127 (0.666)	0.165 (0.631)
MtB	-0.031*** (0.009)	-0.031*** (0.009)	-0.034*** (0.010)
age	-0.023 (0.064)	-0.023 (0.064)	-0.020 (0.062)
Constant	0.547 (0.626)	0.531 (0.634)	0.467 (0.604)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.519	0.520	0.526
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.8.2 Rapporto di indebitamento finanziario

Lo studio del *leverage* contabile (*leverage_gen*) per le imprese pubbliche fa emergere la significatività di alcuni determinanti della struttura del capitale, finora rimasti statisticamente irrilevanti. Ciò conferma l'importanza della divisione nei due sottocampioni: essa rileva logiche di finanziamento specifiche che influenzano le variabili dipendenti e che altrimenti rimarrebbero ignote.

Partendo dall'analisi della *Tabella 55* (assenza di *Year Fixed Effect*), affiora una relazione positiva ($\beta = 0.159$) e statisticamente significativa ($p < 0.05$) tra la percentuale di donne con deleghe esecutive e il rapporto di indebitamento finanziario. Nelle società pubbliche, le amministratrici esecutive tendono a far aumentare il *leverage*, ricorrendo in misura maggiore al debito; tale risultato può essere interpretato considerando il contesto di riferimento, ossia quello delle imprese pubbliche. Queste ultime godono tendenzialmente di un accesso al credito facilitato e di una minore percezione di rischio da parte dei creditori, grazie anche alla presenza di garanzie statali. In tale ambiente, il ricorso al debito risulta meno oneroso e rappresenta uno strumento ordinario per finanziare gli investimenti. Di conseguenza, le amministratrici esecutive potrebbero mirare a una gestione sostenibile del debito, coerente con le strategie di crescita dell'impresa, piuttosto che a una sua riduzione per via di logiche di contenimento del rischio di insolvenza.

Le altre due variabili indipendenti, *perc_female* e *perc_find*, presentano coefficienti rispettivamente pari a 0.012 e 0.040, con segno positivo, ma mancano di significatività statistica.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, il ROA continua a dimostrare la sua importanza nelle scelte di finanziamento, esibendo una relazione negativa e significativa all'1%. Tuttavia, emergono dei risultati differenti rispetto alle imprese private circa le altre misure:

- il *current ratio* presenta un *p-value* inferiore a 0.10 e un coefficiente positivo, pari a 0.011 in tutte e tre le specifiche. Ciò suggerisce che una maggiore liquidità si traduce in un maggior ricorso al debito finanziario. Tale relazione, la cui direzione si discosta da quella ipotizzata, potrebbe suggerire che, nelle società pubbliche, una posizione solida in termini di liquidità riduce maggiormente il rischio percepito dai creditori e, di conseguenza, il costo associato al debito;

- la tangibilità è significativa all'1% e gode di un legame positivo con il rapporto di indebitamento finanziario. Il segno dimostra che avere più immobilizzazione materiali funge da garanzia per i creditori;
- il *non debt tax shield* ha una relazione negativa e significativa al 5% in M85 e M87, mentre al 10% in M86. Tale risultato è coerente con l'ipotesi di sostituibilità dello scudo fiscale derivante dal debito con altri benefici fiscali: laddove l'impresa dispone di ammortamenti elevati, l'incentivo a ricorrere all'indebitamento per sfruttare il *tax shield*, diminuisce. Nelle imprese pubbliche, questo effetto è particolarmente visibile poiché tendenzialmente esse presentano una elevata intensità di capitale.

Aggiungendo il controllo sull'eterogeneità temporale non osservata (*Tabella 56*), si osservano dei cambiamenti nei risultati significativi. In particolare, nessuna delle variabili indipendenti assume rilevanza statistica. Di fatto, la quota di donne con deleghe esecutive perde la sua significatività; ciò suggerisce che la relazione prima evidenziata era in parte legato a dinamiche temporali comuni al sottocampione. Tuttavia, il suo coefficiente mantiene un segno positivo.

I determinanti fondamentali per il rapporto di indebitamento finanziario, ossia ROA, tangibilità e *non debt tax shield*, rimangono stabili, mentre il *current ratio* non risulta più rilevante statisticamente. Il *Market to Book ratio*, al contrario, assume rilevanza statistica, con un *p-value* inferiore a 0.05. Si nota come il segno del coefficiente è positivo, a differenza dell'ipotesi iniziale e dei legami emersi in precedenza per imprese private e campione complessivo. Un valore più elevato di questo indicatore segnala una valutazione di mercato favorevole e aspettative positive sulla crescita e sulla solidità dell'impresa. Tendenzialmente, avere più opportunità di crescita può spingere il *management* a investire in progetti rischiosi, facendo aumentare il tasso di interesse del debito. Nelle imprese pubbliche, invece, si manifesta l'effetto opposto: i creditori tendono a non percepire questo aspetto come un fattore di rischio, bensì come un segnale di solidità dei programmi di investimento aziendali. Dunque, si conferma l'ipotesi che il ruolo dello Stato come azionista funge da garante implicito e attenua i costi di agenzia legati al debito.

Tabella 55: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese pubbliche		
	M85	M86	M87
perc_female	0.012 (0.048)		
perc_fex		0.159** (0.076)	
perc_find			0.040 (0.055)
b_size	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.005)
CEO_Chair	0.021 (0.031)	0.020 (0.026)	0.026 (0.031)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
firm_size	0.044 (0.031)	0.047 (0.034)	0.042 (0.031)
ROA	-0.269*** (0.077)	-0.273*** (0.077)	-0.260*** (0.077)
firm_risk	-0.129 (0.151)	-0.115 (0.148)	-0.141 (0.149)
current_ratio	0.011* (0.006)	0.011* (0.007)	0.011* (0.006)
tangibility	0.250*** (0.069)	0.250*** (0.069)	0.254*** (0.069)
nondebt_taxshield	-0.641** (0.280)	-0.611* (0.306)	-0.675** (0.253)
MtB	0.005 (0.005)	0.006 (0.005)	0.005 (0.005)
age	0.027 (0.036)	0.030 (0.030)	0.019 (0.036)
Constant	-0.313 (0.249)	-0.345 (0.299)	-0.277 (0.283)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.234	0.235	0.239
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 56: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese pubbliche		
	M88	M89	M90
perc_female	-0.007 (0.030)		
perc_fex		0.022 (0.093)	
perc_find			0.057 (0.065)
b_size	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.005)
CEO_Chair	0.035 (0.031)	0.035 (0.031)	0.034 (0.030)
CEO_tenure	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
firm_size	0.026 (0.041)	0.026 (0.042)	0.027 (0.040)
ROA	-0.198** (0.076)	-0.198** (0.077)	-0.198** (0.075)
firm_risk	-0.125 (0.156)	-0.126 (0.155)	-0.139 (0.154)
current_ratio	0.009 (0.007)	0.009 (0.007)	0.010 (0.007)
tangibility	0.269*** (0.084)	0.269*** (0.083)	0.281*** (0.083)
nondebt_taxshield	-0.951*** (0.279)	-0.946*** (0.277)	-0.928*** (0.278)
MtB	0.012** (0.005)	0.012** (0.005)	0.011** (0.005)
age	0.003 (0.042)	0.003 (0.042)	0.004 (0.041)
Constant	-0.074 (0.311)	-0.075 (0.317)	-0.103 (0.288)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.305	0.305	0.309
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.8.3 Debt to asset ratio

Come per la misura di indebitamento prima analizzata, anche per il *debt to asset ratio* nelle imprese pubbliche sono presenti delle relazioni non emerse né nello studio del campione totale né in quello delle aziende private.

In primo luogo, come si può osservare nella *Tabella 57* (senza *Year Fixed Effect*) e nella *Tabella 58* (con *Year Fixed Effect*), le variabili indipendenti di genere non risultano statisticamente significative in nessuna delle specifiche. Si nota una tendenza alla diminuzione del *leverage* complessivo per le donne esecutive ($\beta = -0.135$ in M92, $\beta = -0.261$ in M95) e una all'aumento per quelle indipendenti ($\beta = 0.018$ in M93, $\beta = 0.100$ in M96), ma ciò non si traduce in un impatto economico osservabile. Tale evidenza suggerisce che, nel caso delle imprese pubbliche, le passività complessive siano determinate da fattori economici, piuttosto che dalla composizione di genere del *board*. Ciò si discosta da quanto emerso per le aziende private, in cui le amministratrici esecutive sembravano generare una diminuzione del *leverage*. La divergenza trova spiegazione nel fatto che, per il sottocampione ora in analisi, la composizione delle passività dipende in maggior misura da vincoli istituzionali, politiche di finanziamento di lungo periodo e relazioni consolidate con gli altri attori interessati. Ciò porta a ridurre la discrezionalità del *management*.

Quanto ai principali *driver* del *debt to asset ratio*, le relazioni stabili in entrambe le tabelle sono quelle di ROA ($p < 0.01$), *current ratio* ($p < 0.05$ nella *Tabella 57* e $p < 0.01$ nella *Tabella 58*), tangibilità ($p < 0.01$), *non debt tax shield* ($p < 0.01$) e *Market to Book ratio* ($p < 0.05$ nella *Tabella 57* e $p < 0.01$ nella *Tabella 58*). I segni e la loro plausibile spiegazione sono stati già discussi in precedenza. Sorgono invece delle differenze tra la significatività di alcune variabili di controllo tra il metodo senza effetti fissi temporali e quello con:

- la grandezza dell'impresa presenta una relazione significativa e positiva con il *debt to asset ratio*; tuttavia, con il controllo dell'eterogeneità temporale non osservata, essa perde rilevanza statistica;
- la relazione tra CEO *tenure* e variabile dipendente è rafforzata con l'inclusione degli effetti fissi temporali: nella *Tabella 57*, la CEO *tenure* risulta significativa ($p < 0.10$) e correlata negativamente solo nel modello M92. Nella *Tabella 58* essa presenta un grado di significatività dell'1% in tutte le specifiche (M94, M95 e M96);

- un andamento simile a quello della variabile precedente si verifica per l'età dell'impresa. Nelle prime specifiche, essa è significativa al 10% e negativamente correlata al *debt to asset ratio* nei modelli M92 e M93. L'inclusione degli effetti fissi la vede significativa ($p < 0.10$) in tutte e tre le specifiche;
- la dimensione del *board* assume rilevanza statistica solo nella *Tabella 58*. Essa presenta coefficienti negativi e significativi al 5%. Questa evidenza può essere ricondotta al fatto che Consigli di Amministrazione più ampi, tendano a esercitare un monitoraggio tale da spingere verso politiche di finanziamento più conservative; oltre a ciò, non si può escludere che un numero maggiore di amministratori possa riscontrare maggiori difficoltà sia di comunicazione sia nel trovare accordi tra i diversi obiettivi, portando a una situazione di inerzia decisionale.

