



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

A.a. 2022/2023

Sessione di Laurea Dicembre 2023

**Rating ESG e politica dei dividendi:
l'analisi del legame tra sostenibilità e
remunerazione degli azionisti.**

Relatrice:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Claudio Pinna

INDICE

| | |
|--|-----|
| INTRODUZIONE..... | 3 |
| PARTE 1 | 5 |
| 1.1 CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR)..... | 6 |
| 1.1.1 ESG. | 10 |
| 1.1.2 IL RATING ESG..... | 25 |
| 1.1.3 CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TREND. | 34 |
| 1.1.4 LETTERATURA E RICERCHE..... | 37 |
| 1.2 DIVIDEND POLICY..... | 44 |
| 1.2.1 GLI APPROCCI ALLE POLITICHE DEI DIVIDENDI ED IL PAYOUT. | 46 |
| 1.2.2 LA TEORIA DI IRRILEVANZA DI MODIGLIANI & MILLER..... | 51 |
| 1.2.3 LE TEORIE DI RILEVANZA (GLI STUDI DI GORDON E LINTNER)..... | 54 |
| 1.3 IL MODELLO DEI COSTI AGENZIA..... | 57 |
| 1.4 LA TEORIA DEI SEGNALI..... | 60 |
| 1.5 LA STAKEHOLDER THEORY..... | 64 |
| 1.6 LA TEORIA DELLE CLIENTELE..... | 67 |
| 1.7 RELAZIONE TRA DIVIDEND POLICY ED ESG..... | 70 |
| PARTE 2..... | 75 |
| 2.1 ANALISI DEL CAMPIONE..... | 76 |
| 2.2 DEFINIZIONE DELLE VARIABILI..... | 86 |
| 2.3 DESCRIZIONE ED EVOLUZIONE DEL MODELLO..... | 91 |
| 2.4 IL MODELLO FINALE..... | 98 |
| 2.5 CONCLUSIONI..... | 111 |
| BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA..... | 112 |
| RINGRAZIAMENTI..... | 115 |

INTRODUZIONE

Nella società moderna, l'attenzione e la consapevolezza dell'impatto ambientale e sociale delle attività aziendali è cresciuta in modo significativo: le imprese, infatti, negli ultimi anni subiscono una crescente pressione esterna per l'adozione di pratiche sostenibili e responsabili nei confronti di tutti gli stakeholders coinvolti. Queste pratiche devono inoltre considerare non solo gli aspetti ambientali, ma anche sociali e di governance (ESG) al fine di mostrare una visione completa da parte del management aziendale verso le tematiche di Corporate Social Responsibility. In questo contesto, il rating ESG è emerso come lo strumento dominante per valutazione delle performance aziendali in termini di sostenibilità, d'altro canto, la politica di distribuzione dei dividendi rappresenta invece un aspetto cruciale per investitori e azionisti nel valutare il livello di remunerazione degli investimenti.

A fronte di questa premessa, la presente tesi, si pone quindi l'obiettivo di esaminare e valutare empiricamente la relazione che intercorre tra il rating ESG delle società quotate italiane e le politiche di distribuzione dei dividendi con il fine principale di studiare se e come tali politiche siano influenzate da una maggiore attenzione verso i temi di sostenibilità. L'analisi proposta si basa perciò sulla raccolta dei dati relativi alle società quotate italiane (eseguendone anche un tracciamento storico grazie ai dati presenti all'interno del database di Eikon-Refinitiv ed alle informazioni contenute presso il sito della CONSOB) sia in riferimento alla politica dei dividendi analizzando il Dividend Payout ed il Dividend Yield, sia in riferimento ai Rating ESG.

In particolare, si vuole studiare se, nel contesto italiano, le aziende con un Rating ESG più elevato tendano ad adottare politiche di distribuzione dei dividendi più sostenibili e contenute oppure se le società tendano a compensare bassi livelli di rating ESG tramite il pagamento di maggiori dividendi agli azionisti ed investitori. Con questo fine, la tesi si articolerà in due parti: nella prima sezione verrà presentata un'analisi delle tematiche ESG ed alla politica dei dividendi, prima separatamente ed in seguito congiuntamente, al fine di costruire il quadro teorico utile ad interpretare i risultati empirici; infine, nella seconda sezione si proporrà l'analisi empirica dei dati estrapolati dal contesto italiano.

Come menzionato in precedenza, l'interesse per la sostenibilità aziendale e per la remunerazione degli azionisti attraverso i dividendi è cresciuto notevolmente negli ultimi anni. Gli investitori, infatti, prestano una maggiore attenzione alle tematiche

ESG e di Corporate Social Responsibility e hanno la necessità di comprendere l'impatto di tali fattori sul valore dei loro investimenti. Allo stesso modo, le società riconoscono che il tema della sostenibilità può rappresentare un fattore critico a livello reputazione, il quale può intaccare il successo nel lungo termine. Pertanto, l'analisi della correlazione tra rating ESG e politiche di distribuzione dei dividendi può essere di grande interesse per investitori (istituzionali o retail), aziende ed enti regolatori.

Nel contesto più generale nel quale si colloca questa tesi, se da un lato l'analisi teorica e critica di queste tematiche potrebbe favorire la riflessione sull'adozione di politiche di distribuzione dei dividendi basate su criteri ESG, incoraggiando le aziende a migliorare le loro performance in termini di sostenibilità; d'altro canto l'analisi empirica fornirebbe evidenze sulla presenza di relazioni tra i temi di sostenibilità ed il valore generato per gli azionisti, consentendo così agli investitori di ridurre le asimmetrie informative e fornendo uno spunto di riflessione al fine di basare (o meno) i propri investimenti sull'approccio che una specifica azienda adotta nei confronti dei temi di sostenibilità. Infine, una migliore comprensione delle pratiche di distribuzione dei dividendi e del loro rapporto con la sostenibilità aziendale consentirebbe anche agli enti regolatori ed agli organismi di controllo di elaborare politiche e linee guida più efficaci al fine di promuovere la sostenibilità e la responsabilità aziendale.

PARTE 1

1.1 CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR).

La Responsabilità Sociale d'Impresa (Corporate Social Responsibility, CSR) rappresenta un concetto di vasta portata, complesso e relativamente recente all'interno della prospettiva strategica dell'impresa. Tale approccio pone un'attenzione particolare sugli aspetti ambientali, sociali e di governance, sottolineando l'impegno delle imprese nel superare la mera ricerca del profitto. La CSR si basa sull'assunto che le imprese abbiano responsabilità nei confronti di diverse parti interessate, tra cui dipendenti, consumatori, comunità locali, fornitori, azionisti e l'ambiente circostante¹.

Questa sezione della tesi, in particolare, si propone infatti di esplorare in dettaglio le dimensioni e le pratiche chiave della CSR, analizzando anche i benefici e le sfide associate alla sua implementazione.

Seguendo il ragionamento proposto da Carroll (1991)², possiamo vedere come la CSR si articoli in diverse dimensioni che riflettono le aree in cui le imprese possono influire in modo significativo. In particolare, Carrol (1991) esplora in dettaglio le dimensioni della Corporate Social Responsibility (CSR) attraverso la prospettiva della "Pyramid of Corporate Social Responsibility" (mostrata in Figura 1.1), in quanto questa piramide concettuale offre una struttura chiara per comprendere e valutare le diverse sfaccettature della responsabilità sociale delle imprese.

La "Pyramid of Corporate Social Responsibility" è strutturata su quattro livelli distinti (come mostrato in Figura 1.1), ognuno dei quali rappresenta un aspetto specifico della CSR. A partire dal fondo della piramide troviamo:

Livello Economico:

Il livello di base della piramide è rappresentato dall'obbligo morale delle imprese di essere economicamente redditizie. Senza una base economica solida, le imprese non possono contribuire in modo significativo alle dimensioni più elevate della CSR. Quindi, la prima responsabilità delle imprese è quella di generare profitti in modo sostenibile.

¹ Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

² Ibidem.

Livello Legale:

Il secondo livello riguarda l'obbligo di rispettare le leggi e i regolamenti in vigore. Le imprese devono operare all'interno dei confini legali e rispettare le normative per garantire che le loro attività siano conformi alla società e ai sistemi giuridici in cui operano. L'adesione alle leggi è un prerequisito per qualsiasi attività responsabile.

Livello Etico:

Il livello etico rappresenta la responsabilità delle imprese di agire in modo giusto e etico, al di là dei requisiti legali. Questo livello richiede alle imprese di considerare l'equità, la giustizia e i valori morali nelle loro decisioni. Gli attori aziendali devono cercare di comportarsi in modo etico, anche quando non esiste un obbligo legale esplicito.

Livello Filantropico:

Il livello superiore della piramide, nonché la cima, rappresenta la possibilità di impegnarsi in attività filantropiche e di beneficenza. Qui, le imprese vanno oltre il semplice rispetto delle leggi e degli standard etici, investendo risorse nelle comunità e nelle cause sociali. Questo livello è quindi caratterizzato da donazioni, sponsorizzazioni e altre iniziative che hanno un impatto positivo sulla società.

Possiamo inoltre notare come la "Pyramid of Corporate Social Responsibility" proposta da Carroll (1991)³ rifletta anche l'interconnessione delle diverse dimensioni della CSR. L'obbligo di generare profitti è una base essenziale su cui si costruiscono gli altri livelli, mentre il rispetto delle leggi e delle normative legali costituisce una fondazione per le decisioni etiche e l'adozione di attività filantropiche. Inoltre, le dimensioni superiori spesso possono influenzare le dimensioni inferiori. Ad esempio, un'impresa che adotta pratiche etiche può migliorare la sua reputazione e la fiducia dei consumatori, il che può a sua volta influire positivamente sulla sua redditività.

³ Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

L'approccio della piramide offre quindi un quadro per guidare le imprese nella gestione della CSR. Gli attori aziendali possono utilizzare la piramide per riflettere sulle proprie pratiche e prendere decisioni informate in termini di responsabilità sociale. Tuttavia, Carroll (1991)⁴ riconosce che la piramide non è una soluzione universale, ma piuttosto un modello esemplificativo che può essere adattato alle esigenze specifiche di ciascuna impresa e settore.

Infine, la CSR potrebbe essere considerata anche ad un livello strategico⁵, con un'enfasi sul contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile. Ciò implicherebbe l'individuazione delle opportunità e delle sfide derivanti da questioni sociali e ambientali rilevanti per l'azienda, nonché l'integrazione di tali considerazioni nella strategia aziendale. Ad esempio, un'impresa potrebbe sviluppare prodotti o servizi sostenibili che rispondano alle esigenze dei consumatori e al contempo riducano l'impatto ambientale. L'adozione di un approccio strategico alla CSR quindi potrebbe condurre a vantaggi competitivi sul lungo termine, come una maggiore reputazione aziendale, la fiducia dei consumatori e l'attrazione e la fidelizzazione dei talenti.

Tuttavia, nonostante i molteplici vantaggi, l'efficace implementazione della CSR può presentare significative sfide per le imprese stesse. Una delle principali difficoltà risiede nell'equilibrio tra la responsabilità sociale e gli obiettivi finanziari. Le imprese devono riuscire a conciliare la creazione di valore per gli azionisti con la creazione di valore per le parti interessate (in riferimento alla stakeholder theory affrontata nel Capitolo 1.5), integrando considerazioni sociali e ambientali nella loro strategia aziendale. Inoltre, la misurazione e la valutazione degli impatti sociali e ambientali possono rivelarsi complesse, richiedendo lo sviluppo di indicatori e metodologie affidabili, aspetto che verrà approfondito più avanti nel corso della tesi (Capitolo 1.1.2 Rating ESG). La CSR richiede altresì un coinvolgimento attivo delle parti interessate al fine di garantire che le azioni aziendali siano allineate con le loro aspettative e necessità.

Nel contesto accademico, la CSR è stata oggetto di ampie ricerche e dibattiti. I ricercatori hanno infatti esplorato varie teorie e approcci concettuali per comprenderne l'essenza, come ad esempio la prospettiva degli stakeholder (approfondita nel Capitolo 1.5), ma anche la teoria delle clientele (Capitolo 1.6) o la

⁴ Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

⁵ Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.

teoria dei costi agenzia (Capitolo 1.3). Inoltre, sono stati sviluppati diversi modelli e strumenti per valutare le prestazioni delle imprese in termini di CSR, quali ad esempio gli indicatori di sostenibilità, le linee guida per la rendicontazione sociale e l'analisi dell'impatto sociale.

Questa breve introduzione al concetto ben più ampio di Corporate Social Responsibility, vuole mostrare come la CSR costituisce un approccio strategico per le imprese che mirano a integrare considerazioni sociali e ambientali all'interno delle proprie attività. Attraverso la responsabilità sociale interna ed esterna, infatti, le imprese possono generare impatti positivi sulla società e sull'ambiente, creando valore condiviso per le parti interessate. Tuttavia, l'implementazione delle pratiche di CSR richiede un equilibrio tra la responsabilità sociale e gli obiettivi finanziari, la misurazione accurata degli impatti e il coinvolgimento delle parti interessate. La ricerca accademica continua a contribuire alla comprensione di questo concetto complesso, fornendo linee guida alle imprese che desiderano adottare pratiche socialmente responsabili.

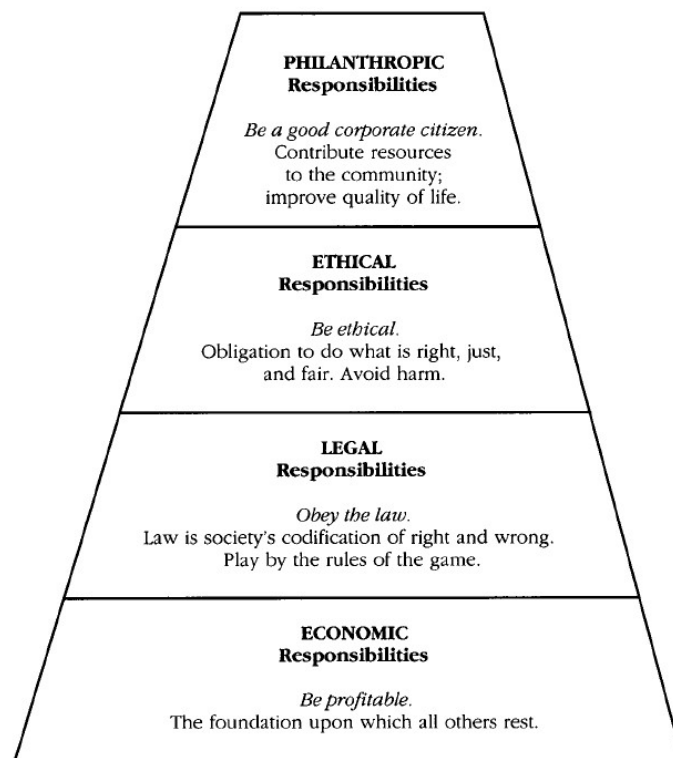


Figura 1.1: The Pyramid of Corporate Social Responsibility.

Fonte: Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48

1.1.1 ESG.

Il presente capitolo si propone di esplorare i fondamenti teorici dell'ESG (Ambiente, Sociale, Governance), fornendo una definizione dei concetti chiave e analizzando lo sviluppo e l'importanza dell'integrazione di ESG nelle pratiche aziendali. Inizieremo con una panoramica sul concetto di ESG e sulle sue origini, per poi esaminare le motivazioni e i benefici dell'adozione di una prospettiva ESG da parte delle imprese.

L'ESG rappresenta un approccio che tiene conto di tre dimensioni fondamentali nella valutazione delle performance aziendali: Ambientale (E), Società (S) e Governance (G), le quali saranno analizzate in modo approfondito nelle pagine seguenti.

La dimensione "Ambientale" si riferisce all'impatto delle attività aziendali sull'ecosistema, comprendendo la gestione delle risorse naturali, la riduzione delle emissioni di gas serra, la protezione della biodiversità e l'adozione di pratiche sostenibili¹.

La dimensione "Sociale" riguarda invece l'impatto delle attività aziendali sulle persone e sulle comunità nei confronti delle quali l'impresa opera. Questa dimensione include quindi la tutela dei diritti dei lavoratori, la promozione di condizioni di lavoro dignitose, l'inclusione e la diversità, l'impegno nella comunità e la promozione di iniziative sociali².

Infine, la dimensione di "Governance" si riferisce alle strutture di governo aziendale e alle pratiche che regolano il modo in cui l'azienda prende decisioni e gestisce i propri affari. Una buona governance aziendale implica l'adozione di principi etici, la trasparenza nelle attività aziendali, l'assunzione di responsabilità da parte dei dirigenti e la gestione dei rischi³.

L'integrazione di queste tre dimensioni consente alle imprese di valutare e gestire in modo completo gli impatti delle proprie attività sulla società e sull'ambiente in cui operano.

¹ Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.

² Ibidem.

³ Ibidem.



Figura 1.2: Le tre dimensioni ESG.

Fonte: Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv - May 2022

La consapevolezza degli impatti sociali e ambientali delle attività aziendali è emersa a partire dalla metà del XX secolo. Durante questo periodo, l'attenzione si è spostata ed oltre alla generazione di profitti e si è cominciato a considerare il ruolo delle imprese nella società nel suo complesso. Le prime forme di CSR (Corporate Social Responsibility) si concentravano principalmente sulla filantropia e sulle donazioni a scopi sociali. Tuttavia, nel corso degli anni, la comprensione della responsabilità delle imprese è cresciuta, spingendo all'integrazione di aspetti sociali e ambientali nella gestione aziendale fino al punto di diventare un aspetto sempre più rilevante per le imprese e le istituzioni internazionali⁴. L'evoluzione del concetto di CSR e le diverse declinazione che ha assunto nell'arco degli anni verrà in seguito approfondita nel Capitolo 1.1.3.

⁴ Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.

L'IMPORTANZA ED I BENEFICI DELLE DIMENSIONI ESG.

Dal punto di vista delle imprese, l'adozione di una prospettiva ESG può portare a una migliore gestione dei rischi e delle opportunità. Prendendo in considerazione gli aspetti sociali e ambientali, le imprese possono identificare e mitigare i potenziali rischi reputazionali, legali ed operativi. Allo stesso tempo, l'attenzione alla sostenibilità può creare nuove opportunità di business, consentendo alle imprese di innovare e di accedere a nuovi mercati⁵.

L'ESG può anche contribuire a migliorare le relazioni con gli stakeholder, inclusi clienti, dipendenti, fornitori e investitori in quanto le imprese che dimostrano un impegno concreto verso l'ambiente, il sociale e la governance possono aumentare la fiducia e la reputazione presso i propri stakeholder, creando relazioni più solide e durature che si ripercuoteranno anche nel successo finanziario dell'impresa⁶.

Dal punto di vista sociale, invece, l'adozione di una prospettiva ESG può favorire uno sviluppo sostenibile e inclusivo. Le imprese possono contribuire alla creazione di posti di lavoro dignitosi, al miglioramento delle condizioni di lavoro, alla promozione dell'inclusione e della diversità e all'impegno nella comunità. Inoltre, l'attenzione all'ambiente può contribuire alla salvaguardia delle risorse naturali e alla lotta ai cambiamenti climatici, promuovendo la sostenibilità a lungo termine.

Infine, l'importanza dell'ESG è stata ulteriormente riconosciuta negli ultimi anni dall'aumento dell'interesse degli investitori per le performance ESG delle imprese. Gli investitori istituzionali stanno sempre più considerando i fattori ESG nella loro valutazione degli investimenti, riconoscendo che una buona performance su queste dimensioni può indicare una gestione prudente e una maggiore resilienza delle imprese⁷.

⁵ Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.

⁶ Ibidem.

⁷ Ibidem.

DEFINIZIONI DI ESG.

L'ESG rappresenta quindi un approccio completo alla gestione aziendale che considera gli impatti ambientali, sociali e di governance derivanti dalle attività aziendali. D'altro canto, l'integrazione di ESG offre vantaggi significativi sia per le imprese che per la società nel suo complesso, tra cui una migliore gestione dei rischi, opportunità di business più solide, relazioni più solide con gli stakeholder e uno sviluppo sostenibile e, dato l'interesse crescente degli investitori per le performance ESG ha contribuito a rendere l'ESG un elemento fondamentale per molte imprese in quanto potrebbe costituire un fattore discriminante al fine di ricevere investimenti o finanziamenti da parte di grandi investitori, istituzionali o meno.

Andando più a fondo sui tali temi, ci si concentrerà in prima istanza sulla dimensione "Ambientale" (E) dell'ESG e analizzeremo gli aspetti ambientali delle attività aziendali e le pratiche di gestione sostenibile. In particolare, verranno esaminati gli impatti ambientali generati dalle imprese, la gestione responsabile delle risorse naturali, la riduzione delle emissioni di gas serra e la promozione di pratiche sostenibili.

Si precisa che, per quanto questa trattazione possa sembrare un puro esercizio teorico, essa possiede applicazioni pratiche di fondamentale rilevanza come vedremo nel modello empirico elaborato nel Capitolo 2.4. Queste dimensioni componenti l'ESG, infatti, verranno valutate singolarmente nel loro impatto rispetto alla politica dei dividendi. Comprende quindi quali sono gli aspetti chiave di ciascuna dimensione, non si tratta solamente di una pura esposizione teorica, bensì di comprendere quali fattori reali influiscano o meno sulla politica dei dividendi adottata dalle imprese.

DIMENSIONE ENVIRONMENTAL (E).

Le attività aziendali possono produrre un impatto significativo sull'ambiente, sia direttamente che indirettamente. Le imprese possono influenzare l'ambiente attraverso l'utilizzo delle risorse naturali, l'emissione di sostanze inquinanti, la produzione di rifiuti e l'alterazione degli ecosistemi. Ad esempio, nel settore manifatturiero, vengono consumate grandi quantità di acqua ed energia, e l'utilizzo di materiali richiede processi di estrazione e trasformazione che possono esaurire

le risorse naturali e causare la contaminazione dell'acqua e dell'aria. Similmente, il settore dei trasporti può contribuire alle emissioni di gas serra e all'inquinamento atmosferico a causa dell'utilizzo di carburanti fossili, mentre le attività agricole possono portare alla deforestazione, all'erosione del suolo e alla perdita di biodiversità a causa dell'uso intensivo di pesticidi e fertilizzanti. Pertanto, è fondamentale che le imprese comprendano e valutino attentamente gli impatti ambientali delle proprie attività al fine di identificare aree di miglioramento e ridurre l'impatto negativo sull'ambiente. Facendo riferimento alla pubblicazione realizzata da MSCI (2022)⁸, si esaminano quindi i principali aspetti di questa dimensione.

Gestione delle risorse naturali

La gestione sostenibile delle risorse naturali rappresenta un aspetto di fondamentale importanza nell'ambito dell'ESG. Le imprese devono adottare politiche e pratiche volte alla conservazione delle risorse, promuovendo l'efficienza energetica, l'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, una gestione responsabile dell'acqua e la riduzione degli sprechi. Attraverso l'implementazione di strategie di gestione delle risorse naturali, le imprese possono ottenere vantaggi economici e ambientali a lungo termine.

Riduzione delle emissioni di gas serra

Inoltre, la riduzione delle emissioni di gas serra rappresenta un obiettivo cruciale per le imprese nell'ambito dell'ESG. Le emissioni di gas serra costituiscono una delle principali cause dei cambiamenti climatici, pertanto le imprese devono impegnarsi attivamente nella riduzione di tali emissioni. Ciò può essere realizzato attraverso l'adozione di tecnologie pulite e sostenibili, l'implementazione di pratiche di efficienza energetica, l'ottimizzazione dei processi produttivi, la promozione dell'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili e la partecipazione a programmi di compensazione delle emissioni. Inoltre, le imprese possono collaborare con i fornitori lungo la catena di fornitura per promuovere pratiche sostenibili e ridurre le emissioni di gas serra nell'intero ciclo di vita dei prodotti.

⁸ MSCI ESG Research LLC. *MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary*. June 2022.

Promozione di pratiche sostenibili

Infine, la promozione di pratiche sostenibili in altre aree, come la gestione dei rifiuti, il riciclaggio, l'utilizzo di imballaggi eco-sostenibili e la promozione dell'economia circolare, riveste un ruolo chiave nell'ambito dell'ESG. La gestione responsabile dei rifiuti implica la riduzione, il riutilizzo e il riciclaggio dei materiali, al fine di evitare la produzione eccessiva di rifiuti e il loro impatto negativo sull'ambiente. Inoltre, le imprese possono promuovere la sostenibilità attraverso l'educazione e la sensibilizzazione dei dipendenti, dei clienti e delle comunità, incoraggiando comportamenti sostenibili e fornendo informazioni sulle corrette pratiche ambientali.

In questo paragrafo si è quindi esaminata la dimensione "Ambientale" del Rating ESG, concentrandosi sugli impatti ambientali derivanti dalle attività aziendali e sulle pratiche di gestione sostenibile. Le imprese devono quindi valutare attentamente il loro impatto sull'ambiente e adottare misure per ridurre l'utilizzo delle risorse naturali, le emissioni di gas serra e promuovere pratiche sostenibili. L'integrazione di ESG nella gestione aziendale può contribuire a mitigare gli impatti ambientali delle imprese e promuovere uno sviluppo sostenibile.

DIMENSIONE SOCIALE (S)⁹.

Ci si focalizza ora sull'analisi della dimensione "Sociale" dell'ESG, volta a esaminare l'impatto delle imprese sulla società. Durante questo processo, verranno esplorati gli aspetti sociali delle attività aziendali, inclusi i diritti umani, le condizioni di lavoro, la diversità e l'inclusione, la responsabilità verso i consumatori e l'impegno nella comunità.

Diritti umani e condizioni di lavoro.

Le imprese ricoprono un ruolo cruciale nel rispettare e promuovere i diritti umani all'interno delle proprie operazioni e lungo la catena di fornitura. Ciò implica l'adeguato rispetto dei principi fondamentali del lavoro, come la libertà di associazione, la negoziazione collettiva, l'eliminazione del lavoro forzato e del lavoro minorile. Infine, le imprese sono tenute a garantire condizioni di lavoro sicure e dignitose per i propri dipendenti, nonché per i lavoratori che operano nelle

⁹ MSCI ESG Research LLC. *MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary*. June 2022.

loro catene di fornitura. Questo coinvolge l'offerta di salari equi, l'istituzione di orari di lavoro adeguati, la creazione di un ambiente lavorativo sano e sicuro, nonché l'offerta di opportunità di sviluppo e crescita professionale.

Diversità e inclusione.

La promozione della diversità e dell'inclusione costituisce un aspetto fondamentale della responsabilità sociale delle imprese. Tale promozione si basa sull'assicurare una presenza equilibrata di persone provenienti da diverse origini, culture, etnie, generi e abilità all'interno dell'organizzazione. Inoltre, l'inclusione implica la creazione di un ambiente di lavoro che valorizzi e rispetti le differenze individuali, promuovendo un senso di appartenenza e uguaglianza di opportunità per tutti i dipendenti. Le imprese possono perseguire tali obiettivi attraverso politiche di assunzione e promozione eque, programmi di formazione sulla consapevolezza delle diversità, creando un ambiente lavorativo inclusivo e promuovendo una cultura aziendale che apprezzi la diversità.

Responsabilità verso i consumatori.

Le imprese sono inoltre responsabili di fornire prodotti e servizi sicuri, di qualità e che rispettino i diritti dei consumatori. Questo implica fornire informazioni trasparenti e precise sui prodotti, garantire la sicurezza e il rispetto dei regolamenti, nonché gestire responsabilmente la privacy dei dati dei consumatori. Inoltre, le imprese dovrebbero adottare pratiche di marketing etiche, evitando la pubblicità ingannevole o manipolativa e fornendo informazioni chiare e comprensibili ai consumatori.

Impegno nella comunità.

L'impegno delle imprese nella comunità rappresenta un ruolo significativo nello sviluppo sostenibile delle aree in cui operano. Ciò può essere realizzato attraverso l'attiva partecipazione alla comunità, il supporto a iniziative sociali e ambientali, la sponsorizzazione di eventi locali, il volontariato dei dipendenti e la collaborazione con organizzazioni locali. In aggiunta, le imprese possono contribuire alla creazione di valore condiviso identificando opportunità di business che rispondano alle esigenze delle comunità e che abbiano un impatto positivo sia sull'azienda che sulla società nel suo complesso.

Dopo aver analizzato la dimensione “Ambientale” abbiamo esaminato la dimensione “Sociale” dell'ESG. Secondo questo approccio, le imprese devono promuovere e rispettare i diritti umani, garantire condizioni di lavoro dignitose, promuovere la diversità e l'inclusione, assumersene la responsabilità verso i consumatori e impegnarsi attivamente nella comunità. L'integrazione di pratiche socialmente responsabili all'interno delle attività aziendali può contribuire a migliorare la reputazione dell'azienda, a creare relazioni più solide con gli stakeholder e a generare valore a lungo termine sia per l'azienda stessa che per la società nel suo complesso.

DIMENSIONE GOVERNANCE (G)¹⁰.

Infine si analizza la dimensione di “Governance” dell'ESG, con un focus principale sul ruolo delle strutture di governo aziendali nella promozione della responsabilità e della trasparenza. Durante questa analisi, verranno esaminati gli aspetti chiave della governance aziendale, inclusi i sistemi di controllo, la gestione dei rischi, l'etica aziendale e la divulgazione delle informazioni.

Sistemi di controllo e gestione dei rischi

La governance aziendale riguarda infatti anche l'insieme di regole, processi e strutture che guidano e supervisionano l'operatività e la gestione dell'azienda. I sistemi di controllo interni rivestono un ruolo fondamentale nel garantire che le attività dell'azienda siano conformi alle leggi e alle normative, prevenendo così frodi e abusi. La gestione dei rischi rappresenta un elemento centrale della governance aziendale, in cui le imprese devono identificare, valutare e gestire sia i rischi interni che quelli esterni per proteggere gli interessi degli azionisti, dei dipendenti e degli altri stakeholder. La presenza di un solido sistema di controllo e una gestione efficace dei rischi contribuiscono a garantire una governance solida, promuovendo la fiducia degli investitori e del pubblico.

Etica aziendale e comportamento responsabile

L'etica aziendale e il comportamento responsabile costituiscono un altro elemento cruciale della governance aziendale. Le imprese dovrebbero adottare politiche e pratiche etiche basate su valori quali l'integrità, l'onestà e il rispetto e ciò implica anche la promozione di un ambiente di lavoro etico in cui i dipendenti sono

¹⁰ MSCI (2022). *MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary*.

incoraggiati a comportarsi in modo responsabile e a seguire principi etici nelle decisioni aziendali. Le imprese dovrebbero garantire trasparenza nelle loro operazioni, comunicando in modo chiaro e completo le politiche, i processi decisionali e le informazioni finanziarie e non finanziarie rilevanti.

Divulgazione delle informazioni e rendicontazione

La divulgazione delle informazioni rappresenta un elemento chiave della governance aziendale. Le imprese devono fornire una divulgazione accurata e tempestiva delle informazioni finanziarie e non finanziarie rilevanti, consentendo agli investitori, ai dipendenti e ad altri stakeholder di valutare adeguatamente la performance e gli impatti dell'azienda. In particolare, la rendicontazione non finanziaria, che include informazioni sull'ESG, sta assumendo un ruolo sempre più importante per gli investitori e gli stakeholder interessati a comprendere gli impatti sociali e ambientali delle imprese. Pertanto, le imprese devono sviluppare e implementare meccanismi di rendicontazione efficaci, adottando standard riconosciuti a livello internazionale come il Global Reporting Initiative (GRI) o il Sustainability Accounting Standards Board (SASB), al fine di fornire informazioni chiare e comparabili.

Ruolo del consiglio di amministrazione e degli azionisti

Il consiglio di amministrazione svolge un ruolo cruciale nella governance aziendale. Esso è responsabile della supervisione delle operazioni dell'azienda, della gestione dei rischi, della definizione di politiche e strategie aziendali e della selezione dei dirigenti. Il consiglio di amministrazione deve essere indipendente e rappresentare gli interessi di tutti gli azionisti, garantendo trasparenza e responsabilità aziendale. Gli azionisti, d'altra parte, hanno il diritto di influenzare le decisioni aziendali attraverso il voto e devono essere incoraggiati a partecipare attivamente alle assemblee degli azionisti e a esercitare i loro diritti di voto.

Come ultimo elemento del rating ESG, si è quindi esplorata la dimensione "Governance", concentrando l'attenzione sul ruolo delle strutture di governo aziendali nella promozione della responsabilità e della trasparenza. Una governance aziendale efficace contribuisce a garantire una gestione responsabile e a promuovere la fiducia degli investitori, dei dipendenti e degli altri stakeholder. Le imprese devono adottare sistemi di controllo interni solidi, gestire i rischi in modo efficace, promuovere l'etica aziendale, fornire una divulgazione accurata e

tempestiva delle informazioni e garantire un coinvolgimento adeguato del consiglio di amministrazione e degli azionisti.

| 3 Pillars | 10 Themes | 35 ESG Key Issues | |
|------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Environment | Climate Change | Carbon Emissions | Financing Environmental Impact |
| | | Product Carbon Footprint | Climate Change Vulnerability |
| | Natural Capital | Water Stress | Raw Material Sourcing |
| | | Biodiversity & Land Use | |
| Pollution & Waste | Toxic Emissions & Waste | Electronic Waste | |
| | Packaging Material & Waste | | |
| Environmental Opportunities | Opportunities in Clean Tech | Opportunities in Renewable Energy | |
| | Opportunities in Green Building | | |
| Social | Human Capital | Labor Management | Human Capital Development |
| | | Health & Safety | Supply Chain Labor Standards |
| | Product Liability | Product Safety & Quality | Privacy & Data Security |
| | | Chemical Safety | Responsible Investment |
| Stakeholder Opposition | Consumer Financial Protection | Health & Demographic Risk | |
| | Controversial Sourcing | | |
| Social Opportunities | Community Relations | | |
| | Access to Communications | Access to Health Care | |
| Governance | Corporate Governance | Access to Finance | Opportunities in Nutrition & Health |
| | | Ownership & Control | Pay |
| Corporate Behavior | Board | Accounting | |
| | Business Ethics | | |
| | | Tax Transparency | |

Figura 1.3: La scomposizione delle dimensioni ESG.

Fonte: MSCI (2022). MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary.

Dal un punto di vista prettamente pratico, diventa di fondamentale importanza l'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale e richiede una comprensione approfondita degli impatti e delle opportunità che gli aspetti ambientali, sociali e di governance possono avere sull'azienda. Le imprese devono definire una visione strategica chiara e un impegno per l'integrazione dell'ESG, coinvolgendo il consiglio di amministrazione e l'alta dirigenza. Questo coinvolgimento ai massimi livelli dell'azienda è fondamentale per garantire l'allocazione delle risorse necessarie e l'integrazione dell'ESG in tutte le funzioni aziendali. Inoltre, le imprese devono identificare le questioni ESG rilevanti per il settore in cui operano e per gli stakeholder coinvolti, valutando l'importanza di ciascuna questione e stabilendo obiettivi e indicatori di performance specifici.

Nell'ottica della gestione operativa sostenibile, si richiede la revisione dei processi aziendali esistenti e l'implementazione di pratiche sostenibili. Le imprese possono adottare approcci come il Life Cycle Assessment (LCA) per valutare l'impatto ambientale dei loro prodotti lungo l'intero ciclo di vita. Inoltre, la gestione delle forniture e della catena di fornitura è un aspetto importante della gestione operativa sostenibile, che richiede la collaborazione con i fornitori per garantire pratiche sostenibili e il controllo della qualità dei prodotti. Investire in tecnologie e processi più efficienti dal punto di vista energetico, ridurre gli sprechi di risorse e promuovere l'innovazione sono ulteriori azioni che le imprese possono intraprendere per sviluppare prodotti e servizi più sostenibili¹¹.

Per garantire il successo dell'integrazione delle pratiche ESG, le imprese devono monitorare e valutare in modo sistematico e trasparente le loro performance ESG. Ciò implica l'implementazione di sistemi di monitoraggio e di reportistica ESG, la definizione di indicatori di performance chiave (KPI) per misurare il progresso verso gli obiettivi ESG stabiliti e la divulgazione delle informazioni ESG rilevanti agli investitori e agli altri stakeholder. Inoltre, le imprese devono essere pronte a impegnarsi in un dialogo con gli stakeholder, ad ascoltare le loro preoccupazioni e a rispondere in modo tempestivo e trasparente¹².

L'integrazione dell'ESG nella strategia aziendale e nella gestione operativa può comportare diversi benefici per le imprese, come una maggiore reputazione e fiducia da parte degli stakeholder, un migliore accesso ai capitali, la capacità di attrarre e trattenere talenti, una riduzione dei rischi e delle passività potenziali, nonché l'identificazione di nuove opportunità di business legate alla sostenibilità. Tuttavia, ci sono anche sfide associate all'integrazione dell'ESG, come la definizione di obiettivi e indicatori di performance appropriati, la raccolta e l'analisi dei dati ESG, la gestione del cambiamento organizzativo e la necessità di coinvolgere tutti i dipendenti nell'adozione di pratiche sostenibili¹³.

¹¹ Carter, C. R., & Rogers, D. S. (2008). A Framework of Sustainable Supply Chain Management: Moving toward New Theory. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 38(5), 360-387.

¹² Global Reporting Initiative (GRI). (2016). *GRI Standards: Sustainability Reporting Guidelines*.

¹³ Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). *Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.

I ragionamenti fin qui presentati hanno quindi consentito di esplorare le implicazioni pratiche dell'ESG per le imprese, concentrandoci sull'integrazione dell'ESG nella strategia aziendale e nella gestione operativa. L'integrazione dell'ESG richiede un impegno a livello aziendale, un'analisi approfondita delle questioni ESG rilevanti e la definizione di obiettivi e indicatori di performance specifici. La gestione operativa sostenibile implica la revisione dei processi aziendali e l'implementazione di pratiche sostenibili lungo l'intera catena di fornitura. Monitorare e valutare le performance ESG è fondamentale per il successo dell'integrazione dell'ESG, così come affrontare le sfide e sfruttare i benefici derivanti da questa trasformazione.

Motivazioni degli investitori per considerare l'ESG

Gli investitori, negli ultimi anni, hanno dimostrato un interesse crescente per l'ESG motivati da diversi fattori. La consapevolezza degli impatti ambientali e sociali delle imprese, la necessità di gestire i rischi finanziari associati a questioni ESG e la ricerca di opportunità di investimento a lungo termine che integrino considerazioni sostenibili sono solo alcune delle motivazioni. Gli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le compagnie assicurative, stanno sempre più considerando l'ESG come parte integrante delle loro strategie di investimento, riconoscendo che l'allocazione di capitali responsabili può contribuire a generare rendimenti sostenibili nel lungo periodo¹⁴.

Da questo punto di vista, le strategie di investimento sostenibile giocano un ruolo fondamentale. Esse comprendono l'integrazione dei fattori ESG nella valutazione degli investimenti, l'Impact Investing, l'investimento responsabile e l'investimento a lungo termine. Gli investitori possono infatti adottare queste strategie selezionando titoli sulla base dei criteri ESG specifici, integrando dati e rating ESG nelle analisi finanziarie tradizionali e impegnandosi attivamente con le imprese per promuovere la sostenibilità e l'adozione di pratiche responsabili.

In quest'ottica, al fine di valutare gli investimenti in ottica ESG, sono stati sviluppati diversi strumenti e metodologie. Gli indici di sostenibilità, per esempio, consentono agli investitori di identificare le imprese che soddisfano determinati criteri ESG,

¹⁴ Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.

mentre le agenzie di rating ESG valutano le performance e le pratiche ESG delle imprese, fornendo informazioni agli investitori per prendere decisioni informate (tema che approfondiremo nel Capitolo 1.1.2 I Rating ESG e ne quale verranno evidenziate le criticità). L'analisi degli impatti ambientali, sociali e di governance tramite strumenti come il Life Cycle Assessment, consente anche la valutazione dell'impatto sociale e l'analisi dei rischi legati alla governance aziendale.

Un punto di vista relativamente differente può essere l'analisi delle iniziative dei regolatori finanziari per promuovere la sostenibilità degli investimenti. I regolatori finanziari in tutto il mondo, infatti, stanno assumendo un ruolo attivo nella promozione della sostenibilità degli investimenti, tanto che alcune giurisdizioni richiedono la divulgazione obbligatoria delle informazioni ESG da parte delle imprese quotate, ma anche strumenti come i Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite, forniscono linee guida per gli investitori istituzionali sull'integrazione degli aspetti ESG nella gestione degli investimenti¹⁵.

In conclusione, il ruolo cruciale e la posizione degli investitori e degli attori finanziari favorisce la promozione dell'ESG e dell'integrazione dei fattori ESG nella valutazione degli investimenti, considerando che gli investitori sono motivati da diverse ragioni a considerare l'ESG e possono adottare strategie di investimento sostenibile. A tale fine sono disponibili strumenti di valutazione degli investimenti ESG per supportare le decisioni degli investitori, mentre i regolatori finanziari stanno promuovendo la sostenibilità degli investimenti attraverso iniziative e requisiti di divulgazione obbligatoria delle informazioni ESG.

La presente introduzione alle tematiche ESG ha fornito un fondamentale punto di partenza per evidenziare il trend storico che ha caratterizzato la Corporate Social Responsibility, l'importanza intrinseca che riveste la governance aziendale, l'essenziale processo di integrazione dell'ESG nella strategia aziendale e nella gestione operativa, nonché il ruolo imprescindibile degli investitori e gli strumenti di valutazione degli investimenti ESG.

È dunque innegabile che le implicazioni pratiche derivanti dall'adozione dell'ESG siano di estrema rilevanza e di vaste implicazioni. Le imprese devono pertanto adottare un approccio strategico e completo nei confronti dell'ESG, con la definizione di una visione chiara e di un impegno costante volto all'integrazione

¹⁵ European Commission. (2021). Sustainable Finance.

dei principi ESG in tutte le funzioni aziendali. In tal senso, assume un ruolo cruciale la promozione di una gestione operativa sostenibile, che miri a ridurre in maniera significativa gli impatti ambientali e sociali derivanti dalle attività aziendali. Parallelamente, gli investitori sono chiamati a considerare l'ESG come un elemento imprescindibile all'interno delle loro strategie di investimento, facendo uso di strumenti e metodologie idonee per valutare con precisione le performance ESG delle imprese.

Possibili sviluppi futuri

Il campo dell'ESG si caratterizza per una continua evoluzione che apre molteplici opportunità di sviluppo futuri. Tra le diverse prospettive che si delineano, si possono individuare alcuni possibili sviluppi.

In primo luogo, si prospettano sforzi volti alla standardizzazione e all'armonizzazione finalizzati alla definizione di standard e framework comuni per la valutazione e la divulgazione delle informazioni ESG. L'obiettivo è semplificare il confronto tra le imprese e migliorare la trasparenza del settore.

In secondo luogo, si delinea la necessità di individuare nuovi indicatori e metriche per la misurazione degli impatti ESG delle imprese e ciò implica superare i tradizionali dati finanziari e integrare dati non finanziari più specifici e affidabili.

Inoltre, anche l'applicazione di tecnologie innovative, come l'intelligenza artificiale e l'analisi dei big data, al fine di migliorare la raccolta, consentirebbe una migliore analisi e la gestione dei dati ESG.

Infine, un ulteriore sviluppo auspicabile riguarda un maggiore coinvolgimento delle istituzioni internazionali e delle politiche pubbliche nel promuovere l'adozione di pratiche sostenibili a livello globale e nel fronteggiare le sfide connesse alla sostenibilità¹⁶.

¹⁶ UN Sustainable Development Goals. (2021). About the Sustainable Development Goals.

“The Sustainable Development Goals are the blueprint to achieve a better and more sustainable future for all. They address the global challenges we face, including those related to poverty, inequality, climate change, environmental degradation, peace and justice. The 17 Goals are all interconnected, and in order to leave no one behind, it is important that we achieve them all by 2030.”¹⁷



Figura 1.4: Obiettivi di sviluppo sostenibile.

Fonte: Istat.

¹⁷ Ibidem.

1.1.2 IL RATING ESG.

Ci si focalizza ora sulla rilevanza dei rating ESG e sull'impatto che essi hanno sulle decisioni di investimento, sulle aziende e sulla società nel suo complesso, esplorando le ragioni per cui i rating ESG stanno acquisendo sempre maggiore importanza e discuteremo le loro applicazioni pratiche.

I rating ESG svolgono un ruolo di primaria importanza nelle decisioni di investimento sia per gli investitori istituzionali sia per gli investitori individuali e tale importanza può essere attribuita a vari fattori che illustreremo in seguito.

Uno dei motivi principali per cui i rating ESG risultano fondamentali per gli investitori è la gestione del rischio. Gli investimenti in aziende che presentano rischi ambientali, sociali o di governance possono comportare gravi conseguenze finanziarie. Ad esempio, un'azienda coinvolta in controversie ambientali potrebbe essere soggetta a sanzioni finanziarie o vedere ridotta la fiducia dei consumatori, con conseguente impatto negativo sul valore dell'investimento. I rating ESG forniscono agli investitori una valutazione delle prestazioni di un'azienda in termini di sostenibilità e aderenza agli standard ESG, permettendo loro di valutare il rischio associato a un potenziale investimento.

Diversi studi accademici¹² e ricerche di mercato hanno dimostrato una correlazione positiva tra le prestazioni ESG e le performance finanziarie a lungo termine delle aziende. Le aziende che concentrano le proprie attività sulla gestione sostenibile e sulla responsabilità sociale tendono ad essere più resilienti e a generare migliori rendimenti finanziari nel lungo periodo. I rating ESG aiutano gli investitori a individuare tali aziende e a prendere decisioni di investimento basate su criteri di sostenibilità, potenzialmente portando a una migliore performance finanziaria nel tempo. Tuttavia questa relazione tra i rating ESG e le performance finanziarie verrà analizzata nei capitoli successivi, in particolare nel Capitolo 1.1.4 esaminando la letteratura.

¹ Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210–233.

² Pätäri, S., Arminen, H., Tuppurä, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.

Ulteriore elemento fondamentale, come già citato precedentemente, fa riferimento alla costante crescita della richiesta di investimenti sostenibili. Sempre più investitori istituzionali e individuali, infatti, stanno integrando le considerazioni ESG nelle proprie strategie di investimento. Gli investitori sono sempre più consapevoli dell'impatto sociale e ambientale dei propri investimenti e desiderano allineare i propri portafogli con i loro valori personali³. I rating ESG forniscono agli investitori le informazioni necessarie per valutare la sostenibilità di un'azienda o di un'organizzazione e selezionare gli investimenti che meglio si allineano con i propri obiettivi ESG.

Se invece si pone l'attenzione alla prospettiva delle aziende, i rating ESG hanno un impatto significativo su di esse e svolgono un ruolo fondamentale nella promozione della responsabilità aziendale e della sostenibilità. Alcuni elementi rilevati possono essere infatti la l'incentivo ad una maggiore trasparenza ed una migliore rendicontazione, l'incentivo al miglioramento delle pratiche aziendali e benefici nell'accesso ai mercati finanziari.

I rating ESG potrebbero incentivare, infatti, le aziende a migliorare la trasparenza e la rendicontazione delle informazioni relative alle prestazioni in termini di CSR. Le aziende devono fornire dati accurati e completi sulle proprie pratiche ambientali, sociali e di governance per ottenere valutazioni ESG positive e ciò crea un incentivo per le imprese, invitandole a migliorare la qualità delle informazioni divulgate e a implementare sistemi di monitoraggio e reportistica più sofisticati, riducendo le condizioni di asimmetria informativa.

I rating potrebbero quindi le aziende a migliorare le proprie pratiche aziendali e ad adottare misure concrete per affrontare le sfide ambientali e sociali. Ad esempio, un'azienda con un basso rating ESG potrebbe essere incoraggiata a ridurre le proprie emissioni di carbonio, adottare politiche di gestione dei rifiuti più sostenibili o promuovere la diversità e l'inclusione all'interno dell'organizzazione. Questi aspetti consentono di delineare per le imprese un punto di riferimento che consenta loro di valutare le proprie prestazioni e individuare gli ambiti in cui è possibile apportare miglioramenti.

Si evidenzia inoltre come le aziende che ottengono punteggi ESG positivi ed elevati possono beneficiare di un migliore accesso ai mercati finanziari e gli investitori che integrano considerazioni ESG nelle loro strategie di investimento tendono a

³ Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.

selezionare più frequentemente aziende con un elevato punteggio ESG. Di conseguenza, le aziende che si distinguono per le loro prestazioni ESG positive possono attrarre maggiori investimenti e ottenere un vantaggio competitivo nell'accesso al capitale. Infatti, nella ricerca effettuata da Sinziana Dorobantu, Witold J. Henisz, e Lite J. Nartey è stata identificata la relazione secondo cui le società attive nell'estrazione dell'oro che si attengono e cercano di soddisfare al meglio i criteri ESG possono raggiungere valutazioni superiori rispetto ai competitors nello stesso settore⁴.

I rating ESG possono quindi influenzare la percezione degli investitori e la valutazione delle opportunità di investimento ed allo stesso modo presentano altre applicazioni pratiche che superano le sole decisioni di investimento o gli incentivi aziendali che vengono a delinearci.

In primo luogo, sono ampiamente utilizzati dagli investitori per creare portafogli di investimento sostenibili⁵. Gli investitori integrano i rating ESG nelle proprie strategie di selezione dei titoli e individuano le aziende che dimostrano un impegno significativo per la sostenibilità. Ciò consente agli investitori di indirizzare i propri capitali verso investimenti che generano impatti positivi sia dal punto di vista finanziario sia dal punto di vista ambientale e sociale.

In secondo luogo, le agenzie di rating forniscono anche analisi approfondite del rischio ESG per le aziende e per i settori industriali⁶. Queste analisi aiutano gli investitori a valutare i rischi associati a un determinato settore o a un'azienda specifica e a prendere decisioni di investimento informate. Le informazioni fornite dai rating ESG possono essere utilizzate per valutare la resilienza di un'azienda di fronte alle sfide ambientali, sociali e di governance e per individuare i fattori di rischio che potrebbero influenzare le performance future.

Inoltre, le aziende possono sfruttare i rating ESG come strumento per monitorare le proprie prestazioni in termini di sostenibilità e responsabilità sociale, fornendo un punto di riferimento per valutare le prestazioni dell'azienda rispetto ai suoi concorrenti e all'industria di riferimento⁷. Le aziende possono utilizzare queste valutazioni per identificare ambiti in cui è possibile apportare miglioramenti e

⁴ In Strategic Management Journal, December 2014, Volume 35, Number 12, pp. 1727–1748.