Si segnala inoltre la differenza del segno del coefficiente della tangibilità tra le due variabili dipendenti, *leverage_gen* e *debt_ratio*, per lo stesso sottocampione di imprese; tale diversità sembra riconducibile alla loro diversa natura. Per il rapporto di indebitamento finanziario, che prevede al numeratore solo i debiti finanziari, la tangibilità ha segno positivo: le immobilizzazioni materiali rappresentano delle garanzie, favorendo l'accesso al credito. D'altro canto, per il *debt to asset ratio*, un'elevata dotazione di *asset* tangibili può riflettere una struttura industriale matura, spesso associata a una gestione più prudente delle passività complessive. In questo senso, il segno negativo della tangibilità risulta coerente anche con la significatività e la direzione dell'impatto dell'età dell'impresa; le aziende più mature tendono a contenere il livello complessivo delle passività rispetto all'attivo, pur mantenendo un accesso privilegiato al debito finanziario.

Tabella 57: Regressioni con debt to asset ratio sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese pubbliche		
	M91	M92	M93
perc_female	-0.017 (0.048)		
perc_fex		-0.135 (0.086)	
perc_find			0.018 (0.048)
b_size	-0.009 (0.005)	-0.009 (0.006)	-0.009 (0.006)
CEO_Chair	-0.011 (0.028)	-0.009 (0.023)	-0.005 (0.026)
CEO_tenure	-0.002 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002 (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.081*** (0.028)	0.078** (0.030)	0.076** (0.030)
ROA	-0.363*** (0.096)	-0.357*** (0.092)	-0.351*** (0.094)
firm_risk	-0.112 (0.198)	-0.129 (0.202)	-0.135 (0.192)
current_ratio	-0.025** (0.009)	-0.025** (0.009)	-0.025** (0.009)
tangibility	-0.307*** (0.074)	-0.307*** (0.073)	-0.306*** (0.072)
nondebt_taxshield	-1.026*** (0.320)	-1.063*** (0.282)	-1.081*** (0.285)
MtB	0.016** (0.007)	0.016** (0.007)	0.016** (0.007)
age	-0.043 (0.028)	-0.048* (0.024)	-0.054* (0.029)
Constant	0.516* (0.265)	0.561* (0.309)	0.594* (0.310)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.455	0.456	0.455
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 58: Regressioni con debt to asset ratio sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese pubbliche		
	M94	M95	M96
perc_female	0.010 (0.041)		
perc_fex		-0.261 (0.158)	
perc_find			0.100 (0.062)
b_size	-0.010** (0.004)	-0.010** (0.005)	-0.009** (0.004)
CEO_Chair	0.002 (0.028)	0.003 (0.028)	-0.000 (0.027)
CEO_tenure	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.043 (0.041)	0.041 (0.041)	0.046 (0.041)
ROA	-0.288*** (0.091)	-0.281*** (0.091)	-0.288*** (0.085)
firm_risk	-0.205 (0.225)	-0.216 (0.215)	-0.224 (0.235)
current_ratio	-0.025*** (0.008)	-0.026*** (0.008)	-0.023*** (0.008)
tangibility	-0.249*** (0.075)	-0.248*** (0.074)	-0.230*** (0.079)
nondebt_taxshield	-1.212*** (0.232)	-1.245*** (0.234)	-1.180*** (0.232)
MtB	0.023*** (0.007)	0.022*** (0.007)	0.021*** (0.007)
age	-0.059* (0.031)	-0.060* (0.032)	-0.057* (0.031)
Constant	0.863** (0.350)	0.888** (0.348)	0.810** (0.336)
Year Fixed Effect		Yes	
Standard error robusti		Yes	
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.548	0.552	0.558
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.8.4 Massa critica

Per concludere l'analisi sulle imprese pubbliche, sono presentati i risultati relativi alla teoria della massa critica per le tre variabili dipendenti di interesse.

Partendo dal *market leverage*, si possono già osservare le prime differenze rispetto alle imprese private. Nel primo gruppo di modelli, senza effetti fissi temporali (*Tabella 59*), emerge la significatività ($p < 0.05$) della variabile indipendente D2: la presenza di due donne all'interno del consiglio sembra aumentare la leva delle imprese pubbliche ($\beta = 0.067$). Al contrario, una sola donna ($\beta = 0.040$), così come tre o più ($\beta = -0.061$), non generano impatti reali sul *market leverage*. L'inclusione dei controlli temporali (*Tabella 60*) genera però un cambiamento degno di nota: D2 rimane positiva ($\beta = 0.064$) e significativa ($p < 0.01$); D3 diventa negativamente correlata ($\beta = -0.054$) al *market leverage* e altamente significativa ($p < 0.01$). Anche in questo caso, i risultati possono essere spiegati seguendo la teoria della massa critica; la presenza di due donne permette loro di uscire dalla condizione di isolamento, che non consente a una singola amministratrice di incidere sulle decisioni del consiglio. In questo senso, le due amministratrici potrebbero supportare strategie di investimento più ambiziose, considerando anche le caratteristiche strutturali favorevoli delle imprese in cui operano, e mirare a una maggiore crescita operativa. Esse assumono dunque il comportamento tipico dei *board* di tali aziende, ossia ricorrere al debito per il finanziamento di progetti di medio-lungo termine. Tuttavia, la tendenza è invertita al raggiungimento della massa critica: tre o più donne nel consiglio potrebbero iniziare a generare una pressione sul consiglio tale da portare a un cambiamento nelle preferenze di rischio e nelle politiche di finanziamento. Di fatto, esse sono associate a una riduzione del debito finanziario, con l'obiettivo di riuscire a far combaciare i *target* aziendali e la sostenibilità finanziaria di lungo periodo.

Quanto alle variabili di controllo, le evidenze più stabili sono quelle del ROA ($p < 0.05$) e del *Market to Book ratio* ($p < 0.01$), che presentano entrambi una relazione negativa con il *market leverage*. L'inclusione degli effetti fissi temporali fa emergere la significatività ($p < 0.10$) della CEO tenure, la quale presenta coefficiente negativo pari a -0.004 in tutte e tre le specifiche, mentre rafforza e stabilizza la significatività ($p < 0.05$) del rischio operativo. Al contrario, la grandezza dell'azienda, significativa solo nei modelli M97 e M99, perde rilevanza statistica con il controllo dell'eterogeneità temporale.

Per il rapporto di indebitamento finanziario, si osservano esiti globalmente stabili tra i modelli senza (*Tabella 61*) e con *Year Fixed Effect* (*Tabella 62*). In entrambe le configurazioni, le variabili indipendenti D1 e D3 non hanno rilevanza statistica ma emerge con chiarezza l'impatto significativo ($p < 0.01$) e positivo ($\beta = 0.037$ in M104 e $\beta = 0.036$ in M105) della presenza di due donne nel *board*. Anche in questo caso, due amministratrici sembrano rappresentare la soglia minima per ottenere un effetto reale sulle scelte prese dal Consiglio di Amministrazione. Il mancato raggiungimento della significatività per D3 potrebbe suggerire che l'effetto di una rappresentanza femminile più ampia si rifletta in misura minore su una misura contabile della leva, a differenza di quanto avviene per il *market leverage*. Di fatto, il rapporto di indebitamento è maggiormente legato alla struttura finanziaria storica e meno sensibile alle variazioni di mercato. I maggiori determinanti di tale misura, in entrambe le tabelle, sono la tangibilità, che presenta un legame positivo, ROA e *non debt tax shield*, entrambi con impatto negativo. D'altro canto, il *current ratio* ha un coefficiente positivo ma una significatività debole solo nei modelli M103 e M105. Inoltre, l'inclusione degli effetti fissi temporali fa emergere l'effetto positivo ($\beta = 0.012$) e significativo ($p < 0.05$) del *Market to Book ratio*.

Un risultato analogo a quello del *leverage_gen* circa le variabili indipendenti si osserva per il *debt to asset ratio*: si ha la significatività della presenza di due amministratrici. In particolare, nel primo set di modelli (*Tabella 63*), la variabile D2 è positivamente associata alla misura di indebitamento, con un coefficiente pari a 0.018 e un livello di significatività del 10%. Nel secondo insieme di modelli (*Tabella 64*), il risultato è confermato: il coefficiente rimane positivo, ma aumenta sia la sua grandezza ($\beta = 0.020$) sia la sua rilevanza statistica ($p < 0.05$). Trattandosi anche in questo caso di una misura contabile del *leverage*, può essere seguito lo stesso ragionamento fatto per la variabile *leverage_gen*.

Quanto alle variabili di controllo, le relazioni più solide sono quella positiva del *Market to Book ratio* e quelle negative di ROA, tangibilità, liquidità e *non debt tax shield*. L'aggiunta degli effetti fissi temporali provoca dei cambiamenti in alcune relazioni presenti nel gruppo di modelli M109-111:

- la dimensione del consiglio assume rilevanza statistica, influenzando negativamente sul *debt to asset ratio* ($\beta = -0.010$) con un *p-value* inferiore a 0.05;
- la *CEO tenure*, inizialmente significativa ($p < 0.10$) in M109 e M111, assume un livello di significatività dell'1% e un coefficiente negativo pari a -0.004;
- la grandezza dell'impresa perde la sua rilevanza statistica;

- la longevità dell'azienda, prima significativa solo nei modelli M109 e M110, acquisisce rilevanza statistica in tutte le specifiche M112-114, con coefficienti negativi e *p-value* inferiore a 0.10.

Tabella 59: Regressioni massa critica con market leverage sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese pubbliche		
	M97	M98	M99
D1	0.040 (0.038)		
D2		0.067** (0.026)	
D3			-0.061 (0.038)
b_size	-0.011 (0.011)	-0.012 (0.011)	-0.010 (0.011)
CEO_Chair	0.030 (0.051)	0.022 (0.044)	-0.006 (0.064)
CEO_tenure	0.000 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
controlling_share	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
firm_size	0.096* (0.055)	0.090 (0.056)	0.114** (0.053)
ROA	-0.729** (0.267)	-0.759*** (0.268)	-0.815** (0.302)
firm_risk	0.373 (0.217)	0.484** (0.214)	0.550** (0.252)
current_ratio	0.020 (0.013)	0.014 (0.014)	0.019 (0.013)
tangibility	-0.100 (0.115)	-0.147 (0.113)	-0.106 (0.123)
nondebt_taxshield	-0.096 (0.536)	-0.106 (0.493)	0.106 (0.528)
MtB	-0.059*** (0.020)	-0.055*** (0.019)	-0.055*** (0.017)
age	-0.003 (0.052)	-0.017 (0.052)	0.035 (0.059)
Constant	-0.080 (0.477)	0.059 (0.549)	-0.342 (0.445)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.394	0.399	0.405
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 60: Regressioni massa critica con market leverage sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