⁵ Morgan Stanley. (2021). Sustainable Report.

⁶ MSCI. (2021). ESG Ratings.

⁷ Global Reporting Initiative (GRI). (2016). GRI Standards: Sustainability Reporting Guidelines.

stabilire obiettivi specifici per migliorare le proprie prestazioni ESG nel tempo. Ciò può includere l'implementazione di politiche e pratiche aziendali sostenibili, l'integrazione di criteri ESG nella strategia aziendale e l'adozione di iniziative volte a migliorare la governance aziendale.

Un'ultima considerazione rilevante riguarda i rating ESG come strumento per influenzare le decisioni di acquisto dei consumatori informati⁸. I consumatori sono sempre più interessati all'impatto ambientale e sociale dei prodotti che acquistano e spesso cercano informazioni sulla sostenibilità delle aziende che producono tali prodotti. I rating ESG forniscono ai consumatori un modo rapido ed efficace per valutare le prestazioni delle aziende in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. I consumatori possono utilizzare queste informazioni per prendere decisioni di acquisto informate e supportare le aziende che dimostrano un impegno per la sostenibilità.

Nonostante l'importanza e l'utilità dei rating ESG, è fondamentale riconoscere anche le relative limitazioni che possono a loro volta attenuare o addirittura annullare gli effetti positivi che tali rating possono generare.

Esistono, infatti, numerose agenzie di rating ESG e le valutazioni possono differire anche notevolmente tra di loro.

Si evidenziano per esempio Thomson Refinitiv, utilizzato per l'estrapolazione dati in questa tesi, MSCI che classifica le società con un rating che varia da AAA a CCC e suddividendole tra società "leader", "average" oppure "laggard", oppure S&P Global ESG Scores e Sustainalytics ma anche molte altre.

Ciò può creare confusione per gli investitori che cercano di confrontare le valutazioni di diverse aziende o settori. Le agenzie di rating utilizzano metodologie diverse e attribuiscono differenti pesi agli indicatori ESG, il che può portare a risultati divergenti e fuorvianti. Gli investitori devono prestare attenzione a comprendere le metodologie utilizzate da ciascuna agenzia di rating e a considerare più fonti per ottenere una visione più completa delle prestazioni ESG di un'azienda.

La qualità e la disponibilità dei dati ESG possono variare notevolmente da un'azienda all'altra. Alcune aziende possono non fornire informazioni sufficienti o accurate sulle proprie pratiche ESG, rendendo difficile per le agenzie di rating valutare correttamente le loro prestazioni. Inoltre, le aziende possono avere diverse

⁸ Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance. Working Paper, Harvard Business School.

modalità di divulgazione delle informazioni ESG, rendendo complesso il confronto tra le prestazioni di diverse società. Ciò significa che i punteggi ESG potrebbero non riflettere a pieno la realtà delle pratiche ESG di un'azienda e possono essere soggetti a una certa dose di incertezza.

Infine, anche gli standard ESG sono in costante evoluzione per rispondere alle nuove sfide e tendenze nel campo della sostenibilità. Ciò significa che i rating ESG devono essere aggiornati regolarmente per tener conto di nuove metriche e nuovi criteri di valutazione. Tuttavia, questo processo di aggiornamento può richiedere del tempo e può essere difficile per le agenzie di rating tenere il passo con i cambiamenti nel panorama ESG. Ciò può portare a un ritardo nell'aggiornamento dei rating e a potenziali discrepanze tra le valutazioni e le pratiche ESG attuali di un'azienda.

Ricapitolando i numerosi concetti sottolineati fino a questo momento nel presente Capitolo, si è innanzitutto evidenziato il ruolo chiave dei rating ESG nella gestione del rischio, nelle performance finanziarie a lungo termine e nella risposta alla crescente domanda di investimenti sostenibili. D'altro canto si è anche sottolineato come i rating ESG stimolino le aziende a migliorare le proprie pratiche aziendali, promuovano la trasparenza e la rendicontazione e agevolino l'accesso ai mercati finanziari. Tuttavia, è importante considerare le limitazioni dei rating ESG, come le discrepanze tra le agenzie di rating, la limitata disponibilità di dati e l'evoluzione degli standard ESG.

Diventa quindi fondamentale approfondire le metodologie utilizzate dalle agenzie di rating per valutare le prestazioni delle aziende in termini ESG, ma anche analizzare le applicazioni settoriali dei rating, concentrandoci su come vengono utilizzati in diverse industrie per guidare decisioni sostenibili e promuovere la sostenibilità.

I rating ESG utilizzano una scala numerica e/o letterale al fine di valutare le prestazioni delle aziende in termini di impatto ambientale, responsabilità sociale e governance aziendale. Questa scala fornisce una misura standardizzata che consente agli investitori e ad altre parti interessate di comprendere e confrontare le prestazioni ESG delle aziende in modo più chiaro e significativo. Approfondiremo la scala numerica e letterale dei rating ESG, esaminando i loro significati e le loro implicazioni.

La scala numerica dei rating ESG varia tipicamente da 0 a 100 o da 0 a 10, dove un punteggio più elevato indica prestazioni ESG superiori. I punteggi vengono assegnati in base all'analisi delle pratiche aziendali in relazione ai criteri ESG. Ad esempio, un'azienda che dimostra una gestione ambientale eccellente, una solida responsabilità sociale e una governance aziendale efficace potrebbe ottenere un punteggio elevato. D'altro canto, un'azienda con carenze significative in uno o più ambiti ESG potrebbe ricevere un punteggio più basso.

La scala letterale dei rating ESG utilizza una serie di lettere o simboli per rappresentare i livelli di prestazioni ESG delle aziende. Questa scala letterale può variare tra le diverse agenzie di rating ESG, ma spesso utilizza una combinazione di lettere come "AAA", "AA", "A", "BBB", "BB", "B", "CCC" e così via⁹. Le lettere sono assegnate in base alla valutazione complessiva delle prestazioni ESG di un'azienda. Le aziende che ottengono un rating "AAA" o "AA" vengono considerate leader nel campo ESG, con solide pratiche e performance superiori. Al contrario, le aziende con rating "B" o "CCC" possono avere prestazioni ESG inferiori o problemi significativi da affrontare.

La scala numerica e letterale dei rating ESG viene spesso correlata per fornire una visione più completa delle prestazioni ESG di un'azienda. Ad esempio, un'azienda potrebbe ottenere un punteggio numerico elevato, come 85 su 100, che corrisponde a un rating letterale di "AA". Questa correlazione aiuta a tradurre i punteggi numerici in una valutazione più intuitiva e comprensibile per gli investitori e gli altri utenti dei rating ESG.

I punteggi ESG numerici e letterali svolgono un ruolo fondamentale nel supportare le decisioni di investimento sostenibile. Gli investitori possono utilizzare questi rating per valutare il rischio ESG associato a un'azienda e per identificare quelle con prestazioni superiori in termini di sostenibilità. Le aziende, d'altra parte, possono utilizzare i rating ESG per comprendere le aree in cui devono migliorare e per dimostrare il loro impegno verso la sostenibilità agli investitori e agli altri stakeholder.

È importante notare che le scale numeriche e letterali dei rating ESG possono variare tra le diverse agenzie di rating e possono essere personalizzate per specifici settori o regioni. Pertanto, è essenziale comprendere i criteri e le metodologie specifiche utilizzate da un'agenzia di rating ESG per interpretare correttamente i rating assegnati, è quindi fondamentale considerare i rating ESG come uno

⁹ Si veda per esempio MSCI. (2021). ESG Ratings.

strumento di valutazione complementare alle altre informazioni finanziarie e non come unico indicatore di prestazioni aziendali.

| Score range | Grade | Description |
|------------------------------|-------|--|
| 0.0 <= score <= 0.083333 | D - | 'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| 0.083333 < score <= 0.166666 | D | |
| 0.166666 < score <= 0.250000 | D + | |
| 0.250000 < score <= 0.333333 | C - | 'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| 0.333333 < score <= 0.416666 | C | |
| 0.416666 < score <= 0.500000 | C + | |
| 0.500000 < score <= 0.583333 | B - | 'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| 0.583333 < score <= 0.666666 | B | |
| 0.666666 < score <= 0.750000 | B + | |
| 0.750000 < score <= 0.833333 | A - | 'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| 0.833333 < score <= 0.916666 | A | |
| 0.916666 < score <= 1 | A + | |




Figura 1.5: Un possibile approccio al rating ESG.
 Fonte: Thomson Refinitiv, ESG score methodology (may 2022).

| Letter Rating | Leader/Laggard | Final Industry-Adjusted Company Score |
|---------------|----------------|---------------------------------------|
| AAA | Leader | 8.571* - 10.0 |
| AA | Leader | 7.143 - 8.571 |
| A | Average | 5.714 - 7.143 |
| BBB | Average | 4.286 - 5.714 |
| BB | Average | 2.857 - 4.286 |
| B | Laggard | 1.429 - 2.857 |
| CCC | Laggard | 0.0 - 1.429 |

Figura 1.6: Un ulteriore approccio al rating ESG.
 Fonte: MSCI. (2022). ESG Ratings Methodology.

APPLICAZIONI SETTORIALI DEI RATING ESG

I rating ESG trovano applicazione in diverse industrie e settori, poiché rappresentano strumenti efficaci per guidare decisioni sostenibili e promuovere la sostenibilità. Ripercorreremo quindi alcune delle principali applicazioni settoriali dei rating ESG.

Volgiamo la nostra attenzione ai settori prevalenti nel contesto italiano tra le società quotate al 2020¹⁰:

Nel settore energetico, i rating ESG rivestono un'importanza particolare, considerando l'impatto che le attività di estrazione, produzione e distribuzione di energia hanno sull'ambiente e sui cambiamenti climatici. Le aziende energetiche vengono valutate in base alle loro politiche ambientali, alle emissioni di gas serra, alla transizione verso fonti energetiche più pulite, alla sicurezza dei dipendenti e ad altri fattori ESG rilevanti per il settore. Tali rating orientano gli investimenti verso aziende che si impegnano nella transizione verso fonti energetiche più pulite e nell'adozione di pratiche sostenibili.

Nel settore finanziario, invece, i rating ESG vengono utilizzati per valutare le prestazioni delle istituzioni finanziarie in termini di responsabilità sociale, governance e gestione dei rischi. Ad esempio, le banche vengono valutate in base alla loro esposizione ai rischi ambientali, sociali e di governance, alla trasparenza delle informazioni, alla gestione dei crediti sostenibili e all'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento. Tali rating assistono gli investitori nella selezione di istituzioni finanziarie che promuovono la sostenibilità e gestiscono efficacemente i rischi ESG.

LIMITI DELLE METODOLOGIE DI RATING

Nonostante l'utilità dei rating ESG, è importante riconoscere anche le limitazioni delle metodologie utilizzate. Per come sono stata strutturata l'analisi dei rating ESG, si può evidenziare come siano emerse diverse criticità a proposito di questi aspetti:

¹⁰ Sulla base di quanto indicato su <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-societa-quotate.htm>

Mancanza di standardizzazione.

Le metodologie dei rating ESG possono variare tra diverse agenzie di rating, creando una mancanza di standardizzazione e rendendo difficile il confronto diretto tra le valutazioni. Tale mancanza di standardizzazione può causare confusione tra gli investitori e limitare la trasparenza delle valutazioni ESG.

Dipendenza dai dati e dalle informazioni fornite.

Le agenzie di rating ESG dipendono spesso dai dati e dalle informazioni fornite dalle aziende stesse. Ciò può comportare un rischio di "greenwashing", ovvero il fenomeno in cui le aziende forniscono informazioni inaccurate o incomplete al fine di migliorare la propria valutazione ESG. È essenziale che le agenzie di rating ESG siano in grado di verificare e validare le informazioni fornite dalle aziende per garantire la precisione delle valutazioni.

Focus sull'adeguamento alle norme anziché sulla trasformazione.

I rating ESG potrebbero indurre le aziende a concentrarsi sull'adeguamento alle norme esistenti, piuttosto che sulla promozione di una vera trasformazione verso pratiche più sostenibili. Ciò potrebbe limitare la capacità dei rating ESG di guidare un cambiamento significativo verso modelli di business più sostenibili.

1.1.3 CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TREND.

Il trend storico della Responsabilità Sociale d'Impresa (Corporate Social Responsibility, CSR) si caratterizza per un'evoluzione significativa che ha segnato il corso del tempo. Nel corso degli ultimi decenni, la CSR ha subito una trasformazione sostanziale, passando da una pratica marginale a un concetto di rilevanza centrale nell'agenda aziendale. Nel presente capitolo, porremo la nostra attenzione all'analisi del trend storico della CSR, concentrandoci sulle principali tappe che hanno portato alla sua attuale importanza e al riconoscimento che le viene attribuito.

Le origini della CSR possono essere ricondotte alla metà del XX secolo, quando cominciarono a emergere le prime preoccupazioni riguardo agli impatti delle attività aziendali sulla società e sull'ambiente circostante. In quel periodo, le imprese cominciarono a prendere consapevolezza del fatto che le loro azioni non erano esclusivamente volte alla generazione di profitti, ma che avevano anche un impatto sociale e ambientale di notevole rilevanza. Le prime manifestazioni della CSR si focalizzarono principalmente sulla pratica filantropica e sulle donazioni finalizzate a scopi sociali¹.

Negli anni '60 e '70, a seguito dell'aumento dell'attivismo sociale e dei movimenti per i diritti civili e ambientali, la CSR iniziò a svilupparsi come risposta alle crescenti aspettative della società nei confronti delle imprese. Le pressioni esterne e le richieste provenienti dai consumatori spinsero le aziende a considerare l'impatto delle loro attività sulla comunità e sull'ambiente. In questo periodo, emersero anche le prime norme e regolamenti che richiedevano alle imprese di assumere una maggiore responsabilità sociale².

Negli anni '80 e '90, la CSR iniziò a guadagnare sempre maggiore attenzione a livello internazionale³. Organizzazioni internazionali come le Nazioni Unite, l'Organizzazione Internazionale del Lavoro e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico cominciarono a promuovere la CSR come parte integrante del concetto di sviluppo sostenibile. Inoltre, gli scandali aziendali e le crisi sociali e ambientali, come l'incidente di Bhopal nel 1984 e il disastro ambientale di Exxon

¹ Cochran, P. L. (2007). The evolution of corporate social responsibility. *Business horizons*, 50(6), 449-454.

² Ibidem.

³ Ibidem.

Valdez nel 1989, portarono a un aumento delle richieste di responsabilità da parte delle imprese.

All'inizio del XXI secolo, la CSR divenne una priorità sempre più rilevante per le imprese e le istituzioni internazionali e negli anni 2000, infatti, le Nazioni Unite adottarono i Principi per l'Investimento Responsabile (PRI), che incoraggiarono gli investitori istituzionali a considerare fattori ambientali, sociali e di governance nelle loro decisioni di investimento⁴.

Inoltre, nel 2004, venne lanciato il Global Compact delle Nazioni Unite, un'iniziativa volontaria che richiedeva alle imprese di impegnarsi a seguire principi di sostenibilità e rispetto dei diritti umani. Questi sono solo due esempi delle iniziative internazionali che hanno contribuito a promuovere la CSR⁵.

Nel corso degli ultimi due decenni, la CSR ha continuato a svilupparsi e rafforzarsi. Le imprese hanno cominciato ad integrare la responsabilità sociale nelle loro strategie aziendali, riconoscendo che la sostenibilità e l'impegno sociale possono generare vantaggi competitivi a lungo termine. La CSR non è più vista come un'attività facoltativa o di mera filantropia, ma come un elemento chiave per la creazione di valore condiviso tra l'impresa, le parti interessate e la società nel suo complesso.

Oggi, la CSR si è evoluta in un approccio omnicomprensivo alla gestione aziendale, che implica l'integrazione di considerazioni sociali, ambientali ed economiche in tutte le attività imprenditoriali. Le imprese si impegnano sempre di più nella rendicontazione dei loro impatti sociali e ambientali, utilizzando indicatori di sostenibilità e divulgando informazioni sulle proprie pratiche e politiche. Inoltre, le aziende collaborano attivamente con le parti interessate, come organizzazioni non governative, governi locali e comunità, per affrontare sfide sociali e ambientali complesse.

Nonostante i progressi compiuti, la CSR si trova ancora ad affrontare sfide e critiche. Si potrebbe sostenere che la CSR sia semplicemente un'attività di pubbliche relazioni o un modo per "ripulire" le società dalle azioni dannose intraprese nel corso degli anni, oppure si potrebbero esprimere dubbi sulla misurabilità e l'affidabilità delle informazioni sulla CSR fornite dalle imprese stesse. Tuttavia, le

⁴ Si veda <https://www.unpri.org/>

⁵ Si veda <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

aspettative nei confronti delle imprese sono in costante evoluzione, con una crescente richiesta di trasparenza, impegno sociale e sostenibilità.

L'analisi del trend storico della CSR riflette l'evoluzione delle aspettative della società nei confronti delle imprese e il riconoscimento dell'importanza di un approccio sostenibile alla gestione aziendale. Dalla nascita delle prime manifestazioni di responsabilità sociale fino all'integrazione della CSR nelle strategie aziendali, si è assistito a un ampliamento della prospettiva riguardo al ruolo delle imprese nella creazione di valore sociale ed economico. Nonostante le sfide affrontate, la CSR continua a crescere come disciplina e a esercitare un impatto significativo sulle aziende, le parti interessate e la società nel suo complesso.

1.1.4 LETTERATURA E RICERCHE.

Rispetto alla politica dei dividendi, la sostenibilità aziendale è un concetto più recente che è diventato sempre più rilevante negli ultimi anni. Per questo motivo, la sostenibilità aziendale come area di ricerca non è stata esplorata nella stessa misura della politica dei dividendi, il che significa che il materiale accademico su come la sostenibilità aziendale influisca su diverse aree di un'azienda è piuttosto ridotto. Tuttavia analogamente a quanto svolto nell'analisi svolta da Johansson A. & Fahlén A. (2019)¹ a proposito delle imprese nordiche, si vuole ripercorrere la ridotta letteratura accademica a proposito della sostenibilità aziendale (se comparata a quella relativa alla dividend policy) e quindi anche analizzare quali teorie trovano applicazione nell'indagine di tale relazione (si veda il Capitolo 1.3, Capitolo 1.4, Capitolo 1.5, Capitolo 1.6 e Capitolo 1.7). La letteratura in tema di sostenibilità si è concentrata principalmente sull'impatto verso le aree dell'efficienza degli investimenti (Benlemlih & Bitar, 2018)², l'asimmetria informativa (Cui, J., Jo, H., & Na, H., 2016)³, la reputazione aziendale (Park, 2019)⁴, la struttura finanziaria (Yang et al., 2018)⁵ e il costo del capitale (Ghoul et al., 2011)⁶.

Tuttavia, l'area più studiata è stata la sostenibilità e la sua relazione con le prestazioni finanziarie, dove numerosi studi hanno concluso che esiste una relazione positiva, ad esempio, Pätäri et al. (2014, p. 148)⁷ e Friede et al. (2015, p. 226)⁸. Tuttavia, la relazione non è del tutto chiara, poiché altri studi hanno

¹ Johansson A. & Fahlén A. (2019). *Does sustainability affect dividend policy? A panel data study on Nordic firms*. Umeå School of business, economics and statistics. Department of Business Administration.

² Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148 (3), 647-671.

³ Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2016). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148 (3), 549-572.

⁴ Park, E. (2019). Corporate social responsibility as a determinant of corporate reputation in the airline industry. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 47, 215-221.

⁵ Yang, S., He, F., Zhu, Q., & Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25 (3-4), 352-387.

⁶ Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35 (9), 2388-2406.

⁷ Pätäri, S., Arminen, H., Tuppuru, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.

⁸ Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210-233.

riscontrato una relazione di irrilevanza o addirittura negativa, come ad esempio nell'analisi proposta da Crisóstomo et al. (2011, p. 306)⁹.

Secondo l'autore, tuttavia, questa differenza nei risultati potrebbe dipendere dalle situazioni macroeconomiche all'interno delle quali sono stati condotti gli studi, poiché diversi Paesi sono più o meno efficienti nell'attuazione dei concetti di sostenibilità rispetto alle pratiche aziendali.

Infatti gli studi di Crisóstomo et al. (2011, p. 306)¹⁰ sono stati condotti in riferimento al Brasile, il quale è considerato un Paese in via di sviluppo, elemento che può incidere sulla percezione dei fattori di Corporate Social Responsibility.

Si prova ora ad analizzare ed affrontare i principali risultati ottenuti dagli autori sopracitati, in modo tale da avere un quadro più preciso e chiaro di come i temi ESG abbiano un impatto sulle attività aziendali.

BENLEMLIH M. & BITAR M (2018).

In questo studio, Benlemlih & Bitar (2018)¹¹, utilizzano un campione di 21.030 osservazioni su aziende negli Stati Uniti che rappresentano oltre 3000 aziende nel periodo che va dal 1998 al 2012 cercando di esaminare la relazione tra la Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) e l'efficienza degli investimenti.

I risultati mostrano un elevato coinvolgimento della CSR rispetto all'efficienza degli investimenti, in particolare la CSR ha un impatto positivo sull'efficienza degli investimenti. Questi risultati sono in linea con le previsioni secondo cui le imprese impegnate in modo significativo nella CSR vantano una minore asimmetria informativa e un solido legame con gli stakeholder (come previsto dalla teoria degli stakeholder che analizzeremo in modo più approfondito all'interno del Capitolo 1.5).

Inoltre, la stessa l'analisi condotta da Benlemlih & Bitar (2018) mostra come i componenti della CSR siano in realtà strettamente legati agli stakeholder primari delle aziende, come le relazioni con i dipendenti, le caratteristiche dei prodotti,

⁹ Crisóstomo, V.L., Freire, F.S., & Vasconcellos, F.C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), 295-309.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148 (3), 647-671.

l'ambiente e la diversità, e siano più efficaci nel ridurre l'inefficienza degli investimenti rispetto a quelli correlati agli stakeholder secondari, come i diritti umani e il coinvolgimento nella comunità. Come ultimo elemento, emerge che l'effetto della CSR sull'efficienza degli investimenti si intensifica durante periodi di crisi finanziaria, come dimostrato nella crisi dei subprime del 2008. Nel complesso, questi risultati sottolineano in modo significativo il ruolo cruciale della CSR nell'influenzare il comportamento delle imprese e migliorare l'efficienza dei loro investimenti.

L'approccio empirico di questo studio, basato su un campione ampio e rappresentativo di aziende negli Stati Uniti, fornisce una base solida per trarre conclusioni significative sulla relazione tra CSR e l'efficienza degli investimenti.

I risultati, proposti, indicano che le aziende con un coinvolgimento più alto nella CSR tendono ad avere una maggiore efficienza negli investimenti e tali risultati sono in linea con le teorie sulla CSR e sulla teoria degli stakeholder (Capitolo 1.5). Benlemlih & Bitar (2018) mostrano come le aziende che integrano considerazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni possono godere di una migliore reputazione, una maggiore fiducia da parte degli stakeholder e una minore incertezza informativa. Questi fattori possono contribuire a una maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse per i progetti di investimento, come vedremo nel Capitolo 1.3 analizzando gli impatti dei costi di agenzia sulle decisioni aziendali.

Inoltre, nello stesso articolo, si mette in luce il fatto che le componenti direttamente collegate agli stakeholder primari siano più efficaci nel migliorare l'efficienza degli investimenti suggerisce che la creazione di valore per gli stakeholder chiave è fondamentale per ottimizzare l'allocazione delle risorse.

Interessante è anche il risultato che l'effetto della CSR sull'efficienza degli investimenti è stato più pronunciato durante la crisi dei subprime. Questo suggerisce che le aziende con un forte coinvolgimento nella CSR potrebbero aver affrontato meglio la crisi attraverso decisioni di investimento più oculate e una gestione delle risorse più efficiente. Ciò può essere attribuito al fatto che le aziende focalizzate sulla CSR possono essere più resilienti alle sfide esterne grazie alla fiducia degli stakeholder e alla gestione sostenibile delle risorse.

In conclusione, lo studio di Benlemlih e Bitar (2018) fornisce prove tangibili che la CSR abbia un impatto positivo sull'efficienza degli investimenti aziendali. I risultati sottolineano come le aziende che adottano pratiche di CSR possono beneficiare di una migliore gestione delle risorse e di una maggiore efficienza nell'allocazione

degli investimenti. Questa ricerca ha implicazioni rilevanti sia per la teoria aziendale che per la pratica aziendale, dimostrando che l'attenzione alla sostenibilità e alle considerazioni sociali può influenzare positivamente le decisioni aziendali e, di conseguenza, i risultati finanziari a lungo termine.

PARK, E. (2019).

Lo studio condotto da Park nel 2019¹², nell'articolo "Corporate social responsibility as a determinant of corporate reputation in the airline industry", si concentra sull'effetto della Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) sulla reputazione aziendale nell'industria dell'aviazione. L'obiettivo principale di questo studio è indagare come l'adozione di pratiche di CSR da parte delle compagnie aeree possa influenzare la percezione della loro reputazione aziendale. L'indagine si focalizza sull'industria aeronautica, valutando come l'adesione a pratiche socialmente responsabili possa plasmare l'opinione pubblica riguardo alla reputazione delle compagnie aeree.