market_leverage	Imprese pubbliche		
	M100	M101	M102
D1	0.018 (0.026)		
D2		0.064*** (0.021)	
D3			-0.054*** (0.018)
b_size	-0.010 (0.010)	-0.011 (0.009)	-0.009 (0.010)
CEO_Chair	0.070 (0.044)	0.053 (0.038)	0.060 (0.045)
CEO_tenure	-0.004* (0.002)	0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)
controlling_share	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
firm_size	0.009 (0.074)	0.014 (0.074)	0.014 (0.074)
ROA	-0.520** (0.237)	0.567** (0.243)	-0.560** (0.248)
firm_risk	0.468** (0.191)	0.550** (0.203)	0.577** (0.208)
current_ratio	0.018 (0.014)	0.016 (0.014)	0.017 (0.014)
tangibility	-0.044 (0.110)	-0.073 (0.109)	-0.058 (0.115)
nondebt_taxshield	0.031 (0.618)	0.123 (0.620)	-0.020 (0.675)
MtB	-0.032*** (0.009)	0.030*** (0.009)	-0.030*** (0.009)
age	-0.028 (0.061)	-0.026 (0.061)	-0.031 (0.063)
Constant	0.513 (0.612)	0.494 (0.604)	0.486 (0.598)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.521	0.534	0.527
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 61: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese pubbliche		
	M103	M104	M105
D1	-0.007 (0.017)		
D2		0.037*** (0.009)	
D3			-0.006 (0.023)
b_size	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)
CEO_Chair	0.019 (0.026)	0.014 (0.023)	0.015 (0.036)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
controlling_share	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
firm_size	0.045 (0.031)	0.050 (0.033)	0.050 (0.030)
ROA	-0.273*** (0.077)	-0.288*** (0.082)	-0.281*** (0.087)
firm_risk	-0.116 (0.146)	-0.072 (0.154)	-0.105 (0.155)
current_ratio	0.011* (0.006)	0.011 (0.006)	0.012* (0.006)
tangibility	0.247*** (0.068)	0.235*** (0.070)	0.252*** (0.069)
nondebt_taxshield	-0.620* (0.300)	-0.624** (0.275)	-0.599** (0.285)
MtB	0.006 (0.006)	0.007 (0.005)	0.006 (0.005)
age	0.030 (0.031)	0.026 (0.032)	0.035 (0.037)
Constant	-0.322 (0.261)	-0.349 (0.256)	-0.387* (0.221)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.235	0.256	0.235
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 62: Regressioni massa critica con rapporto di indebitamento finanziario sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

leverage_gen	Imprese pubbliche		
	M106	M107	M108
D1	-0.007 (0.012)		
D2		0.036*** (0.010)	
D3			-0.021 (0.017)
b_size	-0.004 (0.006)	-0.005 (0.005)	-0.004 (0.006)
CEO_Chair	0.035 (0.030)	0.026 (0.028)	0.031 (0.032)
CEO_tenure	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.001)
controlling_share	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
firm_size	0.023 (0.038)	0.033 (0.039)	0.031 (0.038)
ROA	-0.197** (0.076)	-0.225** (0.081)	-0.214** (0.080)
firm_risk	-0.118 (0.151)	-0.093 (0.156)	-0.092 (0.163)
current_ratio	0.008 (0.006)	0.009 (0.006)	0.009 (0.007)
tangibility	0.266*** (0.082)	0.259*** (0.082)	0.268*** (0.085)
nondebt_taxshield	-0.917*** (0.285)	-0.940*** (0.254)	-1.000*** (0.275)
MtB	0.012** (0.005)	0.012** (0.005)	0.012** (0.005)
age	0.005 (0.040)	0.001 (0.041)	-0.000 (0.041)
Constant	-0.059 (0.306)	-0.103 (0.293)	-0.097 (0.291)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.306	0.325	0.310
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 63: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sulle imprese pubbliche senza effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese pubbliche		
	M109	M110	M111
D1	0.007 (0.015)		
D2		0.018* (0.010)	
D3			-0.015 (0.022)
b_size	-0.009 (0.005)	-0.009 (0.005)	-0.009 (0.005)
CEO_Chair	-0.009 (0.023)	-0.011 (0.021)	-0.018 (0.034)
CEO_tenure	-0.002* (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002* (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.080*** (0.027)	0.080** (0.029)	0.086*** (0.025)
ROA	-0.357*** (0.091)	-0.365*** (0.098)	-0.378*** (0.105)
firm_risk	-0.129 (0.201)	-0.101 (0.199)	-0.087 (0.206)
current_ratio	-0.024*** (0.008)	-0.025** (0.009)	-0.024** (0.009)
tangibility	-0.304*** (0.074)	-0.315*** (0.073)	-0.305*** (0.076)
nondebt_taxshield	-1.055*** (0.290)	-1.058*** (0.282)	-1.005*** (0.304)
MtB	0.016** (0.007)	0.017** (0.007)	0.017** (0.007)
age	-0.048* (0.026)	-0.051** (0.025)	-0.038 (0.032)
Constant	0.536* (0.265)	0.560* (0.303)	0.461* (0.227)
Year Fixed Effect	No		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.456	0.459	0.460
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

Tabella 64: Regressioni massa critica con debt to asset ratio sulle imprese pubbliche con effetti fissi temporali

debt_ratio	Imprese pubbliche		
	M112	M113	M114
D1	0.001 (0.011)		
D2		0.020** (0.007)	
D3			-0.008 (0.020)
b_size	-0.010** (0.005)	-0.010** (0.004)	-0.010** (0.004)
CEO_Chair	0.002 (0.029)	-0.003 (0.028)	0.001 (0.031)
CEO_tenure	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.044 (0.038)	0.047 (0.039)	0.045 (0.038)
ROA	-0.288*** (0.092)	-0.303*** (0.099)	-0.294*** (0.096)
firm_risk	-0.204 (0.223)	-0.184 (0.224)	-0.190 (0.233)
current_ratio	-0.025*** (0.008)	-0.026*** (0.008)	-0.025*** (0.008)
tangibility	-0.249*** (0.075)	-0.255*** (0.076)	-0.250*** (0.076)
nondebt_taxshield	-1.222*** (0.240)	-1.211*** (0.237)	-1.234*** (0.246)
MtB	0.023*** (0.007)	0.023*** (0.007)	0.023*** (0.007)
age	-0.060* (0.030)	-0.060* (0.030)	-0.061* (0.029)
Constant	0.859** (0.337)	0.845** (0.339)	0.853** (0.337)
Year Fixed Effect	Yes		
Standard error robusti	Yes		
Osservazioni	298	298	298
Numero imprese	23	23	23
R ² -within	0.548	0.553	0.548
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01		

6.3.9 Analisi aggiuntiva: confronto tra pre e post Legge Golfo-Mosca

Per concludere il presente elaborato e offrire una panoramica complessiva dell'impatto delle donne sulla struttura del capitale, è stato ritenuto opportuno effettuare un'ulteriore divisione del campione, questa volta su base temporale, distinguendo gli anni prima e quelli dopo rispetto a uno specifico: il 2012. Quest'ultimo rappresenta l'anno in cui è entrata in vigore della legge Golfo-Mosca, la quale ha introdotto un mutamento esogeno nella composizione dell'organo amministrativo.

L'introduzione di questa suddivisione temporale permette di valutare se la relazione tra presenza femminile e scelte di indebitamento si sia modificata, a seguito dell'introduzione di un obbligo legale. Trattandosi di un'indagine integrativa rispetto alle specificazioni principali, le regressioni sono state effettuate con il modello econometrico base adottato nel presente lavoro, ossia quello con i soli effetti fissi d'impresa.

6.3.9.1 Campione complessivo

L'analisi condotta sul *market leverage* per il campione totale (Tabella 65) evidenzia una differenza tra il periodo precedente e quello successivo all'introduzione delle quote di genere. Nei modelli M115-117, che si focalizzano sugli anni antecedenti al 2012, nessuna delle variabili indipendenti risulta significativa; la presenza femminile totale presenta un coefficiente negativo ($\beta = -0.175$), come anche la quota di donne con deleghe esecutive ($\beta = -0.466$) e quella di amministratrici indipendenti ($\beta = -0.025$). La situazione cambia quando si osservano i modelli M118-120: nel periodo successivo alla legge Golfo-Mosca, sia la percentuale totale di amministratrici ($\beta = -0.103$) sia quella di indipendenti ($\beta = -0.101$) influiscono sistematicamente sul *market leverage* ($p < 0.10$), inducendo a una sua diminuzione. Ciò suggerisce che, mentre prima le donne non avevano il potere di influire sulle scelte del *board*, perché poche e isolate, dopo l'introduzione della legge, esse tendono a mutare il processo decisionale. Di fatto, le amministratrici spingerebbero verso politiche di finanziamento più prudenti e conservative, coerentemente con l'avversione al rischio che caratterizza il genere femminile. È plausibile che, oltre a tale aspetto, influisca una valutazione positiva del mercato, che porta a una diminuzione del *market leverage*, per l'adempimento agli obblighi imposti dalla legge Golfo-Mosca.

Quanto alle variabili di controllo, quelle che rimangono influenti nel periodo pre e post legge Golfo-Mosca, sono grandezza d'impresa, ROA e *Market to Book ratio*, che mantengono segni coerenti con le regressioni finora analizzate sul *market leverage*. Vi

sono però delle variabili che impattano in maniera differente a seconda che si guardino i due sottocampioni, suggerendo che emergono nuove dinamiche:

- l'età dell'impresa, che nei modelli M115-117 presenta un coefficiente positivo e significatività all'1%, subisce un'inversione del segno e perde rilevanza statistica nelle altre specifiche, ad eccezione di M119 dove ha un *p-value* inferiore a 0.10. Ciò suggerisce che la composizione dei *board* e, in particolare, l'aumento della presenza femminile, possano aver attenuato l'influenza dell'età sulla struttura finanziaria, rendendo altri fattori di *governance* più rilevanti nella sua determinazione;
- la dimensione del consiglio diventa significativa nei modelli M118-120, con un coefficiente negativo e livello di significatività al 10%. In concomitanza con una maggior apertura alla *gender diversity*, si è consolidata una tendenza verso meccanismi di monitoraggio più stringenti e scelte più caute;
- la CEO *tenure* assume rilevanza statistica nel periodo successivo l'entrata in vigore della legge, con significatività al 10% e coefficienti negativi, che suggeriscono una propensione alla diminuzione della leva da parte dell'amministratore delegato;
- il rischio d'impresa e il *current ratio* emergono come determinanti, presentando rispettivamente una relazione positiva ($p < 0.10$) e una negativa ($p < 0.01$) con il *market leverage*.

I cambiamenti osservati potrebbero essere un riflesso della maggiore attenzione delle amministratrici ai fattori finanziari tradizionali: l'incremento della quota femminile potrebbe aver contribuito a rendere più influenti variabili quali rischio e liquidità, favorendo decisioni più coerenti con le caratteristiche strutturali dell'impresa.

I risultati sulla diversità di genere sembrano invertirsi considerando le altre due misure di struttura del capitale.

Partendo dal rapporto di indebitamento finanziario (*Tabella 66*), si nota una significatività al 10% della variabile *perc_female*, mentre all'1% di *perc_fex* nei modelli M121-123: ciò implica che la percentuale di donne e di amministratrici esecutive tendono a ridurre tale misura contabile del *leverage*, come dimostrano i coefficienti negativi (rispettivamente pari a -0.224 e -0.561). Al contrario, dopo l'introduzione della legge Golfo-Mosca, nessuna delle variabili di genere risulta significativa. Queste evidenze suggeriscono che, sebbene prima delle quote di genere, le donne fossero in numero limitato nel *board*, avevano il

potere di influire sistematicamente sulle decisioni della leva contabile. La loro presenza non era frutto di un obbligo legislativo al quale le imprese quotate hanno dovuto adempiere, ma l'espressione di una scelta endogena. L'entrata in vigore della legge Golfo-Mosca ha mutato questi risultati: il numero di donne nei *board* è aumentato, ma non si può dire lo stesso del loro impatto sulle scelte del consiglio. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che le imprese si siano limitate a rispettare i vincoli imposti, senza considerare effettivamente le donne nel processo decisionale. Questo fenomeno potrebbe indicare il passaggio da una presenza sostanziale a una più formale.

Tuttavia, è bene osservare il comportamento delle variabili di controllo: nel periodo antecedente la legge, solo il ROA influiva negativamente ($p < 0.01$) sul rapporto di indebitamento finanziario. Osservando invece i modelli M124-126, emergono ulteriori determinanti: la CEO *tenure*, la grandezza dell'impresa e la liquidità, i cui segni sono già stati commentati. Ciò potrebbe significare che, anche in assenza di un effetto diretto sul *leverage*, la presenza femminile potrebbe aver reso più rilevanti indirettamente altri fattori strutturali e di *governance*, contribuendo a decisioni più coerenti con le caratteristiche delle imprese.

Per il *debt to asset ratio* (Tabella 67), valgono le stesse considerazioni fatte per la variabile dipendente precedete, sia per quanto riguarda la presenza femminile, sia per l'impatto dei determinanti tradizionali della struttura del capitale. Di fatto, anche in questo caso, le amministratrici esecutive esercitano un impatto negativo ($\beta = 0.471$) e significativo ($p < 0.01$) nel periodo precedente l'entrata in vigore delle quote di genere. In quello successivo, invece, esse perdono rilevanza statistica e dunque, nessuna delle variabili indipendenti impatta in maniera sistematica sulle scelte di indebitamento.

Quanto alle variabili di controllo, i risultati coerenti tra i due periodi, per significatività e segno, sono quelli relativi a ROA, liquidità e tangibilità. Emergono poi ulteriori determinanti nei modelli M130-132: dimensione del *board* e CEO *tenure*, con impatto negativo, rischio e grandezza d'impresa, con legame positivo.

Dopo aver commentato i risultati sul campione totale, per un'analisi più capillare e per le motivazioni illustrate nel capitolo 6.3.6, è necessario esaminare separatamente imprese private e pubbliche.

Tabella 65: Regressioni con market leverage pre e post legge Golfo-Mosca sul campione intero

market_leverage	Prima della Legge Golfo-Mosca			Dopo la Legge Golfo-Mosca		
	M115	M116	M117	M118	M119	M120
perc_female	-0.175 (0.153)			-0.103* (0.056)		
perc_fex		-0.466 (0.322)			0.087 (0.157)	
perc_find			-0.025 (0.203)			-0.101* (0.060)
b_size	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.006)	-0.007* (0.004)	-0.007* (0.004)	-0.008* (0.004)
CEO_Chair	0.034 (0.024)	0.035 (0.023)	0.032 (0.024)	0.023 (0.018)	0.024 (0.017)	0.025 (0.018)
CEO_tenure	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.002* (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002* (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.081*** (0.028)	0.086*** (0.028)	0.079*** (0.028)	0.107*** (0.024)	0.104*** (0.024)	0.107*** (0.024)
ROA	-1.154*** (0.164)	-1.160*** (0.166)	-1.149*** (0.164)	-0.316*** (0.083)	-0.319*** (0.083)	-0.318*** (0.083)
firm_risk	0.204 (0.228)	0.229 (0.250)	0.229 (0.247)	0.287* (0.159)	0.284* (0.161)	0.285* (0.160)
current_ratio	-0.010 (0.021)	-0.009 (0.022)	-0.010 (0.022)	-0.038*** (0.011)	-0.039*** (0.011)	-0.038*** (0.011)
tangibility	0.072 (0.115)	0.069 (0.113)	0.075 (0.114)	0.008 (0.112)	-0.008 (0.110)	0.001 (0.111)
nondebt_taxshield	0.099 (0.582)	0.102 (0.578)	0.110 (0.584)	0.516 (0.599)	0.488 (0.596)	0.524 (0.596)
MtB	-0.013* (0.007)	-0.013* (0.007)	-0.012* (0.007)	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.001)
age	0.342*** (0.084)	0.333*** (0.086)	0.336*** (0.086)	-0.067 (0.084)	-0.147* (0.074)	-0.080 (0.079)
Constant	-1.329*** (0.351)	-1.321*** (0.353)	-1.302*** (0.358)	0.092 (0.299)	0.413 (0.266)	0.143 (0.305)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	880	880	880	1296	1296	1296
Numero imprese	136	136	136	147	147	147
R ² -within	0.376	0.378	0.373	0.209	0.204	0.209
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

Tabella 66: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario pre e post legge Golfo-Mosca sul campione intero

leverage_gen	Prima della Legge Golfo-Mosca			Dopo la Legge Golfo-Mosca		
	M121	M122	M123	M124	M125	M126
perc_female	-0.224* (0.118)			-0.000 (0.049)		
perc_fex		-0.561*** (0.165)			-0.049 (0.100)	
perc_find			-0.001 (0.110)			0.017 (0.054)
b_size	-0.001 (0.005)	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.005)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)
CEO_Chair	0.014 (0.017)	0.014 (0.016)	0.011 (0.018)	0.005 (0.020)	0.005 (0.020)	0.005 (0.020)
CEO_tenure	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.021 (0.023)	0.026 (0.022)	0.019 (0.024)	0.080*** (0.021)	0.080*** (0.021)	0.079*** (0.021)
ROA	-0.597*** (0.138)	-0.605*** (0.141)	-0.591*** (0.139)	-0.310*** (0.067)	-0.310*** (0.067)	-0.311*** (0.067)
firm_risk	0.270 (0.183)	0.313 (0.217)	0.313 (0.217)	0.180 (0.173)	0.176 (0.172)	0.178 (0.173)
current_ratio	-0.012 (0.012)	-0.011 (0.012)	-0.012 (0.012)	-0.031*** (0.011)	-0.031*** (0.010)	-0.031*** (0.011)
tangibility	0.084 (0.098)	0.079 (0.090)	0.088 (0.101)	0.052 (0.087)	0.054 (0.087)	0.051 (0.087)
nondebt_taxshield	-0.233 (0.385)	-0.244 (0.383)	-0.239 (0.401)	0.500 (0.483)	0.496 (0.485)	0.493 (0.482)
MtB	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
age	0.081 (0.057)	0.067 (0.056)	0.069 (0.058)	-0.053 (0.073)	-0.054 (0.064)	-0.065 (0.069)
Constant	-0.136 (0.200)	-0.113 (0.197)	-0.086 (0.205)	0.058 (0.292)	0.060 (0.236)	0.105 (0.283)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	888	888	888	1305	1305	1305
Numero imprese	137	137	137	148	148	148
R ² -within	0.228	0.236	0.215	0.236	0.236	0.236
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

Tabella 67: Regressioni con debt to asset ratio pre e post legge Golfo-Mosca sul campione intero

debt_ratio	Prima della Legge Golfo-Mosca			Dopo la Legge Golfo-Mosca		
	M127	M128	M129	M130	M131	M132
perc_female	-0.132 (0.083)			0.029 (0.048)		
perc_fex		-0.471*** (0.147)			-0.083 (0.097)	
perc_find			-0.050 (0.144)			0.050 (0.048)
b_size	-0.012 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.031*** (0.004)	-0.008** (0.004)	-0.008** (0.004)
CEO_Chair	0.011 (0.024)	0.012 (0.024)	0.009 (0.024)	-0.002 (0.023)	-0.003 (0.023)	-0.003 (0.023)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.017 (0.027)	-0.012 (0.028)	-0.018 (0.028)	0.056** (0.025)	0.057** (0.025)	0.055** (0.025)
ROA	-0.515*** (0.116)	-0.524*** (0.118)	-0.513*** (0.117)	-0.472*** (0.083)	-0.472*** (0.083)	-0.472*** (0.083)
firm_risk	0.303 (0.200)	0.329 (0.203)	0.326 (0.198)	0.354* (0.208)	0.351* (0.205)	0.353* (0.207)
current_ratio	-0.057*** (0.016)	-0.057*** (0.017)	-0.058*** (0.017)	-0.050*** (0.012)	-0.049*** (0.012)	-0.050*** (0.012)
tangibility	-0.196** (0.085)	-0.201** (0.080)	-0.195** (0.086)	-0.256*** (0.090)	-0.250*** (0.090)	-0.255*** (0.090)
nondebt_taxshield	-0.217 (0.412)	-0.225 (0.408)	-0.212 (0.421)	0.698 (0.432)	0.701 (0.432)	0.688 (0.431)
MtB	-0.000 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.000 (0.003)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
age	0.145 (0.094)	0.136 (0.094)	0.140 (0.097)	-0.036 (0.094)	-0.014 (0.080)	-0.046 (0.090)
Constant	0.477* (0.272)	0.484* (0.272)	0.498* (0.283)	0.706* (0.369)	0.619** (0.299)	0.750** (0.355)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	888	888	888	1308	1308	1308
Numero imprese	137	137	137	149	149	149
R ² -within	0.323	0.332	0.319	0.291	0.291	0.293
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

6.3.9.2 Imprese private

Per quanto riguarda il sottocampione delle imprese private, si nota che i risultati delle regressioni presentano un andamento simile rispetto a quelli esaminati nel campione complessivo.

Per quanto riguarda il *market leverage* (Tabella 68), prima della legge Golfo-Mosca, nessuna delle variabili di *gender diversity* risultata statisticamente significativa. Si nota una tendenza alla riduzione delle misure di indebitamento per le variabili perc_female ($\beta = -0.108$), perc_fex ($\beta = -0.482$) e perc_femfam ($\beta = -0.179$), mentre una all'aumento per le amministratrici indipendenti ($\beta = 0.205$); tuttavia, non si può parlare di un impatto economico reale. Dopo l'introduzione delle quote di genere, invece, emerge la significatività della percentuale totale di donne: esse hanno una relazione negativa ($\beta = -0.100$) e significativa ($p < 0.10$). Le restanti variabili rimangono non significative, anche se si manifesta un'inversione del segno per tutte e tre le misure.

I principali determinanti del *market leverage* per le imprese private sono la grandezza dell'impresa, il ROA, il *current ratio* e il *Market to Book ratio*, i cui segni sono coerenti con quanto finora riscontrato. Si segnala inoltre che l'età dell'impresa, prima della legge Golfo-Mosca, presentava una relazione positiva e significativa ($p < 0.01$), ma perde rilevanza statistica, con annessa variazione di segno dei coefficienti, dopo l'introduzione delle quote rosa. La dimensione del consiglio risulta significativa solo nel modello M139, indicando un effetto debole o circoscritto al contesto specifico di quella regressione.