Questo studio assume un'importanza rilevante data l'attuale enfasi sull'immagine aziendale e la reputazione nel processo decisionale dei consumatori e delle parti interessate come già menzionato nei capitoli precedenti a proposito dell'importanza dei fattori ESG per le imprese, ma soprattutto nel competitivo settore dell'aviazione, la reputazione può essere un elemento chiave nell'attrarre e mantenere clienti e collaboratori commerciali, sapendo che la competizione ed i fattori intrinseci del settore riducono al minimo la marginalità .

Lo studio di Park (2019) rivela una correlazione positiva tra CSR e reputazione aziendale nel settore dell'aviazione. Questo suggerisce che le compagnie aeree che dimostrano un coinvolgimento nelle iniziative socialmente responsabili tendono a godere di una miglior reputazione agli occhi del pubblico. Questi risultati possono essere interpretati considerando la teoria degli stakeholder e delle clientele come si vedrà nel Capitolo 1.5 e Capitolo 1.6, suggerendo che le compagnie aeree che dimostrano un interesse per questioni sociali, ambientali e di governance generano una maggiore fiducia e apprezzamento tra i vari stakeholder, compresi i consumatori.

¹² Park, E. (2019). Corporate social responsibility as a determinant of corporate reputation in the airline industry. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 47, 215-221.

Ulteriore elemento degno di nota dello studio è l'analisi specifica dell'industria dell'aviazione. Questo settore è spesso sottoposto a una rigorosa valutazione da parte dei consumatori riguardo alla sicurezza, sostenibilità e impatto ambientale. Di conseguenza, l'adesione a pratiche di CSR può avere un impatto particolarmente significativo sulla percezione della reputazione aziendale all'interno dell'industria aeronautica.

In sintesi, lo studio di Park del 2019 evidenzia il legame importante tra la Responsabilità Sociale d'Impresa e la reputazione aziendale nell'industria dell'aviazione. L'adozione di pratiche socialmente responsabili da parte delle compagnie aeree sembra contribuire in modo positivo alla percezione della reputazione aziendale. Questa scoperta ha implicazioni rilevanti sia per l'industria in sé che per le aziende, che possono beneficiare di miglioramenti nell'immagine aziendale attraverso l'implementazione di pratiche di CSR.

PÄTÄRI, S. ET AL (2014).

Anche lo studio condotto da Pätäri, Arminen, Tuppurä e Jantunen nel 2014¹³ evidenzia una correlazione positiva ed esamina la relazione con le prestazioni finanziarie e sociali delle aziende nel settore energetico ed in particolare si propone di valutare se le aziende del settore energetico possano conseguire performance finanziarie migliori integrando pratiche socialmente responsabili.

Il settore energetico è un contesto particolarmente rilevante, poiché le sue operazioni possono avere impatti significativi sull'ambiente e sulla società, ma anche dal punto di vista di questa tesi, in quanto tra le aziende quotate italiane sono presenti diverse imprese appartenenti a questo settore.

I risultati della ricerca indicano che esiste una relazione positiva tra performance finanziarie e sociali nel settore energetico. Questo suggerisce che le aziende che integrano pratiche socialmente responsabili nella loro operatività tendono a ottenere performance finanziarie migliori rispetto a quelle che non lo fanno. Ancora una volta ciò può essere interpretato nel contesto della teoria degli stakeholder e delle clientele (Capitolo 1.5 e 1.6), suggerendo che le aziende che gestiscono le

¹³ Pätäri, S., Arminen, H., Tuppurä, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.

preoccupazioni sociali e ambientali godono di una maggiore fiducia e apprezzamento da parte degli stakeholder, inclusi i consumatori e gli investitori.

Uno dei contributi chiave dello studio è il suo focus sul settore energetico, dove la sostenibilità è di particolare rilevanza. Le aziende energetiche sono sotto la lente dell'opinione pubblica e delle autorità regolatorie per le loro implicazioni ambientali e sociali. Pertanto, le pratiche responsabili potrebbero avere un effetto particolarmente forte su come queste aziende vengono percepite.

CRISÓSTOMO, V.L. ET AL (2011).

Nell'articolo intitolato "Economic performance, governance, and market discipline of Brazilian firms" di Crisóstomo, Freire e Vasconcelos (2011)¹⁴, viene esaminata la relazione con la performance economica delle imprese brasiliane, la governance aziendale e la disciplina di mercato ed in particolare si approfondisce la correlazione negativa tra la performance finanziaria e la responsabilità sociale d'impresa (CSR).

La metodologia utilizzata dagli autori prevede l'analisi di un campione di imprese quotate nella Borsa di Valori di San Paolo (BOVESPA) nel periodo dal 1996 al 2006 e utilizzando una serie di indicatori finanziari, tra cui il rendimento delle azioni, la redditività e l'efficienza, per valutare la performance economica delle imprese. La governance aziendale è misurata attraverso la concentrazione di azionariato, la separazione dei diritti di voto e di proprietà, e la presenza di un consiglio di amministrazione indipendente.

L'aspetto più rilevante del presente studio riguarda la correlazione negativa tra la performance finanziaria e la CSR delle imprese brasiliane prese in esame. Gli autori hanno riscontrato infatti che le imprese che investono maggiormente nella CSR tendono a registrare una performance finanziaria inferiore rispetto a quelle che dedicano meno risorse a tali iniziative.

Una possibile spiegazione di questa correlazione negativa potrebbe essere attribuita al fatto che gli investimenti in CSR possono comportare costi aggiuntivi per le imprese, riducendo così i profitti a breve termine. Inoltre, l'impegno nelle pratiche di CSR potrebbe distogliere l'attenzione dalle attività principali

¹⁴ Crisóstomo, V.L., Freire, F.S., & Vasconcelos, F.C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), 295-309.

dell'impresa, influenzando negativamente sulla sua efficienza operativa e sulla capacità di generare valore per gli azionisti.

È evidente come questo risultato sia in contrasto con gli studi citati precedentemente e che hanno evidenziato una correlazione positiva tra CSR e performance finanziaria. Tuttavia, tale correlazione negativa riscontrata nel contesto brasiliano potrebbe essere attribuita alle specificità del contesto economico e istituzionale del paese, come la mancanza di una regolamentazione efficace e di un'adeguata disciplina di mercato.

1.2 DIVIDEND POLICY.

La politica dei dividendi rappresenta una decisione cruciale per le imprese che determina la quantità di utili distribuiti agli azionisti. È un aspetto fondamentale della gestione finanziaria delle imprese e riveste un ruolo di rilievo nella creazione di valore per gli azionisti. Questo capitolo mira infatti a fornire una definizione accurata e completa della politica dei dividendi, sottolineando la sua importanza strategica e le implicazioni finanziarie per le imprese.

DEFINIZIONE DI POLITICA DEI DIVIDENDI

La politica dei dividendi si riferisce alle decisioni prese da una società in merito alla distribuzione degli utili agli azionisti¹. È il risultato di una serie di scelte complesse che coinvolgono il livello e il timing dei pagamenti dei dividendi, nonché l'utilizzo degli utili non distribuiti per finanziare opportunità di investimento interne o esterne². La politica dei dividendi può assumere diverse forme, in base agli obiettivi e alle esigenze specifiche di ciascuna impresa.

IMPORTANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI PER LE IMPRESE

La politica dei dividendi svolge un ruolo cruciale nella creazione di valore per gli azionisti³. La distribuzione di dividendi può essere considerata una forma di ritorno finanziario per gli azionisti, i quali sono a tutti gli effetti i proprietari dell'impresa. I dividendi rappresentano infatti una parte degli utili generati dall'impresa che viene restituita agli azionisti in proporzione alla loro partecipazione al capitale sociale. Anche per questo motivo la politica dei dividendi può influenzare la percezione del valore dell'impresa da parte degli investitori e dei mercati finanziari, avendo un impatto diretto sul prezzo delle azioni.

I dividendi possono svolgere diversi ruoli nella creazione di valore per gli azionisti.

In primo luogo, possono fornire un flusso di reddito regolare agli investitori e possono essere importanti soprattutto per coloro che dipendono da tali redditi per finanziare le loro esigenze personali o per investimenti successivi.

¹ Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.

² Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433

³ Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43

In secondo luogo, i dividendi possono essere considerati un segnale di fiducia da parte della dirigenza dell'impresa riguardo alle sue prospettive future e alla sua capacità di generare profitti sostenibili nel lungo termine. Questo può influenzare positivamente la percezione degli investitori e, di conseguenza, il valore delle azioni.

Ed infine, i dividendi possono anche fungere da meccanismo di controllo da parte degli azionisti, riducendo la disponibilità di liquidità per le attività di investimento dell'impresa e mettendo in luce la gestione delle risorse finanziarie⁴.

CONSIDERAZIONI SULLA POLITICA DEI DIVIDENDI

La politica dei dividendi può variare da un'estrema conservazione degli utili, in cui l'impresa decide di non distribuire alcun dividendo e reinvestire tutti gli utili generati in opportunità di crescita, a una distribuzione elevata degli utili, in cui l'impresa decide di distribuire la maggior parte o addirittura tutti gli utili agli azionisti. La scelta di una politica dei dividendi appropriata dipende da una serie di fattori, tra cui la situazione finanziaria dell'impresa, le opportunità di investimento disponibili, le preferenze degli azionisti e le condizioni di mercato⁵.

⁴ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

⁵ Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.

1.2.1 GLI APPROCCI ALLE POLITICHE DEI DIVIDENDI ED IL PAYOUT.

APPROCCIO RESIDUALISTA

L'approccio residualista alla politica dei dividendi si basa sull'idea che i dividendi dovrebbero essere distribuiti solo dopo aver soddisfatto tutti gli altri obblighi finanziari dell'impresa, come il finanziamento delle opportunità di investimento¹. Secondo questo approccio, gli utili vengono considerati come una variabile residuale, disponibile per la distribuzione agli azionisti una volta soddisfatte le necessità di finanziamento dell'impresa. In altre parole, i dividendi vengono pagati solo se l'impresa genera utili in eccesso rispetto a ciò che è richiesto per finanziare i suoi progetti di investimento².

L'approccio residualista si basa sulla teoria del valore dell'impresa proposta da Modigliani e Miller (1961) e proprio in tale articolo è stato approfondito, che sostiene che il valore di un'impresa è determinato dalle sue prospettive di flusso di cassa futuro, indipendentemente dalla sua politica dei dividendi.

Secondo questa teoria, gli investitori possono creare i loro dividendi personalizzati vendendo una parte delle loro azioni, se necessario, per ottenere il flusso di reddito desiderato. Questa teoria verrà approfondita nei prossimi capitoli.

Vantaggi e limitazioni dell'approccio residualista.

L'approccio residualista presenta alcuni vantaggi. Innanzitutto, consente all'impresa di sfruttare le opportunità di investimento senza vincoli derivanti dalla necessità di distribuire dividendi. Ciò significa che l'impresa può reinvestire gli utili generati per finanziare progetti di crescita futura, che potrebbero portare a una maggiore creazione di valore nel lungo termine.

In secondo luogo, l'approccio residualista tiene conto della stabilità degli utili e della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa costanti nel tempo, evitando la distribuzione di dividendi insostenibili che potrebbero mettere a rischio la stabilità finanziaria dell'impresa.

Tuttavia, l'approccio residualista presenta anche alcune limitazioni. Innanzitutto, può creare incertezza per gli azionisti, poiché i dividendi possono variare significativamente a seconda delle opportunità di investimento e delle performance

¹ Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659. In questo articolo di Frank H. Easterbrook esplora l'approccio residualista alla luce dei costi di agenzia. L'autore discute come la politica dei dividendi possa essere utilizzata come strumento per mitigare i problemi di agenzia tra azionisti e management

² Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

finanziarie dell'impresa³. Questa incertezza potrebbe influenzare negativamente il prezzo delle azioni e la fiducia degli investitori. In secondo luogo, l'approccio residualista può essere critico per le imprese che operano in settori ad alta intensità di capitale, in cui le esigenze di finanziamento per i progetti di investimento possono essere considerevoli. Queste imprese potrebbero essere costrette a mantenere un basso livello di distribuzione dei dividendi per finanziare tali progetti, il che potrebbe deludere gli investitori in cerca di un flusso di reddito stabile⁴.

APPROCCIO DEL DIVIDENDO COSTANTE

L'approccio del dividendo costante si basa sull'idea di distribuire dividendi stabili e prevedibili nel tempo, indipendentemente dalle fluttuazioni degli utili o delle opportunità di investimento dell'impresa⁵. Secondo questo approccio, l'impresa stabilisce un livello di dividendo che intende mantenere costante nel tempo, anche se gli utili variano. In caso di diminuzione degli utili, l'impresa può utilizzare le riserve o accedere a fonti di finanziamento esterne per garantire la continuità dei pagamenti dei dividendi.

L'approccio del dividendo costante mira a fornire una stabilità del flusso di reddito per gli azionisti e a creare fiducia e prevedibilità per gli investitori. L'impresa comunica agli azionisti che la distribuzione dei dividendi sarà mantenuta costante, a prescindere dalle variazioni degli utili⁶. Questo può essere particolarmente attraente per gli investitori che dipendono dai dividendi come fonte di reddito regolare.

Vantaggi e Limitazioni dell'Approccio del Dividendo Costante

Per quanto riguarda i vantaggi dell'approccio del dividendo costante, innanzitutto, fornisce una certa stabilità agli azionisti, poiché i pagamenti dei dividendi rimangono costanti nel tempo, indipendentemente dalle fluttuazioni degli utili. Questo può essere particolarmente attraente per gli investitori che cercano un flusso di reddito regolare e prevedibile, come citato da Gordon (1963). Inoltre, l'approccio del dividendo costante può aiutare a creare fiducia nel mercato e a migliorare la reputazione dell'impresa, poiché gli investitori apprezzano la prevedibilità e la coerenza nella politica dei dividendi⁷.

³ Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.

⁴ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

⁵ Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

⁶ Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

⁷ Ibidem.

Tuttavia, l'approccio del dividendo costante presenta anche delle limitazioni. In primo luogo, potrebbe non essere adatto per le imprese che operano in settori caratterizzati da fluttuazioni significative degli utili o da un elevato grado di incertezza. In tali casi, l'impresa potrebbe trovarsi nella situazione di dover ridurre i pagamenti dei dividendi o attingere alle riserve per mantenere il livello costante dei dividendi, il che potrebbe essere considerato negativo dagli investitori. In secondo luogo, l'approccio del dividendo costante potrebbe limitare le opportunità di investimento dell'impresa, poiché potrebbe essere necessario mantenere un elevato livello di utili non distribuiti per garantire la continuità dei pagamenti dei dividendi, a discapito della capacità di finanziare progetti di crescita futura⁸.

APPROCCIO DEL DIVIDENDO STABILE

L'approccio del dividendo stabile si basa sull'idea di distribuire dividendi in base a una percentuale costante degli utili dell'impresa⁹. Secondo questo approccio, l'impresa stabilisce una politica di dividendo che prevede il pagamento di una quota fissa degli utili a titolo di dividendi. Ad esempio, potrebbe essere stabilito che il 50% degli utili sarà distribuito come dividendi agli azionisti.

L'obiettivo dell'approccio del dividendo stabile è quello di fornire una certa stabilità e prevedibilità nella distribuzione dei dividendi, consentendo agli azionisti di beneficiare in modo proporzionale degli utili generati dall'impresa. Se gli utili aumentano, anche i dividendi aumenteranno proporzionalmente, mantenendo costante la percentuale di distribuzione. Viceversa, se gli utili diminuiscono, anche i dividendi diminuiranno in proporzione. Questo approccio tiene conto delle fluttuazioni degli utili dell'impresa, consentendo agli azionisti di condividere il successo finanziario oppure i cattivi risultati dell'impresa nel tempo.

Vantaggi e Limitazioni dell'Approccio del Dividendo Stabile

L'approccio del dividendo stabile presenta diversi vantaggi: tale approccio infatti fornisce una certa stabilità agli azionisti, poiché i dividendi sono legati in modo proporzionale agli utili dell'impresa. Gli investitori possono quindi prevedere in modo più accurato i flussi di reddito derivanti dai dividendi. In secondo luogo, l'approccio del dividendo stabile tiene conto del principio della reciprocità tra azionisti e impresa, in cui gli azionisti beneficiano in modo proporzionale degli utili generati dall'impresa. Questo può contribuire a costruire un rapporto di fiducia e a promuovere un allineamento degli interessi tra l'impresa e gli azionisti.

⁸ Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

⁹ *Ibidem*.

D'altro canto presenta delle limitazioni: primo luogo, potrebbe non essere adatto per le imprese che operano in settori caratterizzati da fluttuazioni significative degli utili o da cicli economici altamente volatili. In questi casi, l'impresa potrebbe trovarsi nella situazione di dover ridurre i pagamenti dei dividendi anche se gli utili sono in calo, il che potrebbe essere considerato negativo dagli investitori. In secondo luogo, l'approccio del dividendo stabile potrebbe non tener conto delle esigenze di finanziamento dell'impresa per opportunità di investimento future. Se l'impresa ha bisogno di una quantità significativa di utili trattenuti per finanziare progetti di crescita, l'approccio del dividendo stabile potrebbe limitare la disponibilità di tali risorse e potenzialmente ostacolare lo sviluppo dell'impresa nel lungo termine.

APPROCCIO DEL DIVIDENDO VARIABILE

L'approccio del dividendo variabile prevede la distribuzione dei dividendi in base alle performance finanziarie dell'impresa¹⁰. Secondo questo approccio, i dividendi vengono determinati annualmente o periodicamente in base agli utili dell'impresa e ad altri fattori finanziari e operativi. Gli utili più elevati portano a una distribuzione più alta dei dividendi, mentre utili inferiori possono comportare una riduzione o addirittura l'assenza di pagamenti dei dividendi.

L'obiettivo dell'approccio del dividendo variabile è quello di allineare la distribuzione dei dividendi con le performance finanziarie dell'impresa. Questo approccio riconosce che gli azionisti dovrebbero beneficiare maggiormente quando l'impresa genera profitti elevati, riflettendo così il successo economico dell'impresa. Allo stesso modo, quando l'impresa affronta periodi di performance finanziarie più deboli, l'approccio del dividendo variabile consente di preservare le risorse finanziarie dell'impresa per affrontare tali sfide o investire in opportunità di recupero.

Vantaggi e Limitazioni dell'Approccio del Dividendo Variabile

In primo luogo questo approccio, consente di tener conto delle fluttuazioni degli utili dell'impresa e delle sue performance finanziarie complessive. Ciò significa che gli azionisti beneficeranno maggiormente quando l'impresa genera profitti elevati, contribuendo a creare un allineamento degli interessi tra l'impresa e gli azionisti. In secondo luogo, l'approccio del dividendo variabile consente all'impresa di adattarsi alle condizioni economiche e alle esigenze di finanziamento in modo flessibile. Durante periodi di performance finanziarie più deboli, l'impresa può

¹⁰ Fama, E. F., & French, K. R. (2008). Dissecting anomalies. *The Journal of Finance*, 63(4), 1653-1678.

ridurre o eliminare i pagamenti dei dividendi per preservare le risorse finanziarie necessarie per il recupero o per affrontare sfide impreviste.

D'altro canto, anche l'approccio del dividendo variabile, come gli approcci precedenti, presenta anche alcune limitazioni. Innanzitutto, potrebbe creare incertezza per gli azionisti, poiché i pagamenti dei dividendi possono variare notevolmente in base alle fluttuazioni degli utili. Questa incertezza potrebbe influenzare negativamente il prezzo delle azioni e la fiducia degli investitori. In secondo luogo, l'approccio del dividendo variabile potrebbe richiedere una comunicazione e una trasparenza più approfondite da parte dell'impresa, in modo che gli azionisti possano comprendere meglio i criteri e le condizioni che determinano la distribuzione dei dividendi.

1.2.2 LA TEORIA DI IRRILEVANZA DI MODIGLIANI & MILLER¹.

La teoria di irrilevanza dei dividendi, sviluppata da Franco Modigliani e Merton Miller nel 1961, rappresenta un importante contributo alla comprensione della politica dei dividendi delle imprese. Secondo questa teoria, la politica dei dividendi di un'impresa non ha alcuna influenza sul valore complessivo dell'impresa stessa. Modigliani e Miller sostengono che, in un mercato efficiente e perfetto, il valore di un'impresa è determinato esclusivamente dalla sua capacità di generare flussi di cassa futuri e non dalla sua politica di distribuzione dei dividendi.

La teoria di irrilevanza dei dividendi si basa su due principali argomentazioni.

Il primo elemento è la cosiddetta "neutralità fiscale". Secondo questo aspetto, il valore dell'impresa non dipende dalla sua politica di distribuzione dei dividendi perché gli investitori possono creare i loro dividendi personalizzati vendendo una parte delle loro azioni, se necessario, per ottenere il flusso di reddito desiderato. In altre parole, gli investitori possono "sintetizzare" i dividendi vendendo una porzione delle azioni dell'impresa.

Secondo questa argomentazione, le tasse pagate dagli investitori sulla distribuzione dei dividendi sono compensate dalla riduzione del valore delle azioni. In altre parole, gli investitori possono "sintetizzare" i dividendi realizzando guadagni di capitale attraverso la vendita di azioni.

Ad esempio, se un'impresa decide di distribuire un dividendo di \$1 per azione, il prezzo delle azioni diminuirà di \$1. Gli investitori possono quindi vendere una parte delle loro azioni per ottenere \$1 di reddito, senza sostenere ulteriori imposte sul dividendo. In questo modo, il dividendo viene sintetizzato attraverso la vendita di azioni, e il flusso di reddito per gli investitori rimane invariato.

È importante evidenziare che la neutralità fiscale si basa sull'assunzione di mercati finanziari efficienti e investitori razionali. In un mercato efficiente, le informazioni sulle tasse sui dividendi sono prontamente disponibili e gli investitori sono in grado di prendere decisioni informate sulla compravendita di azioni al fine di ottenere il flusso di reddito desiderato.

Il secondo elemento è la "irrilevanza del processo di distribuzione dei dividendi". Modigliani e Miller sostengono che, in un mercato perfetto, il prezzo delle azioni si adegua automaticamente alle variazioni della politica dei dividendi. Se un'impresa decide di aumentare i dividendi, gli investitori si aspetteranno un aumento dei flussi di cassa futuri, il che si rifletterà nel prezzo delle azioni. Allo stesso modo, se

¹ Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

un'impresa decide di ridurre i dividendi o di trattenere più utili per investimenti futuri, gli investitori si aspetteranno una maggiore crescita e opportunità di rendimento, ed anche questo elemento si tradurrà in una variazione del prezzo delle azioni.

Secondo l'argomentazione sulla "irrelevanza del processo di distribuzione dei dividendi", il valore di un'impresa è determinato dai suoi flussi di cassa futuri, indipendentemente dalla sua politica di distribuzione dei dividendi. Gli investitori valutano un'impresa in base alle aspettative di flussi di cassa futuri che l'impresa sarà in grado di generare.

Infatti, se un'impresa decide di aumentare i dividendi, gli investitori si aspetteranno un aumento dei flussi di cassa futuri. Di conseguenza, il prezzo delle azioni aumenterà per riflettere l'aspettativa di maggiori flussi di cassa. Al contrario, se un'impresa decide di ridurre i dividendi o di trattenere più utili per investimenti futuri, gli investitori si aspetteranno una maggiore crescita e opportunità di rendimento, e il prezzo delle azioni si adeguerà di conseguenza.

Inoltre, Modigliani e Miller sostengono che la politica dei dividendi può essere considerata una variabile "finanziaria" piuttosto che "reale". Ciò significa che gli investitori possono facilmente adattarsi alle decisioni di distribuzione dei dividendi di un'impresa attraverso l'acquisto o la vendita di azioni. Ad esempio, se un'impresa decide di distribuire un dividendo inferiore alle aspettative degli investitori, gli investitori possono vendere le azioni, causando una diminuzione del prezzo delle azioni per riflettere il cambiamento nelle aspettative dei flussi di cassa futuri.

La teoria di irrilevanza dei dividendi ha generato un ampio dibattito tra gli studiosi. D'altro canto possiamo identificare alcuni vantaggi e svantaggi associati a questa teoria:

Vantaggi.

Semplicità concettuale: la teoria di irrilevanza dei dividendi semplifica la comprensione della politica dei dividendi, concentrandosi sull'importanza dei flussi di cassa futuri nel determinare il valore di un'impresa.

Flessibilità finanziaria: la teoria sostiene che un'impresa può adattarsi alle esigenze di finanziamento per opportunità di investimento attraverso l'adeguamento del prezzo delle azioni in risposta alle decisioni di distribuzione dei dividendi.

Neutralità fiscale: la teoria sottolinea che, in un mercato efficiente, gli investitori possono sintetizzare i dividendi vendendo una parte delle loro azioni, compensando così l'effetto fiscale sulla distribuzione dei dividendi.

Limitazioni.

Assunzioni semplificative: la teoria di irrilevanza dei dividendi si basa su alcune assunzioni semplificative, come l'efficienza dei mercati finanziari e la razionalità degli investitori, che potrebbero non essere realistiche nella pratica.

Contesto fiscale: le imposte e le normative fiscali possono influenzare la politica dei dividendi delle imprese e la decisione degli investitori di detenere o vendere azioni, influenzando così il valore complessivo dell'impresa.

Aspettative degli investitori: le decisioni di distribuzione dei dividendi possono influenzare le aspettative degli investitori e il loro comportamento sul mercato, anche se il valore complessivo dell'impresa non viene direttamente influenzato.

1.2.3 LE TEORIE DI RILEVANZA (GLI STUDI DI GORDON E LINTNER).

Le teorie di rilevanza dei dividendi si concentrano sull'importanza della politica dei dividendi nell'influenzare il valore complessivo di un'impresa. Queste teorie sostengono che le decisioni di distribuzione dei dividendi possono avere un impatto significativo sul prezzo delle azioni e sulla valutazione dell'impresa da parte degli investitori. Nel corso degli anni, diverse teorie e studi hanno cercato di comprendere la relazione tra i dividendi e il valore dell'impresa, tra cui gli studi di Gordon e Lintner che hanno contribuito in modo significativo a questa area di ricerca.

TEORIA DI RILEVANZA DEI DIVIDENDI DI GORDON¹.

La teoria di rilevanza dei dividendi di Gordon, sviluppata da Myron J. Gordon nel 1963, si basa sull'idea che la politica dei dividendi di un'impresa possa influenzare il valore delle azioni e il rendimento degli investitori. Secondo questa teoria, il prezzo delle azioni di un'impresa è determinato dalla somma di due componenti: il dividendo atteso e la crescita dei dividendi.

Gordon suggerisce che il prezzo delle azioni sia direttamente proporzionale al dividendo atteso e inversamente proporzionale al rendimento richiesto dagli investitori, noto come tasso di sconto. Pertanto, un aumento dei dividendi attesi o una riduzione del tasso di sconto porterebbe a un aumento del prezzo delle azioni, mentre una diminuzione dei dividendi attesi o un aumento del tasso di sconto comporterebbe una diminuzione del prezzo delle azioni.

La teoria di rilevanza dei dividendi di Gordon presenta diversi punti di forza.

Innanzitutto, fornisce una relazione diretta tra la politica dei dividendi e il valore delle azioni, consentendo agli investitori di valutare l'impatto delle decisioni di distribuzione dei dividendi sull'investimento.

In secondo luogo, la teoria mette in evidenza l'importanza dei dividendi attesi come fonte di reddito per gli investitori, che potrebbe essere un fattore cruciale nella loro scelta di investire in un'impresa.

Tuttavia, la teoria di rilevanza dei dividendi di Gordon (1963) presenta anche alcune criticità. In prima istanza, si basa sull'assunzione che gli investitori siano razionali e che valutino le azioni sulla base dei dividendi attesi e del tasso di sconto. Tuttavia, nella realtà, gli investitori potrebbero prendere in considerazione anche

¹ Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

altri fattori, come le aspettative di crescita dell'impresa, la politica di reinvestimento degli utili o le opportunità di investimento disponibili. Infine, la teoria non fornisce una spiegazione completa delle dinamiche complesse tra dividendi, utili e valore dell'impresa, che potrebbero essere influenzati da fattori esterni come la volatilità dei mercati o la congiuntura economica.

TEORIA DI LINTNER PER LA POLITICA DEI DIVIDENDI².

Il modello di Lintner, sviluppato da John Lintner nel 1956, si concentra sull'aspetto comportamentale delle decisioni di distribuzione dei dividendi delle imprese. Lintner sostiene che le imprese tendono a mantenere una stabilità dei dividendi nel tempo e a regolare i pagamenti dei dividendi in base agli utili correnti.

Secondo il modello di Lintner, le imprese tendono a incrementare i dividendi in linea con l'aumento degli utili. Tuttavia, le imprese sono riluttanti a ridurre i dividendi in presenza di una diminuzione degli utili, preferendo mantenere una stabilità dei pagamenti dei dividendi anche se ciò comporta utili trattenuti inferiori. Inoltre, Lintner suggerisce che le imprese considerano i dividendi come uno strumento di comunicazione per trasmettere informazioni agli investitori riguardo alle performance e alle prospettive dell'impresa.

Anche l'approccio proposto dal modello di Lintner presenta diversi vantaggi. Innanzitutto, tiene conto degli aspetti comportamentali e delle preferenze delle imprese nella loro politica di distribuzione dei dividendi. Questo può contribuire a spiegare perché molte imprese mantengano una stabilità dei dividendi nel tempo, nonostante le fluttuazioni degli utili. In secondo luogo, il modello riconosce il ruolo dei dividendi come strumento di comunicazione tra l'impresa e gli investitori, consentendo alle imprese di trasmettere informazioni sulle loro performance e prospettive.

Tuttavia, il modello di Lintner, come quello di Gordon (1963), presenta anche alcune limitazioni. Il primo elemento fa riferimento all'assunzione secondo la quale le imprese siano in grado di prevedere in modo accurato gli utili futuri e di regolare i pagamenti dei dividendi di conseguenza. Nel mondo 'reale' nel quale ci troviamo, gli utili futuri possono essere soggetti a incertezza e imprevisti, rendendo estremamente difficile per le imprese adattare completamente i pagamenti dei dividendi alle fluttuazioni degli utili. In secondo luogo, il modello potrebbe non

² Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

tenere conto di altri fattori rilevanti che influenzano la politica dei dividendi, come le esigenze di finanziamento per opportunità di investimento o le restrizioni normative.

1.3 IL MODELLO DEI COSTI AGENZIA.

Approfondendo le teorie che costituiscono il contesto e le basi per comprendere la relazione tra la politica di dividendi attuata dalle imprese e i rating ESG (Environmental, Social, and Governance), un'analisi preliminare deve essere dedicata alla teoria dei costi di agenzia in quanto ampiamente utilizzata negli studi proposti nei capitoli precedentemente.

La teoria dei costi d'agenzia ha avuto origine negli anni '70 e, a tal proposito, il maggiore contributo è stato apportato da Jensen e Meckling (1976)¹. Nel loro studio, Jensen e Meckling (1976) delineano i fondamenti della teoria ed analizzano la relazione principale-agente, in cui l'agente agisce per conto di un principale. Basandosi su questo assunto, infatti, gli autori sostengono che l'agente non possa sempre essere considerato affidabile nel perseguire gli interessi del principale, poiché entrambi cercano di massimizzare le proprie utilità, le quali divergono in modo significativo per natura. A tale elemento, Jensen e Meckling (1976) accostano anche le problematiche legate alle asimmetrie informative, le quali possono essere suddivise in due tipologie: Azzardo Morale (in riferimento al comportamento nascosto dell'Agente, secondo cui l'agente ha informazioni private sul proprio comportamento e quindi non note al Principale) e Selezione Avversa (ovvero di informazione nascosta, per cui l'agente ha una informazione privata su una propria caratteristica che non è nota al Principale).

Jensen e Meckling (1976) suggeriscono quindi due principali approcci per ridurre la deviazione dagli interessi del principale. Il primo consiste nell'offrire incentivi adeguati all'agente al fine di massimizzare lo sforzo e la veridicità delle informazioni che l'Agente fornisce al Principale, mentre il secondo consiste nel monitorare attentamente l'agente per ridurre la possibilità di comportamenti inappropriati ed elusivi. Tuttavia, è estremamente difficile per il principale assicurarsi che l'agente prenda decisioni ottimali e che devino dalla sua massimizzazione della sua utilità, motivo per cui, il principale può incorrere in costi di agenzia, ovvero costi derivanti da decisioni indesiderate o inappropriate dell'agente e dall'incentivo che il Principale deve offrire all'Agente al fine di allinearlo ai suoi obiettivi (Jensen e Meckling, 1976).

¹ Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Nel nostro contesto, notiamo come Jensen e Meckling (1976) sostengono come questa teoria possa essere applicata alla relazione tra azionisti e manager, in cui i manager agiscono come agenti degli azionisti (principali e proprietari dell'impresa). In tale contesto, i manager possono creare costi di agenzia per gli azionisti concentrandosi sulla massimizzazione del proprio profitto o dei propri benefici personali, come sostenuto da Barnea e Rubin (2010)².

L'articolo di Barnea e Rubin (2010), infatti, si pone l'obiettivo di esplorare questa possibile tensione tra gli obiettivi della CSR e la massimizzazione del valore per gli azionisti, esaminando se e come la CSR possa essere vista come un conflitto tra azionisti e stakeholders. I risultati dell'analisi indicano che, in effetti, è possibile identificare dei conflitti tra gli interessi degli azionisti e le politiche di CSR. Barnea e Rubin (2010) definiscono che gli investitori spesso reagiscono negativamente alle iniziative di CSR, poiché ritengono che tali politiche possano rappresentare un impiego inutile di risorse che avrebbero potuto essere indirizzate verso attività operative più redditizie. Questo importante risultato evidenzia come un potenziale conflitto tra politiche di CSR ed il profitto per gli azionisti sia fortemente presente e che non vada assolutamente sottovalutato.

Inoltre, l'articolo solleva importanti implicazioni per la pratica aziendale. Le imprese devono considerare attentamente come bilanciare le iniziative di CSR con gli obiettivi di massimizzazione del valore e profitto per gli azionisti. Ciò richiede una comprensione accurata delle dinamiche specifiche del settore e del contesto aziendale, oltre a una comunicazione efficace con gli investitori riguardo alle ragioni e agli obiettivi delle attività di CSR.

La teoria dei costi di agenzia è oggetto di ulteriore analisi da parte di Eastbrook (1984)³, il quale ha esplorato come i manager di un'azienda possano agire per massimizzare i propri interessi personali a discapito degli azionisti, generando così costi di agenzia ed in particolare associando questo concetto alla politica dei dividendi. Questi costi di agenzia, come già evidenziato, possono manifestarsi attraverso decisioni inopportune o non ottimali prese dai manager, influenzati dalla ricerca della massimizzazione della loro funzione di utilità anziché dagli interessi degli azionisti, nonché loro principali.

² Barnea, A., & Rubin, A.J. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97 (1), 71-86.

³ Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.

Se infine si analizza la relazione tra la politica dei dividendi ed i rating ESG sotto questa lente⁴, si nota come l'applicazione della teoria dei costi di agenzia al contesto dei dividendi e dell'ESG permette di esaminare come le attività ESG possano influenzare la politica dei dividendi e potenziali conflitti di interesse tra manager e azionisti⁵.

Le attività ESG spesso richiedono investimenti a lungo termine per migliorare l'impatto ambientale e sociale dell'azienda, il che potrebbe temporaneamente ridurre i profitti e il flusso di cassa disponibile per i dividendi. I manager potrebbero essere propensi ad investire in tali attività, anche se inizialmente non redditizie, al fine di migliorare la reputazione dell'azienda e i loro benefici personali come manager responsabili.

Tuttavia, gli azionisti potrebbero preferire una politica di dividendi più generosa per massimizzare il valore dei loro investimenti nel breve termine. Ciò crea un potenziale conflitto tra gli obiettivi a breve termine degli azionisti e gli obiettivi a lungo termine dei manager, che cercano di promuovere l'immagine sostenibile dell'azienda attraverso le attività ESG⁶.

La teoria dei costi di agenzia suggerisce che gli azionisti potrebbero subire costi se i manager utilizzano risorse aziendali per investire in attività ESG a discapito dei dividendi, senza garantire un ritorno immediato o sufficiente sul capitale investito⁷. Questo è particolarmente vero se gli investimenti ESG non sono considerati prioritari dalla maggioranza degli investitori o se non vengono comunicati adeguatamente agli azionisti.

D'altro canto, se gli azionisti si aspettano un rendimento a lungo termine dalle attività ESG e sono consapevoli dei potenziali benefici che potrebbero derivare dall'adozione di pratiche sostenibili, potrebbero essere più inclini a sostenere politiche di distribuzione dei dividendi più contenute nel breve termine⁸.

⁴ Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58 (3), 787-816.

⁵ Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

⁶ Samet, A., & Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility, stakeholder theory and dividends policy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 971-988.

⁷ Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

⁸ Trihermanto, N., & Nainggolan, Y. (2018). Corporate social responsibility, firm lifecycle, and dividend policy. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 21(1), 1-26.

1.4 LA TEORIA DEI SEGNALI.

La teoria dei segnali (“Signalling Theory”) mette le sue radici studi e ricerche di Spence (1973)¹ ed è strettamente legata al concetto di asimmetria informativa, concetto che è stato anche approfondito nel Capitolo 1.3 con le ricerche di Meckling (1976)². Spence (1973), tuttavia, ha focalizzato la sua analisi in riferimento al mercato del lavoro, sostenendo che un datore di lavoro (il quale svolge un ruolo di principale), prima di assumere un dipendente (agente), non ha una piena consapevolezza delle capacità di quest'ultimo, il quale potrebbe essere anche incentivato a non mostrare le sue vere caratteristiche (come nel caso di selezione Avversa)³, creando così una condizione di asimmetria informativa e una situazione di incertezza in cui il datore di lavoro ha a disposizione informazioni limitate sull'individuo. Di conseguenza, Spence (1973) ha affermato che certe informazioni possono essere utilizzate come strumento di segnalazione alla controparte proprio riguardo alle abilità di un individuo. Questo fenomeno è noto come l'effetto di segnalazione ed è diventato oggetto di ulteriori approfondimenti e ampio utilizzo nell'ambito dell'economia.

Gli economisti hanno riconosciuto la rilevanza e la flessibilità della teoria del segnale di Spence e l'hanno ampiamente applicata per spiegare diversi fenomeni economici. Un esempio notevole è stato il lavoro di Ross (1977)⁴, il quale ha utilizzato la teoria del segnale per giustificare l'effetto leva nelle decisioni finanziarie delle aziende.

In particolare, Ross (1977) ha analizzato come le aziende utilizzano la leva finanziaria (cioè il rapporto tra debito e capitale proprio) come segnale per trasmettere informazioni ai mercati finanziari e agli investitori riguardo alle aspettative future di redditività e valore aziendale. Secondo la Signaling Theory, per esempio una scelta di leva finanziaria più elevata può essere interpretata dagli investitori come un segnale positivo di prospettive di crescita e di profitto dell'azienda. Avere un livello di debito superiore potrebbe indicare che l'azienda si aspetta di ottenere rendimenti sufficientemente elevati dalle opportunità di investimento e, quindi, ha la fiducia di poter far fronte agli impegni di rimborso del

¹ Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.

² Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

³ Ibidem.

⁴ Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.

debito. Di conseguenza, un'impresa che adotta una maggiore leva finanziaria può essere vista in maniera più favorevole dagli investitori, potenzialmente aumentando il valore delle sue azioni sul mercato.

In un altro contesto, Allen & Faulhaber (1989)⁵ hanno applicato la teoria del segnale nel contesto delle Initial Public Offering (IPO), ovvero quando un'azienda si quotizza per la prima volta in borsa. Le IPO rappresentano un momento critico per un'azienda, poiché la sua valutazione e la percezione dei mercati finanziari possono essere influenzate dai segnali trasmessi attraverso l'emissione delle azioni al pubblico.

Secondo la Signaling Theory, le aziende possono utilizzare il prezzo di emissione delle azioni nelle IPO come un segnale per indicare la qualità delle prospettive future dell'azienda. Se un'azienda prevede ottime performance future e crede che le sue azioni abbiano un valore maggiore rispetto a quanto comunemente riconosciuto dal mercato, potrebbe stabilire un prezzo di emissione delle azioni più elevato rispetto a quello previsto dagli investitori. Questo prezzo più elevato può essere interpretato come un segnale di fiducia nell'azienda stessa e nei suoi futuri risultati finanziari. Al contrario, se un'azienda è meno ottimista riguardo alle sue prospettive future, potrebbe stabilire un prezzo di emissione delle azioni più basso, segnalando una percezione di minor valore dell'azienda da parte degli azionisti.

Questi studi dimostrano la versatilità e l'importanza della teoria del segnale nell'analisi dei meccanismi di comunicazione delle informazioni e delle aspettative nei mercati finanziari e degli investitori.

Entrando più nel merito della relazione con la politica dei dividendi, invece notiamo che la Signaling Theory è stata particolarmente rilevante anche nel contesto della "dividend policy puzzle", dove si è sostenuto che le informazioni relative ai dividendi possono inviare segnali agli investitori e, quindi, potrebbero influenzare il valore dell'azienda. Bhattacharya (1979)⁶ e Miller & Rock (1985)⁷ sono tra i primi ricercatori che hanno evidenziato ed approfondito questo aspetto. Secondo Miller & Rock (1985), infatti, i dividendi hanno un effetto di annuncio,

⁵ Allen, F., & Faulhaber, G.R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 303-323.

⁶ Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.

⁷ Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.

dove le variazioni dei dividendi possono trasmettere informazioni sullo stato dell'azienda. Di conseguenza, i manager possono utilizzare l'aumento dei dividendi per inviare segnali al mercato riguardo allo stato futuro dell'azienda. Aumentando il livello dei dividendi, inviano informazioni agli investitori che potranno attendersi una crescita dei risultati futuri (Miller & Rock, 1985).

A questi elementi si aggiunge, come già evidenziato anche Bhattacharya (1979)⁸, il quale ha presentato prove dell'esistenza dell'effetto di segnalazione dei dividendi, affermando che ciò avviene poiché i dividendi sono tassati a un'aliquota più elevata rispetto ai capital gains.

Per concludere, seguendo l'approccio usato nel Capitolo 1.3 in riferimento ai costi di agenzia, cerchiamo di analizzare la relazione della politica dei dividendi e le politiche ESG secondo l'ottica della Signaling Theory, la quale è stata ampiamente impiegata per spiegare la connessione tra la politica dei dividendi e la sostenibilità aziendale. Ricercatori come Benlemlih (2019)⁹ hanno sviluppato argomenti teorici basati sulla teoria del segnale per comprendere come la sostenibilità possa essere collegata alla politica dei dividendi. Si ricorda, infatti, che secondo questa prospettiva, le aziende impegnate in attività ESG dimostrano una maggiore consapevolezza delle proprie responsabilità. Se gli investitori riconoscono che un'azienda sta effettuando consistenti investimenti nella sostenibilità, un elevato pagamento dei dividendi indica che l'azienda non trascura le sue responsabilità nei confronti degli azionisti. Questo può migliorare la reputazione dell'azienda, mostrando la sua volontà di soddisfare sia gli stakeholder che gli azionisti.

D'altro canto, studi come quello condotto da Gregory et al. (2014)¹⁰ hanno suggerito che gli investimenti a breve termine nella sostenibilità aziendale possono ridurre il flusso di cassa dell'azienda. Pertanto, aumentando i dividendi, le aziende possono segnalare agli investitori che il flusso di cassa non è compromesso dagli investimenti nella sostenibilità, rassicurando così gli investitori sulla responsabilità dell'azienda verso di loro.

⁸ Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.

⁹ Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.

¹⁰ Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124 (4), 633-657.

Notiamo quindi come la Teoria dei Segnali proposta da Spence (1973)¹¹ abbia avuto un impatto significativo in ambito sia economico che finanziario e come abbia trovato diverse applicazioni, inclusa la spiegazione della politica dei dividendi e della sostenibilità aziendale.

L'effetto di segnalazione svolge, infatti, un ruolo chiave nel creare aspettative e comunicare informazioni agli investitori, permettendo alle aziende di bilanciare le esigenze a breve termine degli azionisti con gli obiettivi a lungo termine di sostenibilità e valore aziendale. Gli studi basati sulla teoria del segnale offrono una prospettiva interessante per comprendere i complessi rapporti tra la politica dei dividendi, le attività ESG e la percezione degli investitori sulla responsabilità aziendale.

¹¹ Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.

1.5 LA STAKEHOLDER THEORY.

La teoria degli stakeholder, inizialmente introdotta da Freeman (1984)¹, è stata sviluppata in risposta alla all'idea secondo cui le imprese dovrebbero cercare solo di soddisfare i loro azionisti e quindi abbiano come fine ultimo la massimizzazione della remunerazione di essi. Secondo questa mentalità, infatti, si voleva sostenere che le imprese avevano nel perseguimento della massimizzazione del profitto come loro obiettivo principale.

Tuttavia, la teoria degli stakeholder (Freeman, 1984) si oppone a questa idea, sostenendo, invece che le imprese dovrebbero concentrarsi sulla creazione di solide relazioni con i loro stakeholder, e che proprio questi elemento renderà possibile la massimizzeranno dei loro profitti (Freeman et al., 2010)². Secondo Freeman (2010), infatti, concentrarsi esclusivamente sulla massimizzazione del profitto è svantaggioso poiché la creazione di valore deriva dalle relazioni con gli stakeholder e pertanto la massimizzazione del profitto dovrebbe essere vista come un risultato, non un obiettivo finale.

Tuttavia, per comprendere a fondo questa teoria, è necessario comprendere chi sia uno "stakeholder".

Una possibile interpretazione del concetto di "stakeholder" proviene da Donaldson & Preston (1995)³, secondo cui "gli stakeholder sono persone o gruppi che hanno un genuino interesse nelle attività di un'impresa". Donaldson & Preston (1995) includono anche un modello degli stakeholder, che mostra come tutti gli stakeholder dovrebbero essere considerati uguali e di pari impatto per l'attività dell'impresa.

Questa definizione è condivisa anche da Freeman et al. (2010), il quale afferma che i manager dovrebbero assicurarsi che gli interessi di tutti gli stakeholder siano allineati, altrimenti sarà necessario giungere a compromessi tra i diversi stakeholder affinché gli interessi generali siano "mediamente" soddisfatti. Secondo Freeman (2010), infatti, se si dovesse giungere a compromessi al fine di soddisfare "mediamente" gli interessi generali, ne risulterebbe che la creazione di valore da

¹ Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A Stakeholder Approach*. 1st edition. Boston: Pitman.

² Freeman, R.E., Harrison, J., Hicks, A., Parmar, B., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. 1st edition. New York: Cambridge University Press.

³ Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.

parte dell'impresa, sia negativamente influenzata e che quindi questo approccio nuocerebbe sia agli azionisti che agli stakeholders.

Se si analizza invece l'altra faccia della medaglia, la teoria degli stakeholder introdotta da Freeman (1984) sostiene che le imprese dovrebbero prendere in considerazione tutti i loro stakeholder ed allinearne gli interessi, poiché questa è la migliore e più rapida strada al fine di massimizzare il valore complessivo dell'impresa. Quindi, se le imprese fossero in grado di seguire questo approccio strategico alla creazione di valore, investirebbero logicamente nella sostenibilità allineando tutti gli interessi in gioco. Tuttavia, facendo ciò, le imprese limiterebbero la quantità di risorse disponibili per i loro azionisti, poiché allocherebbero più risorse ad attività che interessano principalmente agli stakeholder non finanziari. Seguendo questa linea di ragionamento, i flussi di cassa delle imprese verrebbero influenzati negativamente, portando di conseguenza a dividendi complessivamente più bassi, infatti, si ipotizza che nel momento in cui le imprese iniziano a investire nella sostenibilità, il flusso di cassa a breve termine diminuisce, come anche indicato da Gregory et al. (2014)⁴.

Infine, come per i precedenti due capitoli, proviamo a calare questa teoria nel contesto di ricerca di questa tesi.

Si nota facilmente che la teoria degli stakeholders si inserisce quindi in modo perfetto all'interno della trattazione della tesi in quanto, nel caso venga identificata una correlazione negativa tra ESG e dividendi distribuiti, potremmo affermare che le imprese con punteggi ESG più elevati si prevede abbiano dividendi più bassi e viceversa. Infatti, ipotizzando che l'impresa investa nella sostenibilità, essa pagherà dividendi inferiori a causa alla carenza di liquidità, la quale è stata utilizzata come investimento in pratiche sostenibili e non come metodo di remunerazione degli azionisti, oppure, allo stesso modo, le imprese con punteggi ESG ridotti, distribuiranno dividendi maggiori per compensare il cattivo rating.

D'altro canto secondo la teoria degli stakeholder, un ESG rating più alto e un impegno verso la sostenibilità potrebbero essere associati a dividendi più alti. Ciò potrebbe derivare da un maggiore interesse degli azionisti alla sostenibilità

⁴ Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124 (4), 633-657.

operativa, da una crescita aziendale più solida e a lungo termine, da una maggiore fiducia degli investitori e dalla riduzione del rischio finanziario in quanto grazie agli incentivi, tali aziende potrebbero ottenere finanziamenti ad un costo minore (minori tassi di interesse o maggiori garanzie pubbliche) che riduce il rischio di default dell'impresa stessa.

Contrasting Models of the Corporation: The Stakeholder Model

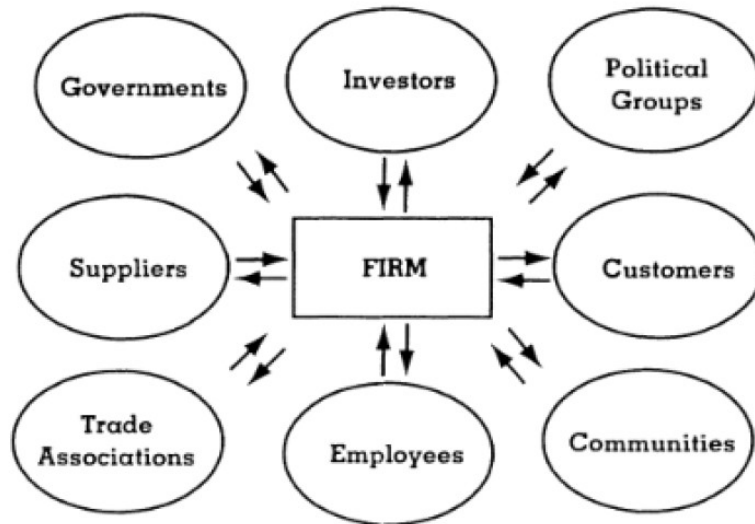


Figura 1.7: Stakeholder model.