Esaminando la Tabella 69, relativa al rapporto di indebitamento finanziario, emerge la significatività delle sole amministratrici esecutive nel periodo pre-legge: la variabile perc_fex presenta una relazione negativa ($\beta = -0.570$) e significativa all'1%. Nei modelli M145-148, nonostante l'aumento del numero di donne nei *board*, la loro presenza non genera un impatto sistematico sulle scelte di indebitamento. Lo stesso andamento si verifica per il *debt to asset ratio* (Tabella 70): la sola variabile indipendente significativa è perc_fex ($\beta = -0.468$; $p < 0.01$) e tale rilevanza statistica risale agli anni precedenti la legge Golfo-Mosca. Alla luce di ciò, per le imprese private, vale la stessa interpretazione data per il campione complessivo: si osserva il passaggio da una presenza effettiva e significativa delle donne, a una formale imposta da un intervento normativo. Anche in questo caso, però, la presenza femminile potrebbe aver reso indirettamente più influenti altre variabili

considerate, contribuendo a decisioni sulla struttura del capitale più allineate con le caratteristiche delle imprese:

- osservando i risultati sul rapporto di indebitamento finanziario, la sola variabile significativa nel periodo pre-legge risulta il ROA, con un impatto negativo. Ad essa, nei modelli M145-148, si aggiungono CEO *tenure*, grandezza d'impresa e *current ratio*;
- i fattori determinanti per il *debt to asset ratio* prima della legge Golfo-Mosca erano ROA, *current ratio* e tangibilità, con segni dei coefficienti negativi per tutte e tre le misure. Dopo la legge, a queste variabili significative, si aggiungono dimensione del *board* e grandezza dell'impresa. Per quanto riguarda la CEO *tenure*, essa ha una relazione negativa e significativa ($p < 0.10$) solo nei modelli M153 e M156.

È bene ora effettuare una considerazione sulla percentuale di donne con legami familiari con l'azionista o la famiglia di controllo. Per il *market leverage* e per il rapporto di indebitamento finanziario, essa non risulta significativa nella presente analisi, mentre impatta in modo sistematico nell'esame globale delle imprese private. Ciò può essere spiegato considerando che la frammentazione temporale del campione potrebbe non cogliere le politiche finanziarie influenzate dalla famiglia di controllo, che richiedono una serie storica più estesa per emergere. Di fatto, l'influenza delle amministratrici "familiari" sulla struttura del capitale potrebbe non essere un fenomeno transitorio o legato a singoli eventi normativi, bensì una caratteristica strutturale e continua della gestione familiare.

Tabella 68: Regressioni con market leverage pre e post legge Golfo-Mosca sulle imprese private

market_leverage	Imprese private							
	Prima della legge Golfo-Mosca				Dopo la legge Golfo-Mosca			
	M133	M134	M135	M136	M137	M138	M139	M140
perc_female	-0.108 (0.172)				-0.100* (0.060)			
perc_fex		-0.482 (0.296)				0.058 (0.164)		
perc_find			0.205 (0.254)				-0.110 (0.069)	
perc_femfam				-0.179 (0.253)				0.238 (0.177)
b_size	-0.010 (0.007)	-0.011 (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.007 (0.004)	-0.007 (0.004)	-0.007* (0.004)	-0.007 (0.004)
CEO_Chair	0.037 (0.026)	0.038 (0.025)	0.035 (0.026)	0.037 (0.026)	0.013 (0.017)	0.014 (0.017)	0.016 (0.017)	0.016 (0.017)
CEO_tenure	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
firm_size	0.090*** (0.029)	0.097*** (0.029)	0.089*** (0.030)	0.090*** (0.030)	0.102*** (0.025)	0.099*** (0.025)	0.103*** (0.025)	0.099*** (0.025)
ROA	-1.078*** (0.162)	-1.086*** (0.163)	-1.064*** (0.160)	-1.072*** (0.159)	-0.289*** (0.088)	-0.293*** (0.088)	-0.291*** (0.088)	-0.298*** (0.089)
firm_risk	0.185 (0.239)	0.201 (0.257)	0.190 (0.255)	0.175 (0.232)	0.203 (0.167)	0.203 (0.170)	0.205 (0.169)	0.191 (0.170)
current_ratio	-0.048* (0.028)	-0.049* (0.028)	-0.049* (0.028)	-0.048* (0.028)	-0.042*** (0.012)	-0.043*** (0.012)	-0.042*** (0.012)	-0.043*** (0.012)
tangibility	0.036 (0.123)	0.027 (0.119)	0.041 (0.123)	0.046 (0.124)	0.048 (0.126)	0.030 (0.125)	0.040 (0.126)	0.028 (0.124)
nondebt_taxshield	0.000 (0.673)	0.003 (0.662)	-0.010 (0.674)	0.002 (0.670)	0.503 (0.621)	0.475 (0.618)	0.514 (0.619)	0.474 (0.615)
MtB	-0.012* (0.007)	-0.013* (0.007)	-0.012* (0.007)	-0.012* (0.007)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)
age	0.298*** (0.104)	0.291*** (0.105)	0.287*** (0.108)	0.293*** (0.104)	-0.046 (0.107)	-0.126 (0.092)	-0.051 (0.101)	-0.127 (0.093)
Constant	-1.098*** (0.416)	-1.105*** (0.416)	-1.057** (0.429)	-1.079** (0.418)	0.061 (0.374)	0.379 (0.309)	0.07 (0.369)	0.369 (0.308)
Year Fixed Effect	No							
Std error robusti	Yes							
Osservazioni	768	768	768	768	1110	1110	1110	1110
Numero imprese	119	119	119	119	127	127	127	127
R ² -within	0.381	0.386	0.381	0.382	0.22	0.215	0.221	0.219
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01							

Tabella 69: Regressioni rapporto di indebitamento finanziario pre e post legge Golfo-Mosca su imprese private

leverage_gen	Imprese private							
	Prima della legge Golfo-Mosca				Dopo la legge Golfo-Mosca			
	M141	M142	M143	M144	M145	M146	M147	M148
perc_female	-0.204 (0.139)				0.002 (0.060)			
perc_fex		-0.570*** (0.178)				-0.055 (0.107)		
perc_find			0.118 (0.123)				0.018 (0.066)	
perc_femfam				-0.334 (0.213)				0.163 (0.100)
b_size	-0.001 (0.005)	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)
CEO_Chair	0.017 (0.019)	0.017 (0.018)	0.014 (0.020)	0.017 (0.020)	0.004 (0.022)	0.004 (0.022)	0.004 (0.022)	0.005 (0.022)
CEO_tenure	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)
controlling_share	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	0.029 (0.028)	0.037 (0.026)	0.028 (0.029)	0.028 (0.029)	0.083*** (0.022)	0.083*** (0.022)	0.082*** (0.022)	0.082*** (0.021)
ROA	-0.569*** (0.140)	-0.576*** (0.141)	-0.557*** (0.139)	-0.561*** (0.137)	-0.326*** (0.075)	-0.326*** (0.074)	-0.326*** (0.074)	-0.329*** (0.074)
firm_risk	0.268 (0.195)	0.306 (0.229)	0.307 (0.230)	0.265 (0.187)	0.182 (0.190)	0.178 (0.189)	0.181 (0.190)	0.177 (0.189)
current_ratio	-0.029 (0.020)	-0.030 (0.020)	-0.031 (0.020)	-0.029 (0.020)	-0.034*** (0.011)	-0.034*** (0.011)	-0.034*** (0.011)	-0.034*** (0.011)
tangibility	0.050 (0.114)	0.040 (0.103)	0.053 (0.117)	0.068 (0.119)	0.017 (0.096)	0.020 (0.096)	0.016 (0.096)	0.014 (0.096)
nondebt_taxshield	-0.035 (0.443)	-0.039 (0.430)	-0.055 (0.452)	-0.054 (0.441)	0.476 (0.498)	0.473 (0.501)	0.470 (0.497)	0.477 (0.501)
MtB	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.000)
age	0.053 (0.073)	0.039 (0.070)	0.035 (0.075)	0.040 (0.070)	-0.035 (0.092)	-0.035 (0.078)	-0.047 (0.087)	-0.033 (0.078)
Constant	-0.030 (0.239)	-0.013 (0.234)	0.041 (0.243)	0.024 (0.234)	0.022 (0.356)	0.020 (0.277)	0.068 (0.347)	0.007 (0.277)
Year Fixed Fffect	No							
Std error robusti	Yes							
Osservazioni	776	776	776	776	1119	1119	1119	1119
Numero imprese	120	120	120	120	128	128	128	128
R ² -within	0.234	0.246	0.225	0.238	0.249	0.249	0.249	0.252
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01							

Tabella 70: Regressioni con debt to asset ratio pre e post legge Golfo-Mosca sulle imprese private

debt_ratio	Imprese private							
	Prima della legge Golfo-Mosca				Dopo la legge Golfo-Mosca			
	M149	M150	M151	M152	M153	M154	M155	M156
perc_female	-0.114 (0.091)				0.035 (0.060)			
perc_fex		-0.468*** (0.148)				-0.080 (0.104)		
perc_find			0.006 (0.168)				0.053 (0.061)	
perc_femfam				-0.105 (0.113)				0.135 (0.121)
b_size	-0.005 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.009* (0.005)	-0.009* (0.005)	-0.008* (0.004)	-0.009* (0.005)
CEO_Chair	0.015 (0.025)	0.016 (0.024)	0.013 (0.025)	0.014 (0.025)	-0.003 (0.025)	-0.004 (0.025)	-0.004 (0.025)	-0.002 (0.025)
CEO_tenure	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001* (0.001)
controlling_share	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
firm_size	-0.014 (0.030)	-0.008 (0.030)	-0.015 (0.031)	-0.015 (0.030)	0.053** (0.027)	0.055** (0.027)	0.052* (0.027)	0.054** (0.027)
ROA	-0.469*** (0.115)	-0.477*** (0.117)	-0.464*** (0.115)	-0.464*** (0.115)	-0.482*** (0.090)	-0.481*** (0.090)	-0.482*** (0.090)	-0.484*** (0.089)
firm_risk	0.291 (0.203)	0.313 (0.207)	0.311 (0.203)	0.299 (0.203)	0.381 (0.236)	0.376 (0.233)	0.379 (0.236)	0.379 (0.234)
current_ratio	-0.077*** (0.027)	-0.078*** (0.027)	-0.078*** (0.027)	-0.078*** (0.027)	-0.053*** (0.014)	-0.052*** (0.014)	-0.053*** (0.014)	-0.052*** (0.014)
tangibility	-0.216** (0.091)	-0.225*** (0.084)	-0.216** (0.093)	-0.210** (0.093)	-0.241** (0.102)	-0.232** (0.102)	-0.239** (0.102)	-0.238** (0.102)
nondebt_taxshield	0.052 (0.466)	0.047 (0.456)	0.054 (0.476)	0.047 (0.467)	0.631 (0.456)	0.636 (0.457)	0.622 (0.456)	0.641 (0.457)
MtB	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
age	0.128 (0.116)	0.120 (0.116)	0.121 (0.120)	0.121 (0.116)	-0.024 (0.121)	0.002 (0.100)	-0.032 (0.115)	0.005 (0.101)
Constant	0.556 (0.343)	0.558 (0.344)	0.584 (0.357)	0.585* (0.344)	0.692 (0.461)	0.588 (0.362)	0.731 (0.444)	0.575 (0.362)
Year Fixed Effect	No							
Std error robusti	Yes							
Osservazioni	776	776	776	776	1122	1122	1122	1122
Numero imprese	120	120	120	120	129	129	129	129
R ² -within	0.329	0.34	0.326	0.328	0.299	0.299	0.3	0.3
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01							

6.3.9.3 Imprese pubbliche

L'analisi delle imprese pubbliche sembra confermare ciò che è stato ritrovato finora: si aveva un maggiore impatto delle donne sulla struttura del capitale prima della legge Golfo-Mosca.