Fonte: Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995). *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*. *The Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.

1.6 LA TEORIA DELLE CLIENTELE.

La teoria delle clientele è una prospettiva teorica utilizzata nell'ambito degli investimenti e delle decisioni finanziarie, che considera il comportamento degli investitori in base alle loro preferenze e alle caratteristiche personali. La teoria¹ suggerisce che gli investitori tendono a preferire determinate politiche aziendali, come nel nostro caso la politica dei dividendi, in base alle loro esigenze di flussi di cassa (si prediligerà un dividendo nel momento in cui si preferisce contare su un flusso di cassa più stabile) ed al profilo fiscale personale (probabilmente, un investitore retail che si colloca in uno scaglione con aliquota d'imposta elevata preferirà ricevere dividendi più bassi o addirittura non riceverne affatto e contare su un guadagno tramite capital gain, viceversa per un investitore che si colloca in uno scaglione con aliquota d'imposta inferiore).

La teoria delle clientele approfondita da J.R. Graham e A. Kumar (2016)², quindi, può essere applicata per analizzare la relazione tra sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) e politica dei dividendi, valutando come le preferenze degli investitori e la consapevolezza delle iniziative sostenibili possano influenzare le scelte aziendali in materia di distribuzione dei dividendi.

La teoria delle clientele³ afferma che gli investitori hanno preferenze diverse riguardo alla politica dei dividendi, poiché cercheranno di massimizzare il valore del proprio portafoglio in base alle loro esigenze finanziarie e fiscali. Gli investitori, infatti, possono essere suddivisi in diverse "clientele" sulla base delle loro preferenze riguardo alla distribuzione dei dividendi. Ecco come l'analisi dei diversi tipi di investitori può essere di fondamentale importanza nella definizione delle politiche di dividendo da parte del management aziendale.

Negli ultimi anni, infatti, l'attenzione verso le questioni ESG è cresciuta significativamente tra gli investitori e soprattutto tra gli investitori istituzionali. L'integrazione delle pratiche ESG nelle strategie aziendali sta diventando sempre più rilevante per gli investitori istituzionali che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance come indicatori critici di performance a lungo termine come evidenziato nei primi capitoli di questa tesi.

¹ J.R. Graham e A. Kumar, "Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors", *Journal of Finance* (2016)

² Ibidem.

³ Ibidem.

In questo contesto, alcune categorie di investitori, come gli investitori socialmente responsabili o le istituzioni che seguono linee guida di investimento focalizzate sui fattori ESG, potrebbero preferire investire in aziende con un forte impegno verso la sostenibilità.

Le preferenze degli investitori per le aziende che seguono con attenzione i temi ESG possono influenzare la politica dei dividendi dell'azienda, in quanto tali investitori possono assegnare diversi pesi a tali fattori nel contesto della valutazione dell'investimento e quindi potrebbero essere più inclini a sostenere aziende che reinvestono i profitti in progetti sostenibili o iniziative socialmente responsabili.

In questo caso, tali investitori potrebbero preferire dividendi più bassi o addirittura accettare una politica di non-distribuzione dei dividendi, poiché attribuiscono maggiore importanza all'impegno sostenibile dell'azienda.

D'altra parte, gli investitori che hanno bisogno di flussi di cassa regolari potrebbero essere più attratti da aziende con politiche dei dividendi più generose. Questi investitori potrebbero non attribuire la stessa priorità alle iniziative ESG e potrebbero preferire dividendi più alti per soddisfare le loro esigenze finanziarie immediate.

Le aziende devono quindi bilanciare attentamente le preferenze degli investitori ESG e degli investitori orientati al reddito per definire la loro politica dei dividendi il modo efficace ed efficiente. Un'azienda con un forte impegno verso la sostenibilità potrebbe attirare investitori ESG, ma allo stesso tempo potrebbe dover considerare le esigenze degli investitori che richiedono rendimenti immediati.

La comunicazione chiara delle iniziative ESG e delle strategie di distribuzione dei dividendi può essere essenziale per stabilire un equilibrio tra queste preferenze e per ottenere il sostegno di entrambe le clientele di investitori, evidenziando ancora una volta come il tema dell'asimmetria informativa e dei costi di agenzia (analizzati del Capitolo 1.3) risulti essere un elemento centrale a proposito della politica di distribuzione dei dividendi e dell'investimento in progetti sostenibili.

Concludendo l'analisi di questa teoria, possiamo affermare che l'applicazione della teoria delle clientele alla relazione tra ESG e politica dei dividendi mette in luce l'importanza di considerare le preferenze degli investitori e le loro esigenze finanziarie. Le aziende che integrano iniziative ESG nelle loro strategie possono attirare investitori orientati alla sostenibilità, ma devono bilanciare queste

preferenze con le necessità degli investitori che cercano flussi di cassa regolari attraverso dividendi più alti. La comprensione delle preferenze degli investitori e una comunicazione chiara sulla politica dei dividendi e le pratiche sostenibili possono aiutare le aziende a prendere decisioni finanziarie coerenti e strategicamente mirate, consentendo loro di massimizzare il valore per tutte le parti interessate.

Si riporta una rappresentazione di come le preferenze degli investitori possano variare notevolmente se si pone l'attenzione su diversi fattori come per esempio l'età oppure il reddito⁴.

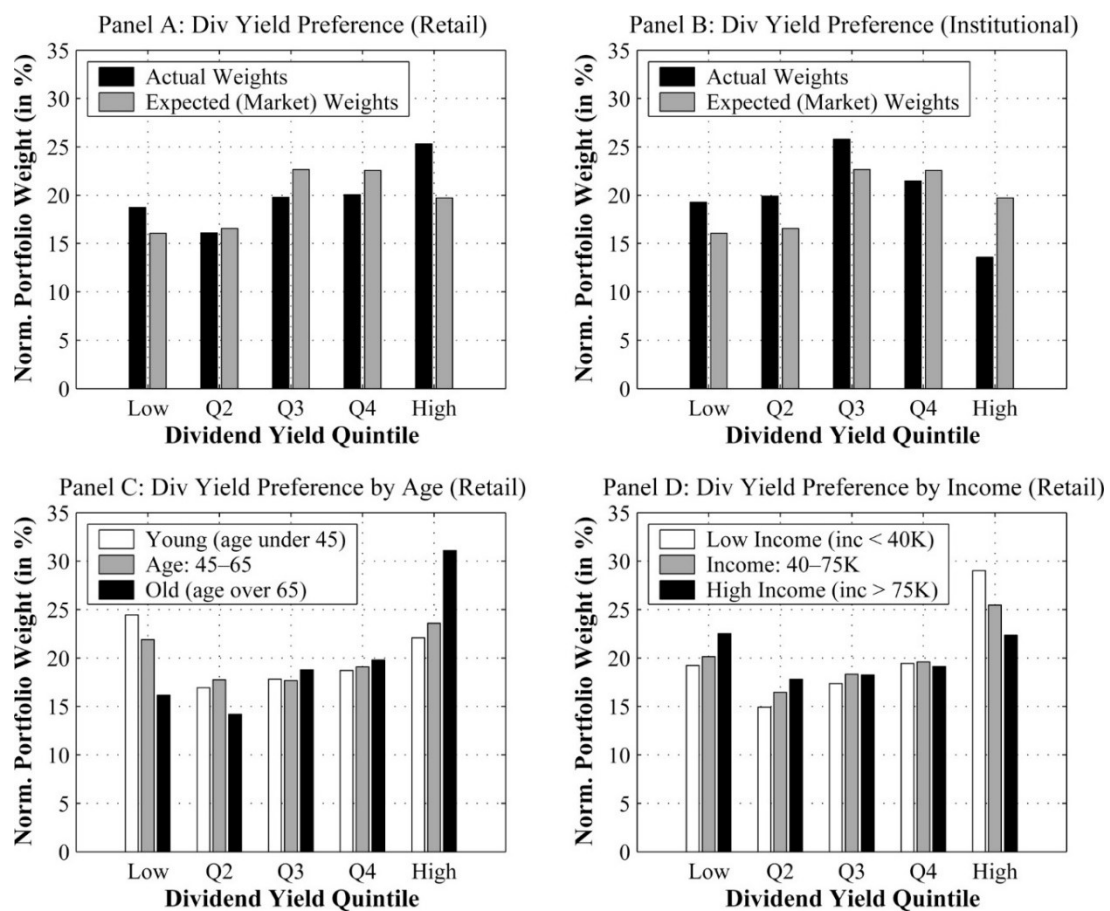


Figura 1.8: Effetto delle clientele sui dividendi.

Fonte: J.R. Graham e A. Kumar, "Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors", *Journal of Finance* (2016).

⁴ Fonte: J.R. Graham e A. Kumar, "Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors", *Journal of Finance* (2016)

1.7 RELAZIONE TRA DIVIDEND POLICY ED ESG.

A differenza del legame tra sostenibilità aziendale e performance finanziarie, la relazione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi non è stata ampiamente studiata, infatti evidenze di questa relazione sono piuttosto rare. Tuttavia, in questa tesi si vogliono mostrare gli studi e letteratura già presente a tal proposito, al fine di fornire diversi punti di vista per l'interpretazione dei risultati ottenuti nel Capitolo 2.4 relativamente al contesto italiano.

Ripercorrendo la letteratura e seguendo l'approccio teorico e le considerazioni indagate in uno studio analogo condotto nei confronti delle imprese nordiche¹, a proposito della relazione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi, emergono gli studi di autori come Benlemlih (2019), Cheung et al. (2018), Samet & Jarboui (2017), Rakotomavo (2012), Trihermanto & Nainggolan (2018).

Passiamo ora ad analizzare questi studi.

BENLEMLIH M. (2019)²

Benlemlih (2019) ha intrapreso uno studio volto a esplorare l'influenza dei livelli di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) sulla politica dei dividendi delle imprese. Questo obiettivo è stato realizzato attraverso l'analisi di un campione di poco più di 3000 aziende statunitensi nel periodo compreso tra il 1991 e il 2012 (Benlemlih, 2019). Al fine di chiarire la connessione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi, Benlemlih, nel suo studio ha adottato due argomentazioni teoriche, in riferimento rispettivamente alla teoria dei costi di agenzia (Capitolo 1.3) e alla Teoria di segnalazione (Signaling Theory approfondita nel Capitolo 1.4).

Come risultato della sua ricerca, Benlemlih conclude che i livelli di CSR mostrano una relazione positiva con i livelli dei dividendi e che le aziende che investono maggiormente in CSR tendono ad adottare politiche dei dividendi più stabili (Benlemlih, 2019). Inoltre, l'autore ha evidenziato che i suoi risultati sono coerenti principalmente con la teoria dell'agenzia, mostrando come tale teoria fornisca una

¹ Johansson A. & Fahlén A. (2019). Does sustainability affect dividend policy? A panel data study on Nordic firms. Umeå School of business, economics and statistics. Department of Business Administration.

² Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.

spiegazione più accurata della connessione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi dato che le imprese con alti livelli di CSR utilizzino i dividendi per ridurre i costi di agenzia correlati.

CHEUNG ET AL. (2018)³

La ricerca condotta da Cheung et al. si propone obiettivi affini a quelli di Benlemlih, ovvero esaminare la correlazione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi (Cheung et al., 2018, p. 788). Tuttavia, a differenza di Benlemlih, questo studio non ha adottato un contesto specifico per la sua analisi (Cheung et al., 2018, p. 795). La relazione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi è affrontata attraverso due prospettive distinte riguardo ai dividendi, note come "il canale del costo patrimoniale del capitale" e "il canale degli utili" (Cheung et al., 2018, p. 788).

La prima prospettiva suggerisce che le iniziative di sostenibilità abbassino il costo del capitale attraverso la riduzione del premio di rischio, come evidenziato anche da Ghoul et al. (2011)⁴. In tal senso, Cheung et al. (2018, p. 788) sostengono che ciò forzi le aziende ad accumulare liquidità o a investire, piuttosto che distribuire dividendi. Questo argomento trova supporto in uno studio precedente di Kim et al. (1998)⁵, secondo cui le aziende sono maggiormente motivate ad accumulare riserve liquide quando il costo del capitale è più basso, poiché il costo opportunità diminuisce parallelamente al costo del capitale. Con un costo del capitale inferiore, le aziende sperimentano minori restrizioni finanziarie, potendo quindi aumentare gli investimenti e ridurre la somma da distribuire sotto forma di dividendi (Cheung et al., 2018)⁶.

Tuttavia, in contrasto con questa prospettiva, la seconda linea di ragionamento afferma che le iniziative di sostenibilità possono incrementare gli utili per diverse ragioni, come relazioni più solide con gli stakeholder e una gestione più efficiente. Secondo Cheung et al. (2018)⁷, infatti, le aziende che investono in modo significativo in sostenibilità sono inclini a generare profitti più elevati a rischio ridotto. Questo aumento degli utili, a sua volta, si traduce in dividendi maggiori e contribuisce a

³ Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58 (3), 787-816.

⁴ Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35 (9), 2388-2406.

⁵ Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative analysis*, 33 (3), 335-359.

⁶ Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58 (3), 787-816.

⁷ Ibidem.

instaurare una relazione positiva tra le due variabili. Alla luce di queste analisi, Cheung et al. (2018)⁸ concludono che la seconda prospettiva era più adeguata al fine di descrivere la connessione tra sostenibilità aziendale e politica dei dividendi. Di fatto, le aziende che presentano punteggi elevati di CSR tendono ad evidenziare anche livelli di dividendi superiori in riferimento a questo studio.

SAMET & JARBOUI (2017)⁹.

Tra i ricercatori che hanno affrontato questa tematica, emerge il contributo di Samet & Jarboui (2017), i quali hanno esaminato tale connessione in un contesto europeo, focalizzandosi anche sui riacquisti di azioni in aggiunta alla politica dei dividendi (Samet & Jarboui, 2017). Questo studio presenta una prospettiva unica che si differenzia da altre indagini, poiché ha considerato un insieme più ampio di strategie aziendali legate alla distribuzione di valore agli azionisti.

Incorporando tre prospettive distinte sulla possibile influenza della CSR sulla politica di distribuzione, Samet & Jarboui (2017) forniscono ulteriori elementi di comprensione su questa dinamica complessa. La teoria dell'agenzia costituisce uno dei pilastri concettuali su cui si basa questa indagine. Essa si fonda sull'ipotesi dell'eccessivo investimento, già precedentemente menzionata, la quale postula che le aziende impegnate in pratiche sostenibili potrebbero essere inclini a investire in modo più cospicuo, piuttosto che a distribuire dividendi, al fine di garantire un utilizzo ottimale delle risorse (Samet & Jarboui, 2017). Questa prospettiva fornisce un'ulteriore angolazione concettuale per comprendere l'intersezione tra sostenibilità e politica di distribuzione.

Un altro approccio che Samet & Jarboui (2017) esaminano è il ciclo di vita aziendale. Secondo questa prospettiva, la politica di distribuzione può variare durante le diverse fasi del ciclo di vita di un'azienda. Ad esempio, durante la fase di crescita iniziale, le risorse potrebbero essere limitate e quindi potrebbe non esserci spazio per la distribuzione dei dividendi. Tuttavia, durante la fase di maturità, quando la crescita si stabilizza, le aziende potrebbero avere maggiore capacità finanziaria per distribuire dividendi (Samet & Jarboui, 2017). Questo argomento si basa su ricerche pregresse che suggeriscono una maggiore propensione delle aziende a distribuire dividendi man mano che avanzano nella fase di maturità del ciclo di vita. Pertanto,

⁸ Ibidem.

⁹ Samet, M., Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility and payout decisions. *Managerial Finance*, 43 (9), 982-998.

attraverso questa prospettiva, Samet & Jarboui (2017) gettano luce su come la sostenibilità aziendale possa interagire con il ciclo di vita aziendale influenzando le decisioni di distribuzione.

Un terzo approccio, basato sulla teoria degli stakeholder, rivela un'ulteriore dimensione della connessione tra sostenibilità e politica di distribuzione. Questa prospettiva assume che le aziende non debbano considerare solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli degli stakeholder non finanziari. L'impegno verso la sostenibilità diviene così un modo per riconoscere e rispondere alle esigenze di tali stakeholder (Samet & Jarboui, 2017). Nell'ambito della politica di distribuzione, questa prospettiva suggerisce che le aziende impegnate nella sostenibilità possano adottare la politica di distribuzione come strumento per bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli degli stakeholder non finanziari (Samet & Jarboui, 2017).

RAKOTOMAVO (2012)¹⁰.

Il lavoro condotto da Rakotomavo (2012) rappresenta un punto di partenza significativo nell'integrazione delle due aree di ricerca concernenti la politica dei dividendi e la sostenibilità aziendale.

Per strutturare la connessione concettuale tra dividendi e sostenibilità aziendale, Rakotomavo (2012) si è basato su ipotesi derivate dalla teoria degli stakeholder e dalla teoria del ciclo di vita, come già affrontato da Samet & Jarboui (2017)¹¹, infatti, il ragionamento di Rakotomavo converge in gran parte con l'approccio di Samet & Jarboui (2017). Rakotomavo (2012, p. 201) ha avanzato l'ipotesi che, secondo la teoria del ciclo di vita, le aziende che manifestano un elevato impegno nella CSR tendano a trovarsi nella fase di maturità del loro ciclo di vita aziendale. Inoltre, l'autore ha sostenuto che le aziende non riducono i dividendi per supportare la sostenibilità, in quanto sono consapevoli dell'effetto di segnalazione (effetto approfondito nel Capitolo 1.4) che una tale riduzione potrebbe comportare.

Alla luce di tali argomentazioni, Rakotomavo (2012) è giunto a una conclusione che si allinea con le prospettive teoriche che ha esaminato. In particolare, ha stabilito che gli investimenti nella sostenibilità aziendale non esercitano direttamente un'influenza significativa sui dividendi attesi, piuttosto che i fattori CSR e dividendi

¹⁰ Rakotomavo, M.T.J., (2012), Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8 (2), 199-207.

¹¹ Samet, M., Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility and payout decisions. *Managerial Finance*, 43 (9), 982-998.

distribuiti tendono a crescere insieme, in quanto le imprese maturando tendono a smettere di crescere e distribuire più dividendi, ma allo stesso modo prestano più attenzione agli investimenti ed alle pratiche sostenibili (Rakotomavo, 2012, p. 206).

TRIHERMANTO & NAINGGOLAN (2018)¹².

Lo studio condotto da Trihermanto & Nainggolan (2018) costituisce un significativo contributo all'analisi dell'interconnessione tra la Corporate Social Responsibility (CSR), il ciclo di vita aziendale e la politica dei dividendi, all'interno di un contesto specifico indonesiano (Trihermanto & Nainggolan, 2018, p. 2).

Nell'analisi di questi fattori, Trihermanto & Nainggolan (2018) hanno adottato tre distinti approcci teorici, basati sulla teoria del "bird-in the hand", sulla teoria dei costi di agenzia (Capitolo 1.3) e sulla teoria del ciclo di vita (Trihermanto & Nainggolan, 2018, p. 4). Queste prospettive teoriche si rifanno in modo analogo agli approcci precedentemente esaminati negli studi menzionati in precedenza.

Convergenndo verso una conclusione simile a quella dei lavori precedentemente discussi, Trihermanto & Nainggolan (2018) hanno rilevato che le aziende in una fase più matura del ciclo di vita aziendale tendono ad investire maggiormente nella sostenibilità. Inoltre, è emerso che le spese sostenute per attività legate alla sostenibilità hanno un impatto positivo sulla politica dei dividendi delle aziende (Trihermanto & Nainggolan, 2018, p. 18).

In definitiva, quindi, lo studio di Trihermanto & Nainggolan (2018) arricchisce la nostra comprensione del legame tra CSR, ciclo di vita aziendale e politica dei dividendi, fornendo una prospettiva focalizzata su un contesto specifico e contribuendo all'approfondimento delle prospettive teoriche sottostanti.

Si vuole far notare inoltre che la letteratura presentata offra principalmente correlazioni di tipo positivo tra la sostenibilità aziendale e la politica di distribuzione dei dividendi, tuttavia, ciò non esclude che nel contesto italiano questo risultato sia necessariamente vero.

¹² Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. A., (2018). Corporate life cycle, CSR and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms. *Social Responsibility Journal*.

PARTE 2

2.1 ANALISI DEL CAMPIONE.

Assume particolare rilevanza analizzare il campione di società quotate che sono state prese in considerazione in modo tale da poter garantire una migliore comprensione dei risultati ottenuti tramite il modello empirico.

Il campione analizzato risulta essere un'estrazione di 74 imprese da un database di società quotate italiane per un totale di 579 osservazioni. Tale campione infatti si sviluppa lungo un arco temporale che varia dal 2002 al 2021 all'interno del quale, ogni società presenta almeno un anno per il quale sono stati pubblicati dati relativi ai Rating ESG.

Come si potrà notare il contesto italiano non consente di effettuare un'analisi eccessivamente accurata di tali tematiche, a causa della carenza di dati a proposito dei rating ESG. È infatti di fondamentale rilevanza far notare che, a causa della carenza di dati forniti dalle società ed in seguito estratti dal database di EIKON-REFINITIV soprattutto in materia ESG, il campione elevato di aziende è stato ridotto notevolmente e conseguentemente implicherà un minor numero di osservazioni che verranno incluse nel modello empirico.

Questo fattore riduce la qualità ed accuratezza del modello, tuttavia il numero di osservazioni che è stato possibile estrarre, presenta comunque un valore sufficiente a consentire una valida analisi dei dati

Inoltre, poiché il focus principale di questa analisi è comprendere se e come i livelli di distribuzione dei dividendi siano influenzati dall'adesione delle aziende alle pratiche ESG, diventa fondamentale tenere presente come nel contesto italiano siano presenti numerose aziende familiari di medie dimensioni quotate presso la Borsa Italiana ed allo stesso modo, come invece ci sia una importante fetta di imprese di considerevoli dimensioni del settore delle public utilities ed energia, le quali saranno molto più attente alla comunicazione degli impatti ambientali, sociali e di governance, al fine di porsi in buona luce all'occhio attento di investitori e stakeholders.

Per maggiore chiarezza si vogliono mostrare diversi grafici che chiariscano la distribuzione delle variabili rispetto, prima al dataset completo, ed in seguito mostrando come variano tali variabili se esaminate per le sole imprese che pubblicano dati ESG ed ulteriormente per il sottoinsieme delle imprese familiari che presentano i dati ESG.

In riferimento all'analisi riguardante il Database completo si rimanda allo studio condotto dalla professoressa Laura Abrardi e dalla professoressa Laura Rondi (2020)¹ e si riportano alcuni risultati in forma grafica.

Si vuole fornire inoltre una breve analisi dei modelli empirici in assenza della variabile in riferimento al Rating ESG al fine di creare una base di analisi e potere valutare quali differenze emergano introducendo la variabile relativa alla CSR (si veda il Capitolo 2.4).

Tuttavia l'attenzione va rivolta in particolare ad una simile analisi condotta su un campione più ristretto, ovvero quello delle imprese che presentano i dati ESG nell'arco temporale che varia dal 2002 al 2021, motivo per il quale in seguito alla presentazione dei grafici prodotti da L. Abrardi e L. Rondi (2020) si metteranno in luce gli elementi principali del campione analizzato nel modello utilizzato per questa tesi.

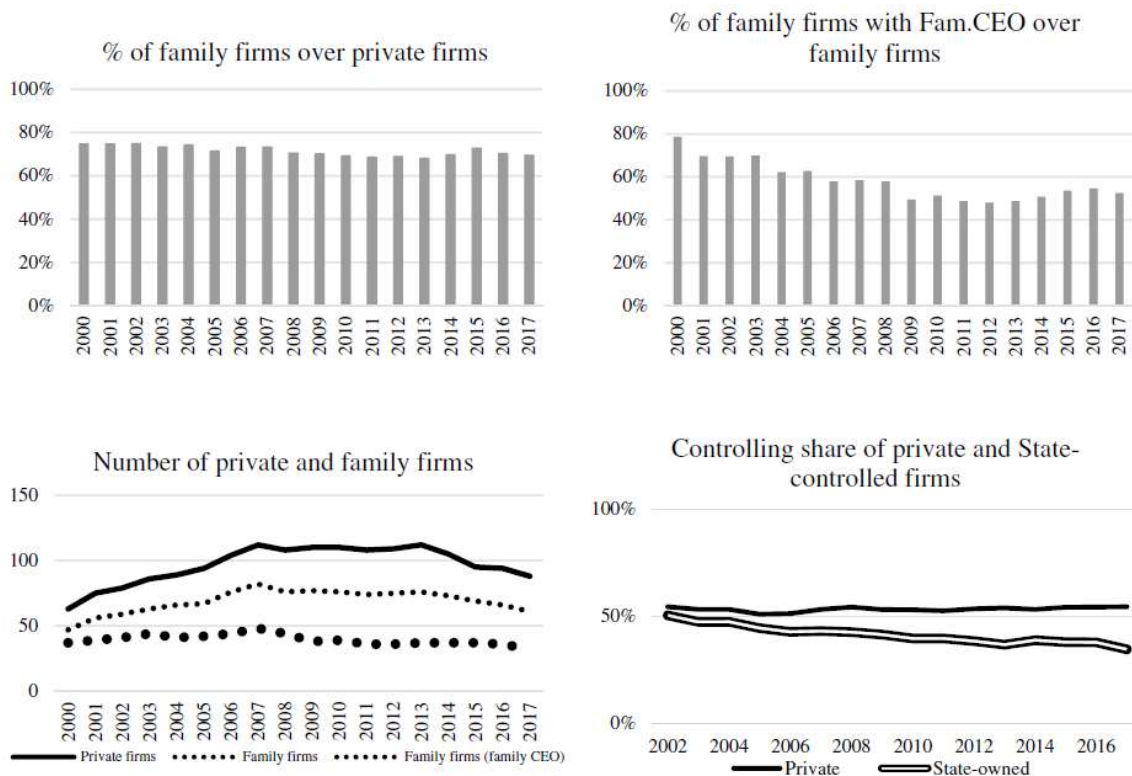


Figura 2.1: estratto dell'analisi del contesto italiano.

Fonte: Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. *Journal of Industrial and Business Economics*.

¹ Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. *Journal of Industrial and Business Economics*.

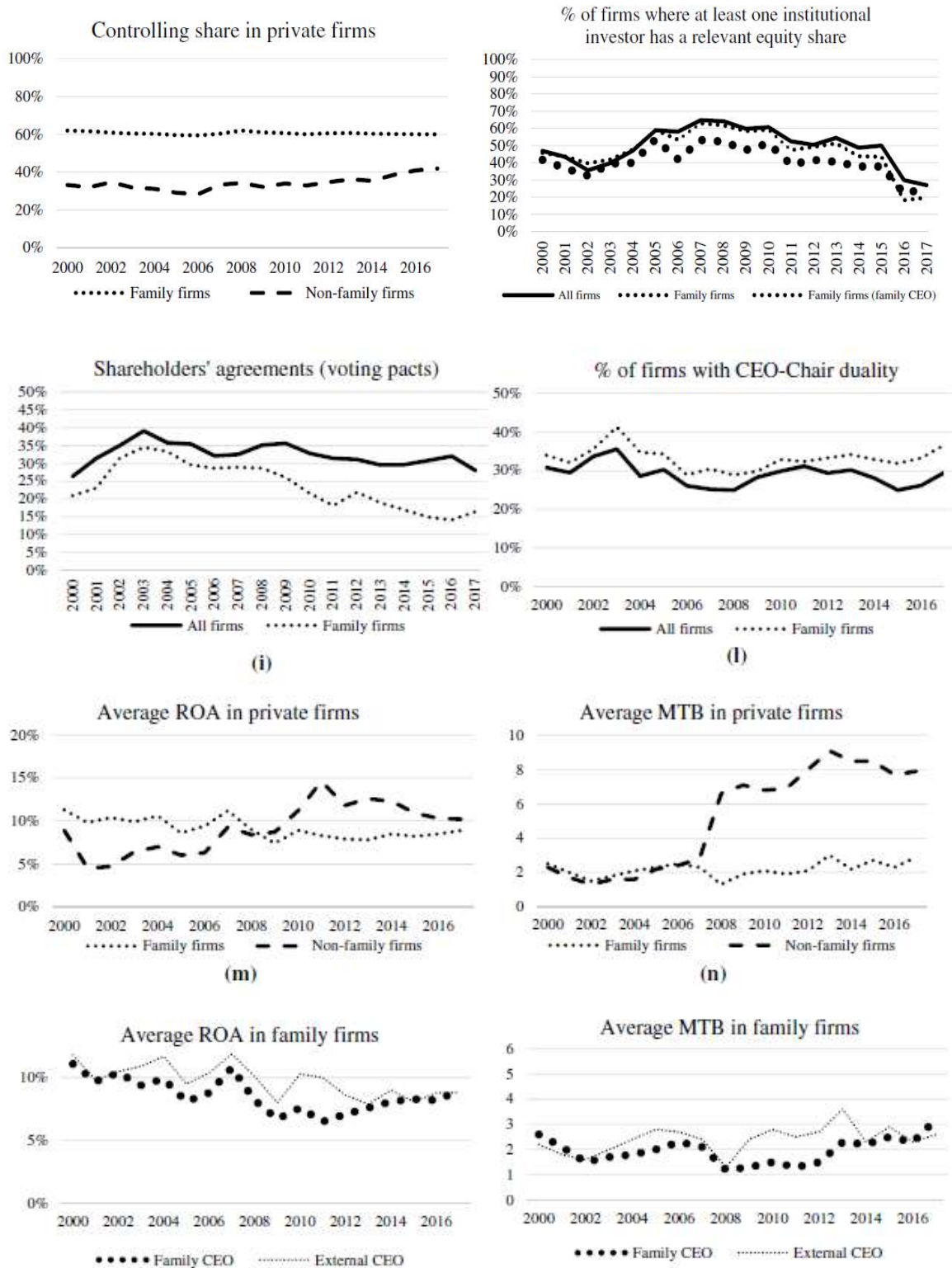


Figura 2.1: estratto dell'analisi del contesto italiano (continuazione).

Fonte: Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. *Journal of Industrial and Business Economics*.

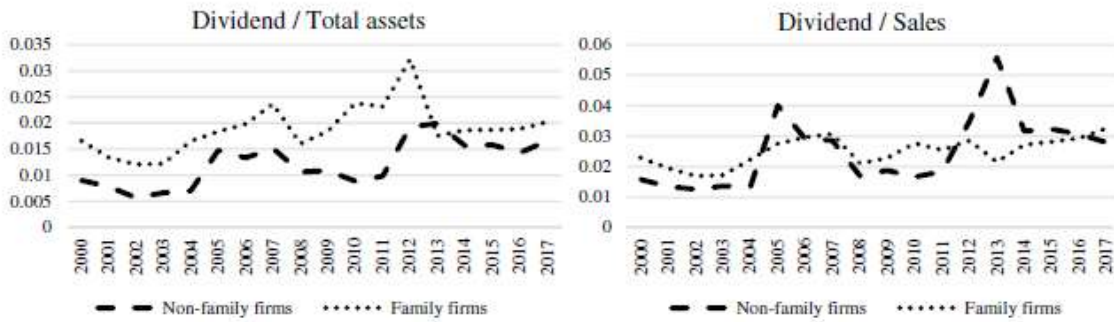


Figura 2.1: estratto dell'analisi del contesto italiano (continuazione).

Fonte: Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. *Journal of Industrial and Business Economics*.

Distinguiamo ora i dati delle imprese che presentano negli anni dal 2002 al 2021 dei dati ESG e perciò diamo uno sguardo più attento al campione che effettivamente viene utilizzato per far evolvere il modello.

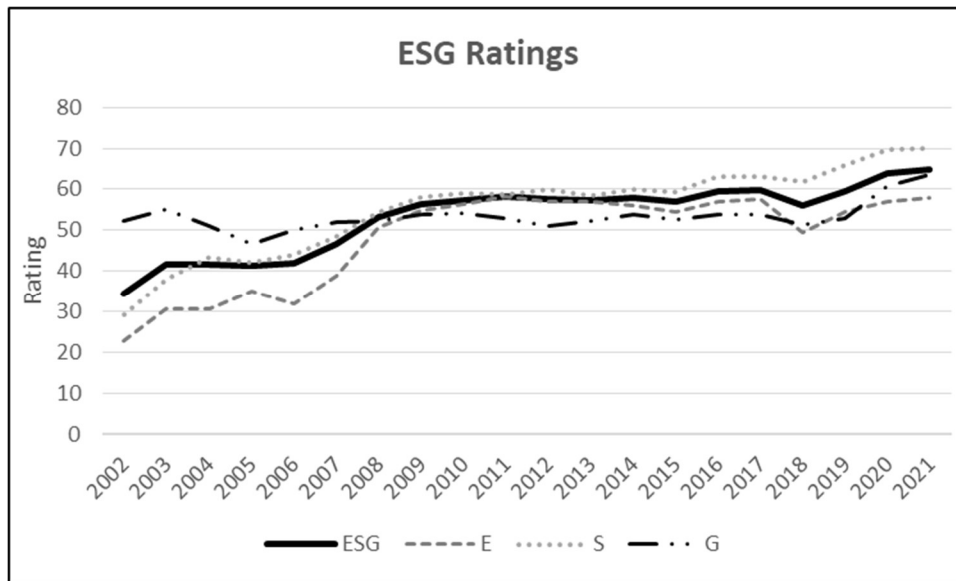


Grafico (a).

Nel grafico (a) si evidenzia come, un interesse crescente nelle tematiche ESG porti ad un incremento del Rating medio per le società del campione nell'arco degli anni tra il 2002 ed il 2021.

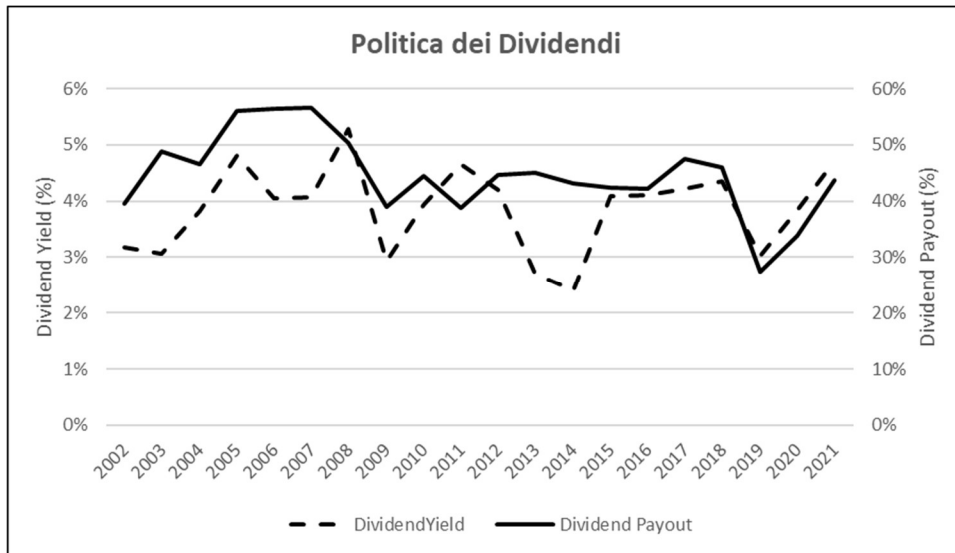


Grafico (b).

Nel grafico (b) invece sono presenti fluttuazioni delle politiche dei dividendi, elemento che verrà proprio indagato con la presentazione del modello.

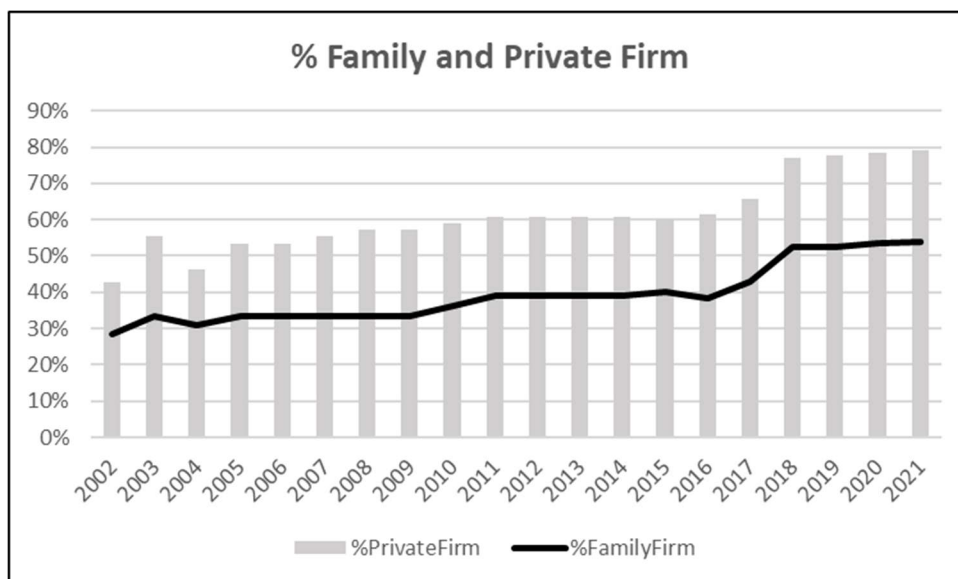


Grafico (c).

Nel grafico (c) si osserva come circa il 50% delle società quotate che presentano dati ESG siano società familiari e come costituiscano la maggioranza di quelle private.

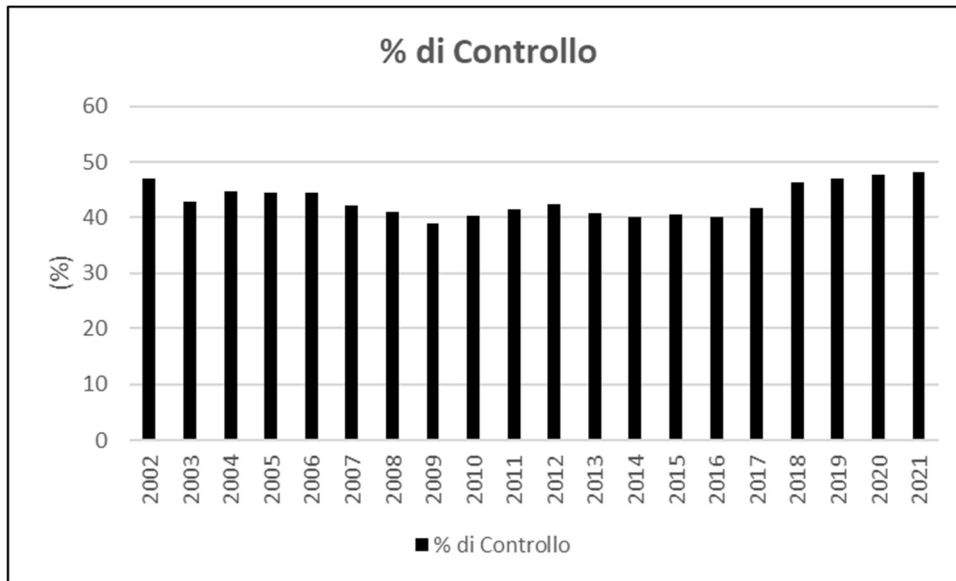


Grafico (d).

Nel grafico (d) si evidenzia come la quota di controllo rimanga pressoché invariata negli anni e sempre inferiore al 50%.

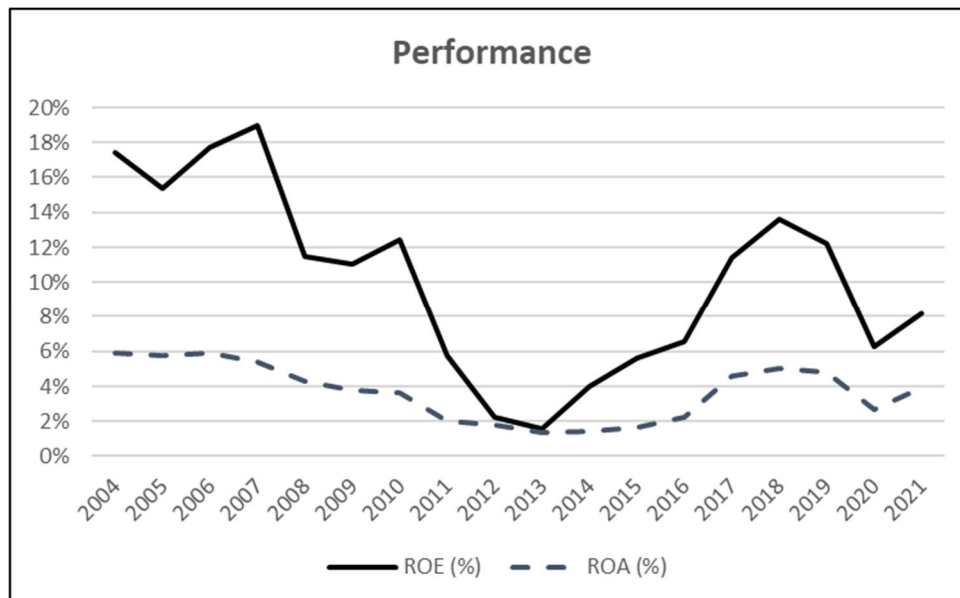


Grafico (e).

Nel grafico (e) viene mostrata la performance in termini di ROE e ROA evidenziando quanto forte sia stata la contrazione dei ritorni nell'arco temporale successivo alla tristemente nota crisi del 2008.

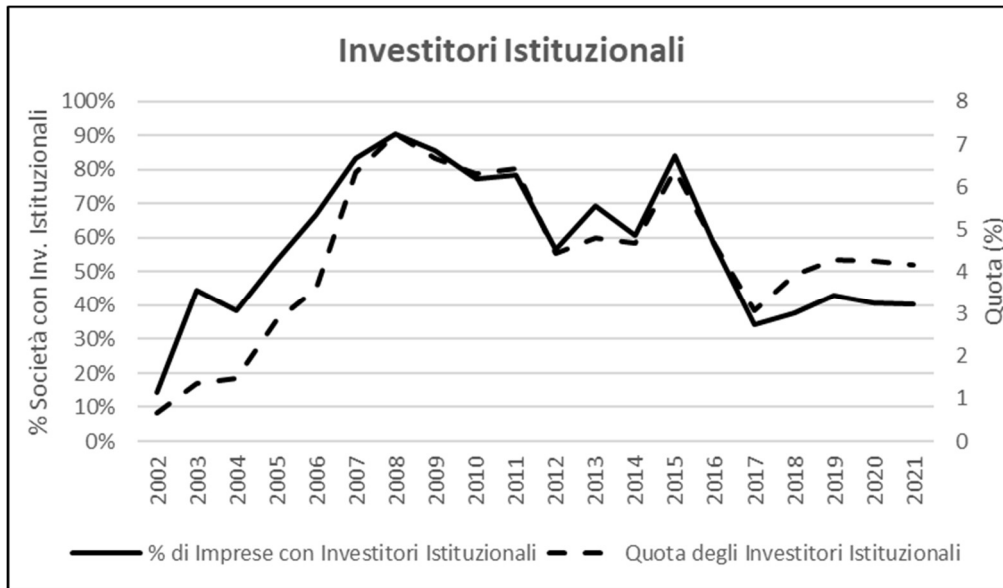


Grafico (f).

Nel grafico (f) si mostra come, circa dall'anno 2014, ci sia una forte riduzione del numero di imprese che "ospitano" investitori istituzionali all'interno dell'azionariato e di pari passo come tali imprese vedano ridurre anche la quota di capitale sociale detenuta.

Può essere interessante analizzare una ulteriore casistica, ovvero evidenziare come tali valori cambino se si guarda solamente alle imprese familiari. Come già accennato infatti, il contesto italiano è fortemente caratterizzato da piccole-medie imprese familiari ed analizzare se e come questo fattore incida sui dati può offrire un interessante punto di riflessione.

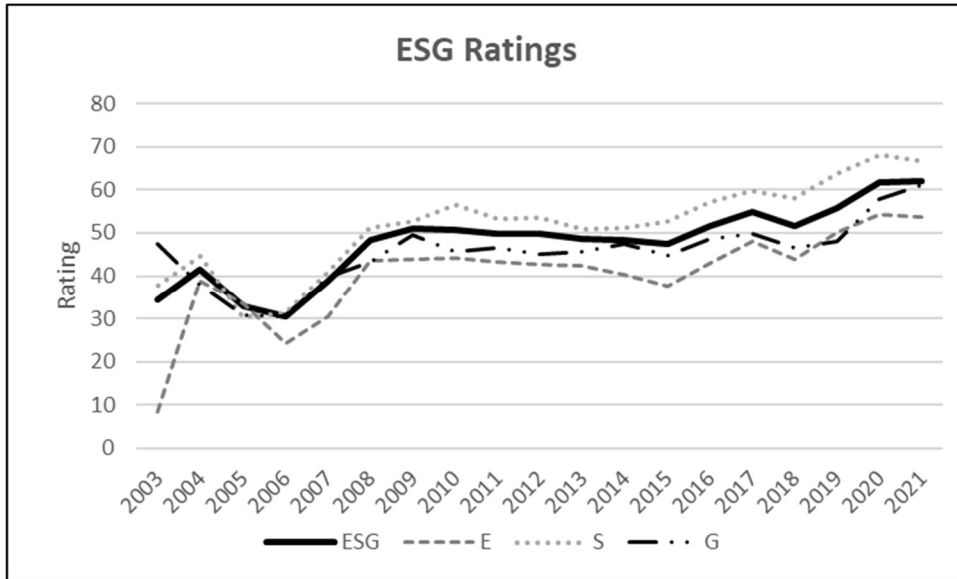


Grafico (g).

Nel grafico (g) si evidenzia lo stesso andamento del campione generale, tuttavia si può notare come i valori di rating medio per anno siano inferiori al totale del valor medio annuo sull'intero campione. In particolare il valore del rating E risulta circa 10 punti inferiore sull'arco annuale analizzato.

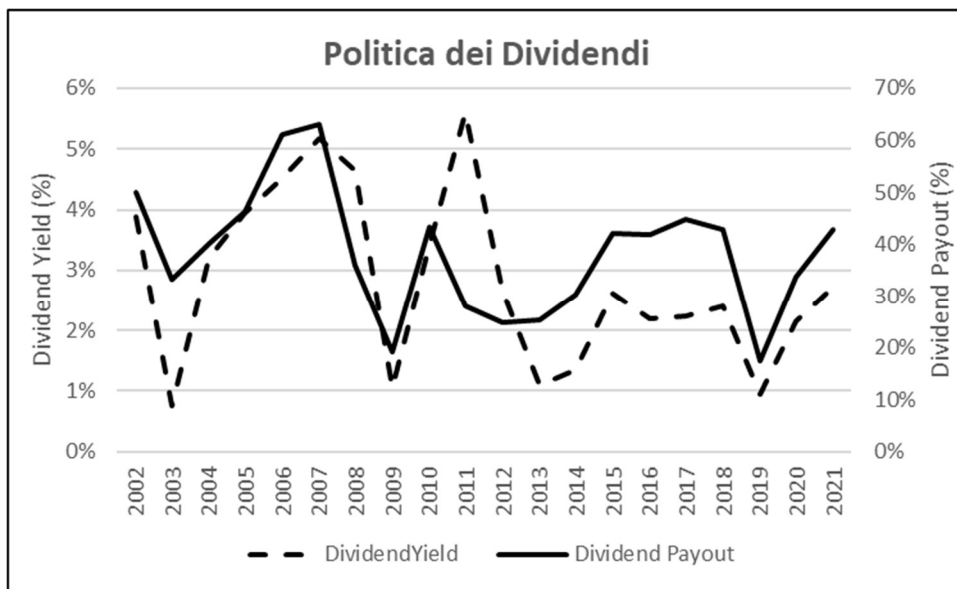


Grafico (h).

Nel grafico (h) si evince come le fluttuazioni della politica dei dividendi siano invece molto più accentuate se calate nel contesto delle sole imprese familiari.

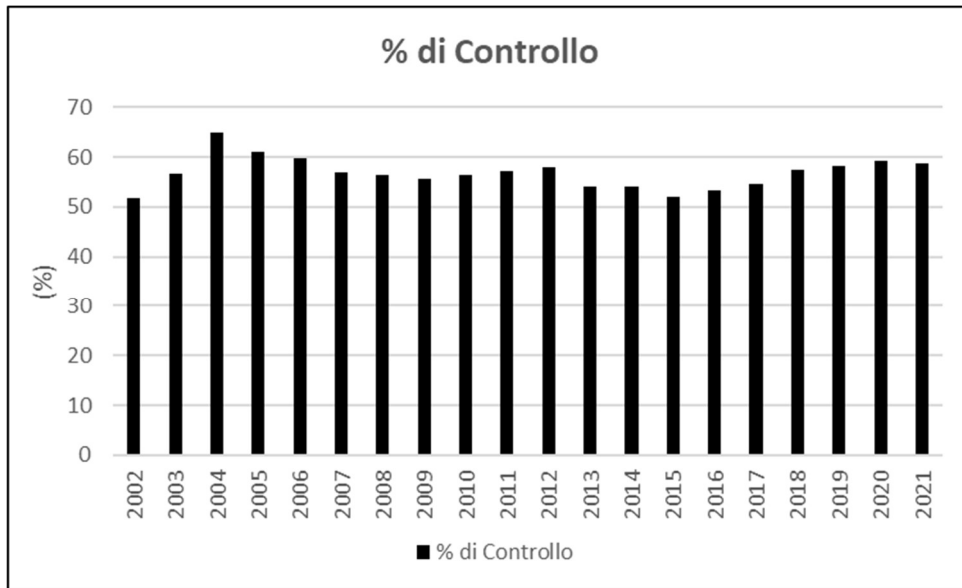


Grafico (i).

Nel grafico (i) emerge un elemento interessante, si nota infatti come le imprese familiari tendano ad avere una percentuale di controllo molto superiore alla media del campione. La spiegazione di tale fattore può risiedere nel fatto che tali imprese familiari temano di perdere il controllo sulle decisioni dell'impresa nel caso in cui la loro quota come primo azionista, scenda al di sotto del 50%.