Andando con ordine, per quanto riguarda il *market leverage* (Tabella 71), in tutti e due i sottocampioni temporali esaminati, non emerge significatività delle variabili indipendenti. Per le imprese pubbliche, dunque, il *market leverage* non è sistematicamente condizionato dalla presenza delle donne nei *board*, né dal loro ruolo, né dalla loro numerosità.

Si evidenzia come, per le imprese a partecipazione statale, nel periodo precedente l'entrata in vigore della legge Golfo-Mosca, la percentuale di amministratrici esecutive sia pari a zero per la quasi totalità delle osservazioni; ciò si comprende dal coefficiente che risulta "omitted" e dall'analisi pregressa, effettuata nel capitolo 6.3.6, dove la quota di donne con deleghe esecutive era pari a 0,24% e dunque, quasi nulla.

Anche in questo caso, si notano dei cambiamenti sostanziali nella significatività di alcune variabili tra i due periodi considerati: la sola relazione stabile è quella del ROA, che presenta coefficienti negativi. Le relazioni significative di dimensione, età dell'impresa e *Market to Book ratio* perdono rilevanza statistica nel passaggio dal periodo antecedente a quello successivo la legge Golfo-Mosca. Permane una significatività marginale ($p < 0.10$) solo dell'età dell'impresa nel modello M161; in tale specifica, essa presenta una relazione negativa, mentre nei modelli M157-159 ha un impatto negativo. Al contrario, nelle specifiche M160-162, emerge la significatività ($p < 0.01$) della variabile CEO_Chair, la quale presenta coefficienti positivi.

Le due misure contabili del *leverage*, ossia il rapporto di indebitamento finanziario (Tabella 72) e il *debt to asset ratio* (Tabella 73), presentano risultati simili sulle variabili indipendenti. Di fatto, per entrambe, negli anni che vanno dal 2000 al 2011, le variabili perc_female e perc_find risultano significative con un *p-value* inferiore a 0.01 e generano un impatto moderatore, portando alla riduzione del *leverage*, come testimoniano i coefficienti negativi. Al contrario, dopo la legge Golfo-Mosca, nessuna delle variabili indipendenti risulta significativa. Anche per le imprese pubbliche, quindi, le donne sembrano avere maggiori capacità di influenzare le decisioni sulla struttura del capitale

quando la loro presenza era espressione delle decisioni interne, piuttosto che frutto di un obbligo normativo.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, osservando i risultati di *leverage_gen*, si nota una certa instabilità nelle relazioni significative, probabilmente dovuta alla ridotta numerosità campionaria presente nei due sottoperiodi. Di fatto, negli anni che vanno dal 2000 al 2011, le variabili influenti in tutti e tre i modelli (M163-165) sono: ROA, tangibilità, *non debt tax shield* ed età dell'impresa. Vi sono poi dei fattori che presentano significatività solo in alcune delle tre specifiche; in particolare la *CEO chair duality* e la concentrazione della proprietà, con relazione rispettivamente negativa e positiva, sono significativi solo nei modelli M163 e M165, mentre il *Market to Book ratio* è significativo nelle specifiche M163 e M164. Nel periodo post-legge, invece, continua ad avere rilevanza statistica la tangibilità ($p < 0.10$), si stabilizza la relazione della *CEO chair duality* che diventa significativa in tutte e tre le specifiche (M166-168) e permane la significatività marginale del *Market to Book ratio* in M166 e M167. Tutte le altre variabili non risultano influenti sul rapporto di indebitamento finanziario.

Quanto ai determinanti del *debt to asset ratio*, anche in questo caso si evidenzia una certa discontinuità tra i due periodi. Negli anni che vanno dal 2000 al 2011, risultano significative: dimensione del *board* (solo in M169 e M171), *CEO chair duality*, *CEO tenure*, grandezza dell'impresa, ROA, rischio operativo, liquidità, tangibilità, *non debt tax shield*, *Market to Book ratio* (in M169 e M171) ed età dell'impresa. Nel periodo successivo la legge Golfo-Mosca, molte di queste variabili perdono rilevanza statistica; rimangono significative solo: *CEO chair duality* e ROA (solo in M173), *current ratio*, tangibilità e *Market to Book ratio*.

Tabella 71: Regressioni con market leverage pre e post legge Golfo-Mosca sulle imprese pubbliche

market_leverage	Imprese pubbliche					
	Prima della legge Golfo-Mosca			Dopo la legge Golfo-Mosca		
	M157	M158	M159	M160	M161	M162
perc_female	-0.414 (0.256)			-0.095 (0.104)		
perc_fex		(omitted)			0.108 (0.492)	
perc_find			-0.438 (0.287)			-0.052 (0.099)
b_size	0.007 (0.012)	0.009 (0.010)	0.006 (0.012)	-0.005 (0.012)	-0.007 (0.012)	-0.007 (0.012)
CEO_Chair	-0.065 (0.092)	-0.035 (0.086)	-0.074 (0.102)	0.129** (0.047)	0.133*** (0.042)	0.132*** (0.045)
CEO_tenure	-0.006 (0.006)	-0.005 (0.005)	-0.007 (0.006)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.003)
controlling_share	0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	-0.001 (0.004)	-0.000 (0.004)	-0.001 (0.004)
firm_size	0.137* (0.066)	0.126* (0.071)	0.139* (0.066)	0.078 (0.093)	0.065 (0.102)	0.067 (0.098)
ROA	-2.076*** (0.444)	-2.079*** (0.409)	-2.084*** (0.438)	-0.442* (0.250)	-0.429* (0.247)	-0.436* (0.246)
firm_risk	-0.419 (1.053)	-0.335 (1.052)	-0.344 (1.107)	0.603** (0.240)	0.591** (0.214)	0.584** (0.222)
current_ratio	0.039 (0.028)	0.042 (0.029)	0.040 (0.028)	-0.012 (0.014)	-0.013 (0.015)	-0.013 (0.016)
tangibility	-0.079 (0.291)	-0.054 (0.291)	-0.074 (0.294)	-0.262 (0.172)	-0.267 (0.169)	-0.271 (0.172)
nondebt_taxshield	0.045 (0.548)	-0.145 (0.560)	-0.019 (0.528)	0.141 (1.393)	0.192 (1.376)	0.128 (1.379)
MtB	-0.044** (0.015)	-0.048*** (0.015)	-0.047*** (0.016)	-0.047 (0.031)	-0.050 (0.035)	-0.048 (0.033)
age	0.299** (0.115)	0.269* (0.132)	0.300** (0.108)	-0.104 (0.103)	-0.155* (0.088)	-0.129 (0.097)
Constant	-1.790** (0.624)	-1.627** (0.705)	-1.795*** (0.607)	0.558 (0.737)	0.840 (0.901)	0.753 (0.858)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	112	112	112	186	186	186
Numero imprese	17	17	17	21	21	21
R ² -within	0.633	0.622	0.630	0.305	0.297	0.299
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

Tabella 72: Regressioni con rapporto di indebitamento finanziario pre e post legge Golfo-Mosca sulle imprese pubbliche

leverage_gen	Imprese pubbliche					
	Prima della legge Golfo-Mosca			Dopo la legge Golfo-Mosca		
	M163	M164	M165	M166	M167	M168
perc_female	-0.387*** (0.109)			0.003 (0.053)		
perc_fex		(omitted)			0.080 (0.127)	
perc_find			-0.526*** (0.113)			0.031 (0.060)
b_size	-0.003 (0.009)	-0.001 (0.007)	-0.005 (0.009)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)
CEO_Chair	-0.072** (0.031)	-0.044 (0.031)	-0.091** (0.035)	0.072* (0.040)	0.071* (0.039)	0.073* (0.039)
CEO_tenure	-0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.002 (0.003)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
controlling_share	0.002** (0.001)	0.002 (0.001)	0.002** (0.001)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
firm_size	0.046 (0.038)	0.036 (0.045)	0.051 (0.036)	0.064 (0.064)	0.065 (0.069)	0.062 (0.066)
ROA	-0.741*** (0.172)	-0.743** (0.260)	-0.750*** (0.169)	-0.194 (0.120)	-0.194 (0.121)	-0.191 (0.121)
firm_risk	0.277 (0.359)	0.356 (0.361)	0.345 (0.352)	-0.097 (0.276)	-0.089 (0.274)	-0.098 (0.277)
current_ratio	0.004 (0.010)	0.007 (0.012)	0.005 (0.009)	0.001 (0.007)	0.001 (0.007)	0.001 (0.007)
tangibility	0.156* (0.085)	0.179* (0.100)	0.155* (0.082)	0.276* (0.148)	0.277* (0.149)	0.279* (0.150)
nondebt_taxshield	-0.666** (0.283)	-0.844*** (0.269)	-0.693** (0.270)	-0.921 (1.156)	-0.877 (1.169)	-0.918 (1.148)
MtB	0.013* (0.006)	0.010* (0.005)	0.010 (0.006)	0.012* (0.007)	0.012* (0.007)	0.011 (0.007)
age	0.127*** (0.031)	0.099** (0.045)	0.136*** (0.026)	-0.075 (0.083)	-0.076 (0.074)	-0.087 (0.083)
Constant	-0.669** (0.267)	-0.517 (0.331)	-0.719** (0.260)	-0.084 (0.523)	-0.096 (0.586)	-0.041 (0.578)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	112	112	112	186	186	186
Numero imprese	17	17	17	21	21	21
R ² -within	0.498	0.440	0.511	0.210	0.210	0.212
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

Tabella 73: Regressioni con debt to asset ratio pre e post legge Golfo-Mosca sulle imprese pubbliche

debt_ratio	Imprese pubbliche					
	Prima della legge Golfo-Mosca			Dopo la legge Golfo-Mosca		
	M169	M170	M171	M172	M173	M174
perc_female	-0.226*** (0.051)			-0.029 (0.066)		
perc_fex		(omitted)			-0.179 (0.106)	
perc_find			-0.300*** (0.069)			0.010 (0.062)
b_size	-0.008* (0.004)	-0.007 (0.004)	-0.009* (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.006)
CEO_Chair	-0.166*** (0.042)	-0.150*** (0.042)	-0.176*** (0.042)	0.050 (0.033)	0.053* (0.030)	0.052 (0.031)
CEO_tenure	-0.007*** (0.002)	-0.006*** (0.002)	-0.007*** (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)
controlling_share	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
firm_size	0.078*** (0.020)	0.072** (0.025)	0.081*** (0.020)	0.066 (0.054)	0.059 (0.057)	0.061 (0.056)
ROA	-0.784*** (0.142)	-0.786*** (0.184)	-0.790*** (0.143)	-0.225 (0.131)	-0.222* (0.127)	-0.220 (0.129)
firm_risk	0.996* (0.483)	1.042** (0.471)	1.036** (0.474)	0.069 (0.300)	0.046 (0.295)	0.062 (0.298)
current_ratio	-0.035*** (0.006)	-0.033*** (0.007)	-0.034*** (0.006)	-0.021* (0.011)	-0.021* (0.011)	-0.021* (0.011)
tangibility	-0.367*** (0.061)	-0.354*** (0.068)	-0.368*** (0.062)	-0.394** (0.141)	-0.396*** (0.138)	-0.395*** (0.138)
nondebt_taxshield	-1.154*** (0.223)	-1.258*** (0.213)	-1.172*** (0.219)	-0.422 (0.905)	-0.522 (0.861)	-0.423 (0.881)
MtB	0.013* (0.007)	0.012* (0.006)	0.012 (0.007)	0.037*** (0.007)	0.036*** (0.009)	0.036*** (0.008)
age	0.097*** (0.013)	0.080*** (0.017)	0.102*** (0.012)	-0.088 (0.075)	-0.096 (0.067)	-0.107 (0.073)
Constant	0.079 (0.150)	0.168 (0.180)	0.053 (0.152)	0.771 (0.508)	0.859 (0.543)	0.873 (0.559)
Year Fixed Effect	No					
Standard error robusti	Yes					
Osservazioni	112	112	112	186	186	186
Numero imprese	17	17	17	21	21	21
R ² -within	0.755	0.739	0.757	0.423	0.423	0.421
Legend:	* p<0.1; **p<0.05; *** p<0.01					

Conclusioni

Il presente lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di analizzare l'impatto della presenza femminile nei Consigli di Amministrazione sulla struttura del capitale. Lo studio è stato condotto prendendo in esame un campione di 188 imprese quotate appartenenti al segmento Euronext Milan negli anni compresi tra il 2000 e il 2023. La rilevanza dell'arco temporale analizzato è un primo elemento degno di nota: esso permette di osservare i mutamenti nella composizione dei *board* italiani, a seguito dell'introduzione della legge Golfo-Mosca. Ciò che si osserva è l'effettiva riuscita, per lo meno a livello quantitativo, dell'intervento normativo. Di fatto, è stata evidenziata una risposta positiva delle aziende italiane a tale obbligo legale: a partire dal 2012, la percentuale di donne è incrementata notevolmente negli organi amministrativi. In particolare, sono aumentate le amministratrici che ricoprono il ruolo di indipendenti, con un compito quindi di monitoraggio; per quanto invece riguarda la gestione attiva dell'impresa, questa rimane una prerogativa prevalentemente maschile, data la presenza di poche donne con cariche esecutive.

Analizzando l'impatto delle amministratrici sulla struttura del capitale, i risultati più rilevanti si hanno con la divisione del *dataset* in imprese pubbliche e private. Per queste ultime, in particolare, emerge l'impatto rilevante delle donne aventi vincoli di parentela con l'azionista o la famiglia di controllo. Esse sembrano discostarsi dall'atteggiamento prudente tipico del genere femminile per seguire invece logiche di mantenimento del controllo, aumentando il ricorso al debito ed evitando l'emissione di nuove azioni. Tale comportamento sembra coerente con la gerarchia delle fonti suggerita dalla teoria del *pecking order*. Inoltre, il maggior ricorso al debito è particolarmente rilevante in quanto evidenzia come il comportamento prudente femminile non sia costante e uguale per ogni donna, ma si adatti al contesto e al ruolo occupato.

Quanto alle imprese pubbliche, è interessante evidenziare i risultati ottenuti sulla teoria della massa critica: per ogni variabile dipendente analizzata, la presenza di due donne influisce sistematicamente sulla struttura del capitale, portando a un aumento della leva, sia essa di mercato o contabile. Ciò testimonia come l'impatto delle donne nei *board* sulle decisioni strategiche non sia lineare, ma si manifesti solo al raggiungimento di una determinata soglia di rappresentanza.

Infine, un contributo interessante deriva dall'analisi del campione in due sottoperiodi: quello antecedente e quello successivo l'entrata in vigore delle quote rosa. Effettuando la

divisione tra imprese pubbliche e private, emerge che la presenza delle donne risultava più influente negli anni precedenti la legge Golfo-Mosca. In particolare, seppur in numero esiguo, le amministratrici tendevano a ridurre il ricorso al debito esterno, esercitando dunque un effetto moderatore sulle decisioni del *board*. Al contrario, con l'aumento della percentuale di donne, non si ottiene lo stesso risultato. Questo esito è particolarmente rilevante, in quanto potrebbe apparire contrario alle aspettative iniziali: ciò suggerisce che, oltre al numero effettivo di donne, conta anche l'importanza e la rilevanza che gli altri membri del consiglio danno loro. Alla luce di ciò, il rischio che le imprese si siano limitate a eseguire gli obblighi di legge facendo sì che le donne, indipendentemente dal numero più elevato, rimanessero *token*, non si può escludere.

Si può dunque affermare che l'analisi testimonia come il percorso verso una totale parità di genere sia stato avviato con la legge Golfo-Mosca, ma non risulti ancora completo: appare necessario un cambiamento più profondo. Occorrerebbe instaurare una trasformazione culturale dapprima nella società e, di riflesso, nel contesto aziendale, affinché le donne siano veramente considerate al pari degli uomini e possano pienamente dimostrare le loro capacità.

Bibliografia

- Abate, M. T., & Kaur, R.** (2023). The evolution of modern capital structure theory: A review. *Central European Management Journal*, 31(2), 958–972.
- Abrardi, L., & Rondi, L.** (2020). Ownership and performance in the Italian stock exchange: The puzzle of family firms. *Economia e Politica Industriale: Journal of Industrial and Business Economics*, 47(4), 613–643.
- Abrardi, L., & Rondi, L.** (2023). The European corporation ownership and control after 25 years of corporate governance reforms. In M. A. Hitt, J. L. C. Santos, T. K. Das, & J. L. García-Cestona (Eds.), *The Cambridge handbook of ownership and governance of the firm* (pp. 175–206). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009244640.012>
- 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., & Funk, P.** (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235.
- 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.
- Ahmed, A., & Atif, M.** (2020). Board gender composition and debt financing. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 3075–3092. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1951>
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Usman, M., & Haris, M.** (2020). Female directors and agency costs: Evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1154–1178. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0818>
- Akerlof, G. A.** (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M.** (2015). Board of directors’ composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Ambrosi, I.** (2020). Le modifiche alla legge Golfo-Mosca [PDF]. *Giudice Donna*. Estratto da <http://www.giudicedonna.it/2020/numero-due/articoli/Le-modifiche-alla-legge-Golfo-Mosca.pdf>
- Anderson, R.C., Reeb, D.M., & Upadhyay, A., Zhao, W.** (2011). The economics of director heterogeneity. *Financ. Manag.* 40 (1), 5–38.
- Angsoyiri, D., Alkaraan, F., & John, J.** (2025). Governance, ownership structure, and financial leverage: The role of board gender diversity in UK firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(5), 276. <https://doi.org/10.3390/jrfm18050276>
- Asch, S. E.** (1951). Effects of group pressure upon the modification and distortion of judgment. In H. Guetzkow (Ed.), *Groups, leadership and men* (pp. 177–190). Carnegie Press.

- Baker, M., & Wurgler, J.** (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, *LVII*(1), 1–31.
- Barklay, M. J., & Smith Jr, C. W.** (1999). The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, *12*(1), 8–20.
- Baysinger, B. D., & Hoskisson, R. E.** (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, *15*, 72–87.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C.** (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, *97*(2), 207–221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Beckman, C.M., & Haunschild, P.R.** (2002). Network learning: the effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions. *Adm. Sci. Q.* *47* (1), 92–124.
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M.** (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, *88*, 267–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>
- Bennouri, M., De Amicis, C., & Falconieri, S.** (2020). Welcome on board: A note on gender quotas regulation in Europe. *Economics Letters*, *190*, 109055. <https://doi.org/10.1016/j.econlet2020.109055>
- Bertrand, M., E Black, S., Jensen, S., & Lleras-Muney, A.** (2019) Breaking the Glass Ceiling? The Effect of Board Quotas on Female Labour Market Outcomes in Norway. *The Review of Economic Studies*, Volume 86, Issue 1, January 2019, Pages 191–239
- Bianco, M., Ciavarella, A., & Signoretti, R.** (2015). *Women on boards in Italy*. Rome: CONSOB, Discussion Paper No. 75.
- Blomkvist, M., Liljebloom, E., Löflund, A., & Redor, E.** (2025). On the effectiveness of gender quotas: Insights from shareholder preferences. *Corporate Governance: An International Review*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1111/corg.12650>
- Bontempi, M. E.** (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy. *Empirical Economics*, *27*, 1–22.
- Borsa Italiana.** (2020). Codice di corporate governance. [PDF] <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>
- Borsa Italiana.** Slide Doc – Mercati azionari. [PDF] <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H.** (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, *39*(3), 857–878.
- Bruno, G. S. F., Ciavarella, A., & Linciano, N.** (2018). Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy (CONSOB Working Paper No. 87). Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rp/-/asset_publisher/ee9fPZnpClpQ/content/wp87/718268
- Campobasso, G. F.** (2021). *Diritto commerciale* (9^a ed.). Torino: UTET Giuridica.

- Carter, D.A. , D'Souza, F. , Simkins, B.J. , Simpson, W.G.** (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corp. Gov.: Int. Rev.* 18 (5), 396–414 . <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Carpenter, R. E., & Rondi, L.** (2006). Going public to grow? Evidence from a panel of Italian firms. *Small Business Economics*, 27(4–5), 387–411.
- 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.
- CONSOB.** (2025). *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2024*. [PDF] <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/rcg2024>
- Comi, S., Grasseni, M., Origo, F., & Pagani, L.** (2017). Where women make a difference: Gender quotas and firms' performance in three European countries. *Industrial & Labor Relations Review*, 73(3), 768–793.
- Daily, C.M., & Dalton, D.R.** (2003). Women in the boardroom: a business imperative. *J. Bus. Strategy* 24 (5), 8–9.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L.,** (1998), Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, pp. 269-290.
- Dambrin, C., & Lambert, C.** (2008). Mothering or auditing? The case of two Big Four in France. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(4), 474–506.
- Danso, A., & Adomako, S.** (2014). The financing behaviour of firms and financial crisis. *Managerial Finance*, 40(12), 1159–1174.
- Derks, B., Ellemers, N., Van Laar, C. and De Groot, K.** (2011), Do sexist organizational cultures create the Queen Bee? *British Journal of Social Psychology*, 50(3), 519-535
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C.** (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Eagly, A. H., Wood, W., & Diekmann, A. B.** (2000). Social role theory of sex differences and similarities: A current appraisal. In T. Eckes & H. M. Trautner (Eds.), *The developmental social psychology of gender* (pp. 123–174). Lawrence Erlbaum Associates.
- Eagly, A. H., & Karau, S. J.** (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *Psychological Review*, 109(3), 573–598.
- Einarsdottir, U. D., Christiansen, T. H., & Kristjansdottir, E. S.** (2018). It's a man who runs the show: How women middle-managers experience their professional position, opportunities, and barriers. *SAGE Open*, 8(1), 2158244017753989. <https://doi.org/10.1177/2158244017753989>
- Ellemers, N., Van den Heuvel, H., De Gilder, D., Maass, A., & Bonvini, A.** (2004). The underrepresentation of women in science: Differential commitment or the queen bee syndrome? *British Journal of Social Psychology*, 43(3), 315–338.
- European Commission.** (1998). 100 Words for Equality: A Glossary of Terms on Equality between Women and Men.

- Ezeani, E., Kwabi, F., Salem, R., Usman, M., Alqatamin, R. M. H., & Kostov, P.** (2023). Corporate board and dynamics of capital structure: Evidence from UK, France and Germany. *International Journal of Finance and Economics*, 28(3), 3281–3298.
- Falcomer, B., Ticozzelli, G., & Riva, P.** (2023). La Legge 120/2011, c.d. L. Golfo-Mosca, per le quote di genere. In P. Riva (a cura di), *Ruoli di corporate governance. Adeguati assetti e sostenibilità* (2a ed., pp. 295–314). Milano: EGEA.
- Federal Glass Ceiling Commission.** (1995). *Good for business: Making full use of the nation's human capital*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- Fernández-Méndez, C., & Pathan, S.** (2023). The valuation impact of gender quotas in the boardroom: Evidence from the European markets. *Finance Research Letters*, 54, 103699. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103699>
- Ferrari, G., Ferraro, V., Profeta, P., & Pronzato, C.** (2018). Gender quotas: Challenging the boards, performance, and the stock market *IZA Discussion Paper No. 10239*.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J.** (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19–40.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K.** (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Gamba, M., & Goldstein, A.** (2009) The gender dimension of business elites: Italian women directors since 1934, *Journal of Modern Italian Studies*, 14:2,199-225, DOI: 10.1080/13545710902826469
- García, C. J., & Herrero, B.** (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592–601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>
- Garrat, B.** (1997). *The fish rots from the head*. Harper Collins.
- González-Ruiz, J. D., Marín-Rodríguez, N. J., & Ospina-Patiño, C.** (2025). Beyond quotas: The influence of board gender diversity on capital structure in firms from Latin America and the Caribbean. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(9), 505. <https://doi.org/10.3390/jrfm18090505>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R.** (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 61, 1–28.
- Groening, C.** (2019). When do investors value board gender diversity? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 60–79.
- Halpert, J. A., Wilson, M. L., & Hickman, J. L.** (1993). Pregnancy as a source of bias in performance appraisals. *Journal of Organizational Behavior*, 14(7), 649–663.
- Harris, M., & Raviv, A.** (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Henderson, B. J., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. S.** (2006). World markets for raising new capital. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 63–101.

- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S.** (1988). The Determinants of Board Composition. *RAND Journal of Economics*, 19(4): 589–606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S.** (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
- Hernández-Nicolás, C. M., Martín-Ugedo, J. F., & Mínguez-Vera, A.** (2015). The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. *E&M Economics and Management*, 18(4), 93–107.
- Hillman, A.J., Cannella Jr., A.A., & Harris, I.C.** (2002). Women and racial minorities in the boardroom: how do directors differ? *J. Manag.* 28 (6), 747–763.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T.** (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J.** (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
- Hoang, T. T., Nguyen, C. V., & Tran, H. T. V.** (2019). Are female CEOs more risk averse than male counterparts? Evidence from Vietnam. *Economic Analysis and Policy*, 68, 230–246.
- Huang, R., & Ritter, J. R.** (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237–271.
- Hurn, B. J.** (2012). Removing the boardroom glass ceiling. *Industrial and Commercial Training*, 44(3), 126–131.
- Istat.** (2025). *Rapporto annuale 2025* [PDF]. ARAN Agenzia. <https://www.aranagenzia.it/wp-content/uploads/2025/06/Rapporto-Annuale-2025-integrale.pdf>
- Jensen, M. C.** (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 1–14. <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>
- Jensen, M., & Meckling, W.** (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kanter, R. M.** (1977a). Men and women of the corporation. *Basic Books*.
- Kanter, R. M.** (1977b). Some effects of proportions on group life. *American Journal of Sociology*, 82(5), 965–990.
- King, E.B., Botsford, W., Hebl, M.R., Kazama, S., Dawson, J.F. and Perkins, A.** (2012). Benevolent sexism at work: gender differences in the distribution of challenging developmental experiences. *Journal of Management*, 38(6), 1835-1866
- Kramer, V. W., Konrad, A. M., & Erkut, S.** (2006). Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance. *Organizational Dynamics*, 35(2), 145–164.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H.** (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Kunze, A., & Scharfenkamp, K.** (2025). *The importance of co-determination for gender diversity in the boardroom.* *Industrial Relations.* <https://doi.org/10.1111/irel.12396>

- Latané, B.** (1981). The psychology of social impact. *American Psychologist*, 36(4), 343–356.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R.** (2005). Financial Slack and Tests of the Pecking Order's Financing Hierarchy.
- Lewellen, K.** (2025). *Women in Charge: Evidence from Hospitals*. *The Journal of Finance*, 80(4), 2199–2253. <https://doi.org/10.1111/jofi.13455>
- Luigi, P., & Sorin, V.** (2009). A Review of the Capital Structure Theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 315–320.
- Maida, A., & Weber, A.** (2022). Female leadership and gender gap within firms: Evidence from an Italian board reform. *ILR Review*, 75(2), 488–515. <https://hdl.handle.net/10419/193393>
- Myers, S. C.** (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S. C.** (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Myers, S. C.** (2003). Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1), 215–253.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S.** (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- OCSE**, Principles of Corporate Governance, 1999
- Panda, B., & Leepsa, N. M.** (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Petrazzini, B.** (2021). Le donne nei c.d.a.: Dati empirici e prospettive. In M. Callegari, E. R. Desana, & M. Sarale (Eds.), *Speriamo che sia femmina: L'equilibrio fra i generi nelle società quotate e a controllo pubblico nell'esperienza italiana e comparata* (pp. 133–144). Torino: Rubbettino Editore.
- Pfeffer, J., & Salancik, G.** (1978). The external control of organizations: A resource-dependence perspective. *New York: Harper & Row*.
- Post, C., & Byron, K.** (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546–1571.
- Powell, G. N., & Butterfield, D. A.** (2015). The glass ceiling: What have we learned 20 years on? *Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance*, 2(4), 306–326.
- Riva, P., & Corno, G.** (2020). Il ruolo del consiglio di amministrazione (CdA). In *Ruoli di corporate governance* (pp. 57–94). Egea.
- Robinson, G., & Dechant, K.** (1997). Building a business case for diversity. *Academy of Management Executive*, 11(3), 21–30.
- Rudman, L. A., & Phelan, J. E.** (2008). Backlash effects for disconfirming gender stereotypes in organizations. *Research in Organizational Behavior*, 28, 61–79. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2008.04.003>

- Sapienza, P., Zingales, L., & Maestripietri, D.** (2009). Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(36), 15268–15273.
- Schwartz-Ziv, M.** (2017). Gender and board activeness: The role of a critical mass. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 751–780.
- Schein, V. E.** (2007). Women in management: Reflections and projections. *Women in Management Review*, 22(1), 6–18.
- Shleifer, A., & Visney, R. W.** (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Solimene, S., Coluccia, D., & Fontana, S.** (2017). Gender diversity on corporate boards: An empirical investigation of Italian listed companies. *Palgrave Communications*, 3, 16109. <https://doi.org/10.1057/palcomms.2016.109>
- Spence, M.** (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A.** (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Taparia, M., & Lenka, U.** (2022). An integrated conceptual framework of the glass ceiling effect. *Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance*, 9(3), 372–400. <https://doi.org/10.1108/JOEPP-06-2020-0098>
- 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>
- Tenuta, P., & Cambrea, D. R.** (2023). Gender diversity in Italian listed companies: Female directors' roles and corporate performance. *Business Performance Review*, 1(2), 8–19. <https://doi.org/10.22495/bprv1i2p1>
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M.** (2011). Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299–317. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z>
- Weisbach, M. S.** (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), 431–60.
- Wernerfelt, B.** (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5, 171–180.
- Williamson, O. E.** (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567–591.
- World Economic Forum.** (2025). *Global Gender Gap Report 2025*. https://reports.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2025.pdf
- Zattoni, A.** (2020). The evolution of corporate governance in Italy: formal convergence or path-dependence?. *Corporate Governance and Research & Development Studies - Open Access*, (1). <https://doi.org/10.3280/cgrds1-2019oa8799>

Sitografia

ANSA. (2025, febbraio 19). In Italia il 36% dei manager è donna, ma la parità sul lavoro è ancora lontana. https://www.ansa.it/donne/notizie/2025/02/19/in-italia-il-36-dei-manager-e-donna-ma-la-parita-sul-lavoro-e-ancora-lontana_8bd63b89-1869-415a-9e28-ddb14b1f56ae.html

Borsa Italiana. (2025). *Corporate governance* – Glossario. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html>

European Institute for Gender Equality. (n.d.). Gender statistics: Women in managerial positions. https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus_wmid_comp_compbm/line

Eurostat. (2025). Gender employment statistics. <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-eurostat-news/w/edn-20250305-1/>

ILO. (2025). Achieving gender equality in employment rates would take almost two centuries. <https://www.ilo.org/resource/news/achieving-gender-equality-employment-rates-would-take-almost-two-centuries/>

Il Sole 24 Ore – Alley Oop. (2025, agosto 26). Occupazione femminile in Italia. <https://alleyoop.ilsole24ore.com/2025/08/26/occupazione-femminile-italia/>

Il Sole 24 Ore – Alley Oop. (2025, luglio 22). Occupazione femminile a confronto europeo: Italia ancora perdente. <https://alleyoop.ilsole24ore.com/2025/07/22/occupazione-femminile-confronto-europeo-italia-ancora-perdente/>

Treccani. CDA. *Dizionario di Economia e Finanza*. [https://www.treccani.it/enciclopedia/cda_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/cda_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)