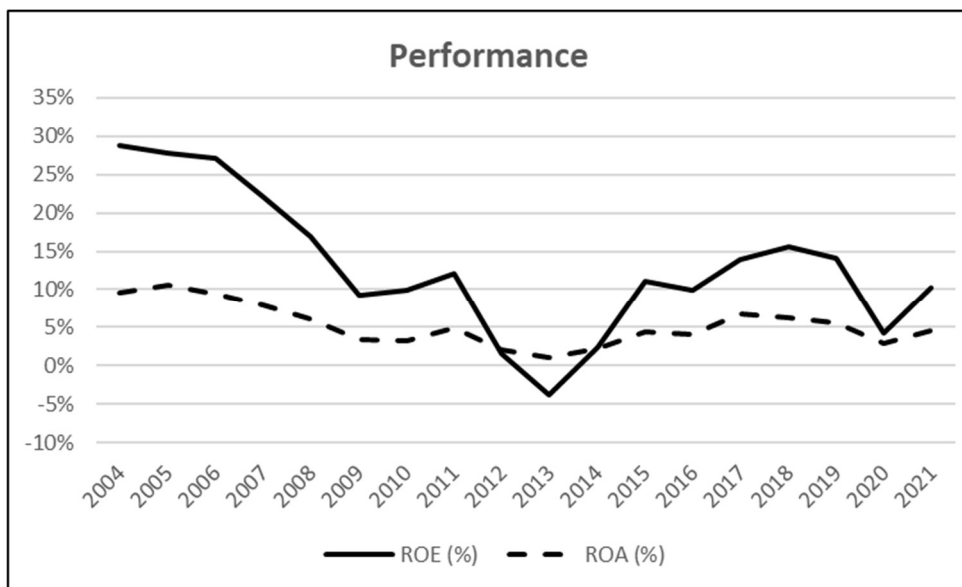


Grafico (l).

Nel grafico (l) invece è presente lo stesso trend evidenziato nel campione generale, mostrando come la crisi del 2008 abbia fortemente intaccato il rendimento dell'equity.

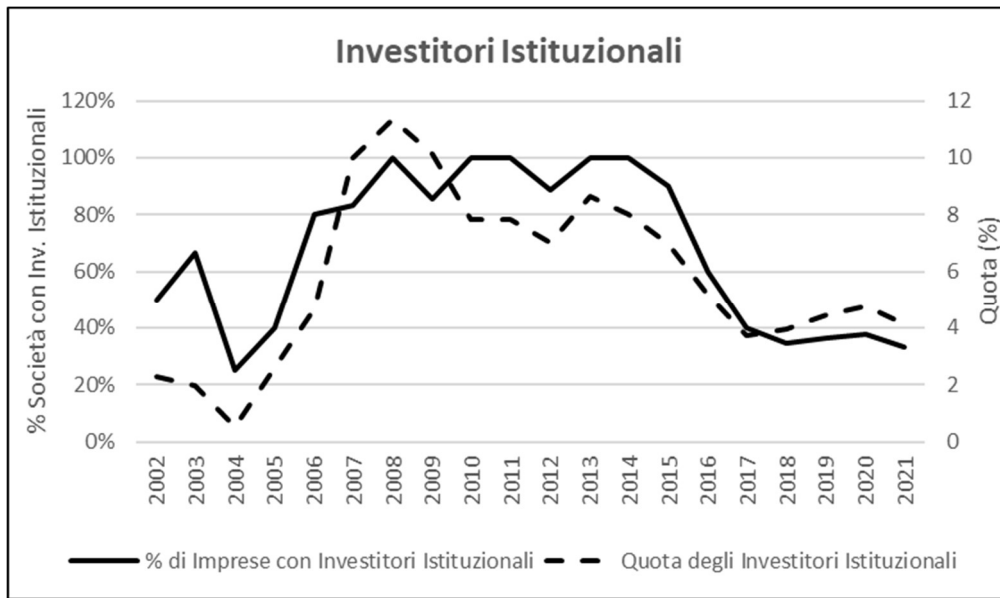


Grafico (m).

Nell'ultimo grafico (m) si evidenzia, in linea con il grafico del campione generale, circa dall'anno 2014, sia presente una forte riduzione del numero di imprese che "ospitano" investitori istituzionali all'interno dell'azionariato e di pari passo come tali imprese vedano ridurre anche la quota di capitale sociale detenuta.

2.2 DEFINIZIONE DELLE VARIABILI.

Variabili dipendenti.

La variabile dipendente è la variabile da ‘spiegare’ in un modello statistico ed è influenzata da variazioni nella variabile indipendente¹. Nell’analisi presentata, per comprendere se e come le pratiche di sostenibilità influenzino la politica dei dividendi, è necessario selezionare una o più misure per rappresentare i dividendi, che nel nostro caso saranno rappresentate dal dividend payout (espresso come dividendo per azione sull’utile per azione, rappresentando la porzione di utili distribuiti come dividendi) e dal dividend yield (in questo caso, prima usando i dividendi sulla capitalizzazione di mercato ed in seguito i dividendi sul valore totale degli asset).

Il dividend payout rappresenta la porzione di utile che viene distribuita azionisti, mentre il dividend yield mostra il rapporto tra l'ultimo dividendo annuo per azione e il prezzo del titolo, perciò può anche essere interpretato come il rapporto tra i dividendi totali distribuiti e la capitalizzazione di mercato. È importante avere presente come alcune aziende possano optare per una distribuzione dei dividendi anche in caso di utili negativi, il che inciderebbe negativamente sulla bontà del modello che utilizza come variabile dipendente il dividend payout. Tuttavia, al fine di ovviare a questa problematica, è stata identificata una nuova variabile ($DPSr/EPS$) che tiene in considerazione solamente le situazioni in cui il dividend payout rimanga compreso tra i valori 0 ed 1, eliminando così eventuali casistiche eccezionali che possano affliggere la bontà del modello.

Le variabili dipendenti proposte saranno quindi:

- ❖ Dividend Payout come $DPSr/EPS$;
- ❖ Dividend Yield come $Dividend/MarketCap$;
- ❖ Dividend Yield come $Dividend/TotAsset$;

¹ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p. 94.

Variabili indipendenti.

Come ampiamente menzionato nei primi capitoli nella Parte 1 della tesi, il livello di sostenibilità aziendale è misurato principalmente attraverso il punteggio ESG e dalle sue singole declinazioni. Nel database Thomson Reuters, utilizzato per questa analisi, il punteggio ESG combinato di Eikon-Refinitiv rappresenta una somma pesata delle tre dimensioni ambientale, sociale e di governance e include un punteggio di controversia ESG.

Poiché il punteggio ESG è una variabile comunemente utilizzata per misurare la sostenibilità aziendale nelle ricerche empiriche, questa analisi considererà il punteggio combinato come variabile indipendente nella regressione, ma includerà anche come variabili indipendenti ciascuna delle tre diverse dimensioni di ESG.

Ciò significa che, per ciascuna variabile dipendente verranno testati due modelli, il primo contenente la sola variabile *ESG* come parametro di sostenibilità e CSR, ed il secondo contenente la scomposizione di tale rating nelle sue componenti fondamentali (*E*, *S*, e *G*) si testerà anche se ciascuna delle dimensioni di ESG ha un effetto specifico sulla politica dei dividendi rispetto alle altre. Testando infatti un unico modello con tutte le 4 variabili menzionate congiuntamente, si andrebbe ad incorrere nella problematica di variabili fortemente correlate tra loro, dato che per definizione le variabili *E*, *S*, e *G* sono ciò che costituisce la variabile *ESG*.

Risulta essere necessario inserire anche delle variabili di controllo nel modello, al fine di non commettere errori trascurando delle variabili omesse e riducendo l'accuratezza del modello. Si andranno ad inserire infatti, alcune variabili che possono spiegare la politica dei dividendi ed in particolare tali variabili saranno sia di tipo finanziario sia legate agli aspetti di corporate governance. Includendo gli effetti legati alla situazione finanziaria e quelli strettamente legati agli aspetti di governance, sarà possibile quindi chiarire se effettivamente siano presenti delle correlazioni significative tra gli aspetti di CSR e la politica dei dividendi.

In riferimento alle variabili finanziarie utilizzate a questo fine:

- ❖ Effetto del debito tramite la variabile *Debt_Equity*. Un fattore di indebitamento maggiore porta sicuramente ad una maggior attenzione verso le risorse finanziarie e dei flussi di cassa generati da una impresa. Ci si

può quindi attendere che maggiore è la leva finanziaria, minori saranno i dividendi distribuiti dalla stessa impresa.

- ❖ Effetto della dimensione dell'impresa (size) tramite la variabile *LogVendite*. In primo luogo la letteratura mostra come la variabile di dimensione debba essere usata in termini logaritmici²; in secondo luogo tale variabile consente di discriminare tra società che possono, per via delle dimensioni, avere una politica di dividendi più "accomodante".
- ❖ Performance delle imprese tramite la variabile *Roa*. Migliore è la performance finanziaria, maggiore potrà essere la remunerazione attesa dagli azionisti dell'impresa. A tal proposito si è voluta aggiungere anche la variabile *Risk_DevSt_Roa*, in modo tale da cogliere la rischiosità della società (espressa come deviazione standard su tre periodi del ROA), ci si potrà attendere quindi che maggiore sarà la rischiosità, minore sarà il livello di dividendi distribuiti, favorendo l'accumulo di risorse per fare fronte alle possibili difficoltà.
- ❖ Allo stesso modo delle performance delle imprese, anche il livello di liquidità, descritto dalla variabile *Cash_TotAsset* dell'impresa possono influire positivamente sulla distribuzione dei dividendi.
- ❖ Ultimo elemento da considerare è il rapporto tra la valutazione di mercato e quella di libro, tramite la variabile *MarketToBook*. Questa variabile potrebbe spiegare come talvolta la valutazione del mercato possa essere legata alla distribuzione di dividendi. Infatti, se una impresa è valutata dal mercato meno del suo valore di libro, potrebbe essere un segnale di crisi che quindi si tradurrebbe in un tentativo di salvare l'impresa mantenendo più liquidità interna alla società senza distribuire gli utili o viceversa cercare di estrarre tutta la liquidità ed il valore possibili prima di andare incontro ad una procedura fallimentare (milking the property).

Passando ora alle variabili di corporate governance troviamo:

- ❖ La presenza e la quota di possesso degli investitori istituzionali nell'azionariato, espressa dalla variabile *Inst_Share*. Possiamo aspettarci infatti che la presenza di investitori istituzionali possa svolgere un ruolo di controllo rispetto all'attività di gestione dell'impresa e che quindi possa incentivare ad una politica dei dividendi più conservativa.

² Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms. *Journal of Industrial and Business Economics*.

- ❖ La quota di controllo del primo azionista, espresso dalla variabile *controllingshare*. Tale elemento ci consente di capire se la il fatto di possedere una maggiore quota proprietaria (quindi una maggiore concertazione dell'azionariato) possa influire sulla distribuzione degli utili tra gli azionisti.
- ❖ Anche la presenza di un Amministratore Delegato che sia allo stesso tempo anche Presidente del Consiglio di Amministrazione è un elemento che può influire sulle decisioni rivolte alla distribuzione degli utili. Tale fattore è considerato dalla variabile *CEO_Chair* (dummy).
- ❖ Infine elemento di fondamentale importanza è giocato dal tipo di proprietà: infatti si metteranno in evidenza le società di proprietà familiare per almeno il 33% del capitale sociale, tramite la variabile *Family30* (dummy).

Si precisa anche che tutti i valori delle variabili finanziarie sono stati estratti dal database di Eikon-Refinitiv, escluse le variabili finanziarie la cui estrazione deriva dalle informazioni storiche contenute presso il sito della CONSOB.

Si riporta infine un breve ma esplicativo sommario, contenente i valori medi, i valori di massimo, di minimo e le deviazioni standard delle variabili sopracitate.

Come si può notare il numero delle osservazioni delle variabili indipendenti (*Esg*, *E*, *S* e *G*) è molto inferiore a quello delle variabili di corporate governance o finanziarie, tuttavia consente di effettuare un'analisi sufficientemente esplicativa.

Infine sono presenti anche valori anomali, soprattutto in riferimento ai valori di minimo o massimo delle variabili. Tali valori tuttavia non risultano essere significativi nel modello in quanto molto rari all'interno del campione analizzato.

| VARIABILI PER LE SOCIETA' DELL'INTERO DATASET | | | | | |
|---|--------------|-------|-----------|-------|-------|
| Variable | Osservazioni | Media | Std. dev. | Min | Max |
| Dividend_TotAsset | 2263 | 0,016 | 0,023 | 0 | 0,313 |
| Dividend_MarketCap | 2223 | 0,027 | 0,044 | 0 | 0,590 |
| DPSr_EPS | 2062 | 0,31 | 0,29 | 0 | 1 |
| Esg | 579 | 57,19 | 20,33 | 35,22 | 92,96 |
| E | 579 | 52,44 | 27,59 | 0 | 98,92 |
| S | 579 | 60,72 | 22,64 | 1,86 | 96,71 |
| G | 579 | 54,69 | 20,89 | 34,75 | 97,38 |
| LogVendite | 2265 | 5,71 | 0,79 | 2,22 | 8,10 |
| Debt_Equity | 2061 | 1,30 | 3,05 | -3,83 | 70,15 |
| Roa | 2217 | 0,03 | 0,07 | -0,77 | 0,42 |
| MarketToBook | 2274 | 1,36 | 0,75 | -2,23 | 7,77 |
| Cash_TotAsset | 1248 | 0,12 | 0,09 | 0,00 | 0,65 |
| Rischio_Dev.Stand.Roa | 1931 | 0,025 | 0,031 | 0,000 | 0,343 |
| Inst_Share | 2658 | 3,89 | 5,88 | 0 | 44,45 |
| dual | 2676 | 0,28 | 0,45 | 0 | 1 |
| controllinshare | 2640 | 50,94 | 18,53 | 3,03 | 99,96 |
| StateOwn | 2676 | 0,13 | 0,34 | 0 | 1 |
| Family30 | 2657 | 0,68 | 0,47 | 0 | 1 |
| CEO_Chair | 2676 | 0,31 | 0,46 | 0 | 1 |

Tabella 2.1: sommario delle variabili di interesse per l'intero dataset

| VARIABILI PER LE SOCIETA' CHE PRESENTANO RATING ESG | | | | | |
|---|--------------|-------|-----------|-------|-------|
| Variable | Osservazioni | Media | Std. dev. | Min | Max |
| Dividend_TotAsset | 579 | 0,019 | 0,021 | 0 | 0,140 |
| Dividend_MarketCap | 579 | 0,039 | 0,063 | 0 | 0,590 |
| DPSr_EPS | 548 | 0,42 | 0,32 | 0 | 1 |
| Esg | 579 | 57,19 | 20,33 | 35,22 | 92,96 |
| E | 579 | 52,44 | 27,59 | 0 | 98,92 |
| S | 579 | 60,72 | 22,64 | 1,86 | 96,71 |
| G | 579 | 54,69 | 20,89 | 34,75 | 97,38 |
| LogVendite | 579 | 6,35 | 0,90 | 2,34 | 8,10 |
| Debt_Equity | 579 | 1,26 | 1,44 | -3,83 | 12,07 |
| Roa | 579 | 0,04 | 0,06 | -0,30 | 0,27 |
| MarketToBook | 579 | 1,52 | 0,87 | 0,55 | 7,70 |
| Cash_TotAsset | 579 | 0,10 | 0,07 | 0 | 0,35 |
| Rischio_Dev.Stand.Roa | 573 | 0,020 | 0,022 | 0,000 | 0,239 |
| Inst_Share | 579 | 4,52 | 5,85 | 0 | 29,78 |
| dual | 579 | 0,28 | 0,45 | 0 | 1 |
| controllinshare | 579 | 44,17 | 20,80 | 3,08 | 99,96 |
| StateOwn | 579 | 0,33 | 0,47 | 0 | 1 |
| Family30 | 579 | 0,44 | 0,50 | 0 | 1 |
| CEO_Chair | 579 | 0,23 | 0,42 | 0 | 1 |

Tabella 2.2: sommario delle variabili di interesse per le società con almeno un dato ESG

2.3 DESCRIZIONE ED EVOLUZIONE DEL MODELLO.

IPOTESI DEL MODELLO

Dopo aver presentato le teorie relative alla relazione tra i rating ESG e la politica dei dividendi (capitolo 1.7), ma anche dopo aver raccolto i dati relativi al contesto italiano e di cui è stato descritto il campione all'interno del capitolo 2.1, giunge ora il momento di definire quali sono le ipotesi che si vogliono testare.

Come già menzionato, si vuole innanzitutto testare se questa correlazione della politica dei dividendi e i rating ESG sia presente sia in termini di Dividend Payout (rappresentato dal rapporto tra dividend per share e earnings per share) che in termini di Dividend Yield (rappresentato prima come rapporto tra i dividendi e la capitalizzazione di mercato e poi come rapporto tra i dividendi ed il valore totale degli asset), perciò si analizzeranno i tre casi separatamente. Inoltre anche il Rating ESG verrà scomposto nelle sue componenti in modo tale analizzare se siano presenti fattori più o meno incisivi.

Veniamo ora alla formalizzazione dei quesiti.

❖ Quesito 1

Ci si domanda se sia presente una correlazione tra il punteggio ESG e il Dividend Yield (rapporto tra dividendi e valore degli asset dell'impresa) per le imprese quotate italiane. In questo modello si valuterà la significatività del coefficiente della variabile *Esg* rispetto alla variabile dipendente (*Dividend_TotAsset*) e nel caso in cui non sia possibile assumere tale coefficiente pari a zero (con un livello di significatività almeno pari al 90%), allora si dedurrà una relazione significativa tra le due variabili. In tal caso, dal segno di tale coefficiente si dedurrà se tale relazione sia positiva o negativa.

❖ Quesito 2

Ci si domanda se sia presente una correlazione tra il punteggio ESG e il Dividend Yield (rapporto tra dividendi e capitalizzazione di mercato) per le imprese quotate italiane. In questo modello si valuterà la significatività del coefficiente della variabile *Esg* rispetto alla variabile dipendente (*Dividend_MarketCap*) e nel caso in cui non sia possibile assumere tale

coefficiente pari a zero (con un livello di significatività almeno pari al 90%), allora si dedurrà una relazione significativa tra le due variabili. In tal caso, dal segno di tale coefficiente si dedurrà se tale relazione sia positiva o negativa.

❖ Quesito 3

Ci si domanda se sia presente una correlazione tra il punteggio ESG e il Dividend Payout (rapporto tra dividendi per azione ed utili per azione) per le imprese quotate italiane. In questo modello si valuterà la significatività del coefficiente della variabile *Esg* rispetto alla variabile dipendente (*DPSr_EPS*) e nel caso in cui non sia possibile assumere tale coefficiente pari a zero (con un livello di significatività almeno pari al 90%), allora si dedurrà una relazione significativa tra le due variabili. In tal caso, dal segno di tale coefficiente si dedurrà se tale relazione sia positiva o negativa.

Come menzionato precedentemente, tali modelli verranno analizzati prima considerando la variabile complessiva ESG ed in seguito con i singoli parametri del rating ESG in modo tale da valutarne la significatività all'interno della politica dei dividendi.

Prima di presentare il modello utilizzato per l'analisi, è necessario presentare quelle che sono le assunzioni ed i fattori che possono essere rilevati per lo sviluppo di tale modello.

METODO DEI MINIMI QUADRATI (OLS).

Secondo Studenmund (2014)¹, il Metodo dei Minimi Quadrati Ordinari (OLS) è il metodo che viene maggiormente utilizzato per ottenere stime dei coefficienti di regressione provenienti da un set di dati, come quello utilizzato nel nostro caso.

Tale metodo consiste nel definire la distanza dei residui dalla linea di regressione per trovare la linea che minimizza la somma delle distanze dei residui al quadrato (Stock & Watson, 2005)².

¹ Studenmund, A. (2014). *Using Econometrics: A Practical Guide*. 6th edition. Harlow: Pearson Education Limited, p.59.

² Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p. 128.

Per verificare se gli stimatori OLS sono ottimali per la regressione utilizzata, è necessario che soddisfino diverse assunzioni e nel momento in cui una o più di queste assunzioni non sono valide, allora altri metodi di stima potrebbero essere migliori.

In riferimento a tali assunzioni dei minimi quadrati estese, esse consistono nelle tre assunzioni dei minimi quadrati tradizionali, più altre due³:

1. L'ERRORE u_i HA MEDIA CONDIZIONATA NULLA DATA X_i , OVVERO $E(u_i | X_i) = 0$.

Questa assunzione implica che i valori di Y_i possono variare sia sopra che sotto la retta di regressione della popolazione, ma in media si dispongono lungo questa retta. In altre parole, per ciascun insieme di valori dei regressori, il valore atteso di u_i è uguale a zero. Questa assunzione rappresenta il punto chiave per cui lo stimatore OLS non sia distorto.

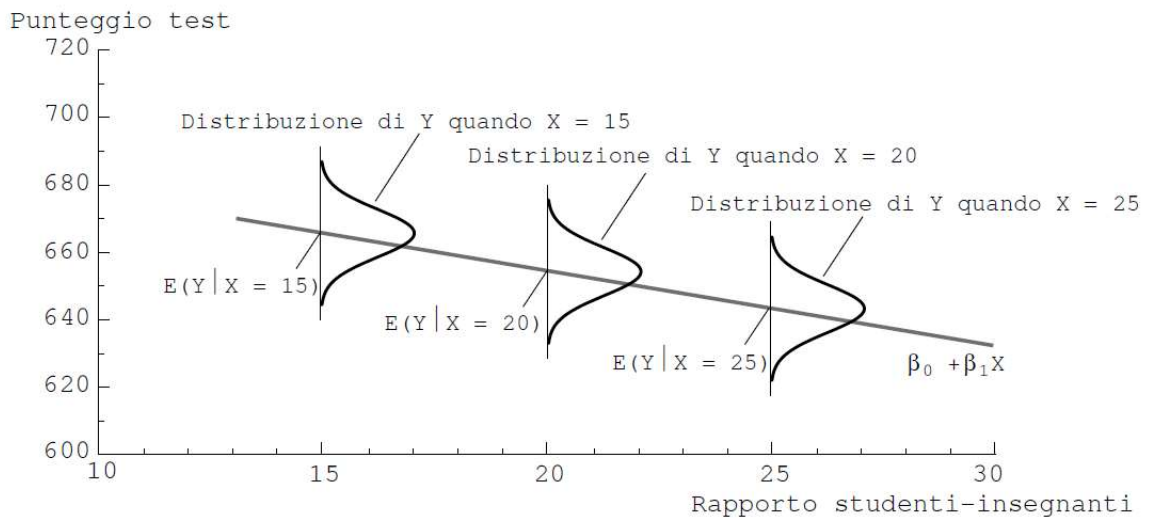


Figura 2.2: Rappresentazione della prima assunzione del metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS).

Fonte: Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p.

104.

“La figura mostra la probabilità condizionata dei punteggi del test per distretti con classi di 15, 20 e 25 studenti. La media della distribuzione condizionata dei punteggi del test, dato il rapporto studenti-insegnanti, $E(Y|X)$, è la retta di regressione $\beta_0 + \beta_1 X$. Per un dato valore di X , Y si distribuisce attorno alla retta di regressione e l'errore $u = Y - (\beta_0 + \beta_1 X)$ ha media condizionata nulla per ogni valore di X .”

³ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l.

2. $(X_i; Y_i)$, $i = 1, \dots, n$ SONO ESTRAZIONI INDIPENDENTI E IDENTICAMENTE DISTRIBUITE.

La seconda condizione fondamentale dei minimi quadrati riguarda l'indipendenza e l'identica distribuzione delle coppie di osservazioni (X_i, Y_i) , dove i varia da 1 a n . Questa assunzione, abbreviata come "i.i.d.", costituisce una formalizzazione matematica del processo di campionamento. In altre parole, essa stabilisce che le osservazioni nel campione sono estratte in modo indipendente l'una dall'altra e seguono la stessa distribuzione di probabilità. Questo è cruciale per garantire l'affidabilità delle stime ottenute tramite l'analisi dei minimi quadrati.

3. X_i E u_i , HANNO MOMENTI QUARTI FINITI NON NULLI.

La terza condizione fondamentale dei minimi quadrati riguarda la finitezza e la non nullità dei momenti quarti delle variabili X_i e u_i ($0 < E(X_i^4) < 1$ e $0 < E(u_i^4) < 1$), o equivalentemente dei momenti quarti di X_i e Y_i . Questa assunzione è formulata per evitare la possibilità di selezionare osservazioni con valori estremamente elevati per X_i e u_i e quindi definire che gli outlier sono estremamente rari.

Infatti, se dovessimo includere nel nostro campione osservazioni con valori estremamente alti di X_i o u_i , queste osservazioni potrebbero influenzare in modo sproporzionato i risultati dell'analisi dei minimi quadrati. Questo potrebbe portare a risultati fuorvianti, poiché tali osservazioni potrebbero avere un impatto eccessivo sulle stime della regressione OLS.

4. ASSENZA DI COLLINEARITÀ PERFETTA.

Questa condizione evita un problema noto come collinearità perfetta, che renderebbe impossibile calcolare lo stimatore OLS. Si parla di perfetta collinearità quando uno dei regressori è una funzione lineare esatta degli altri. La quarta assunzione dei minimi quadrati stabilisce, infatti, che i regressori non devono presentare collinearità perfetta. Più semplicemente, i regressori devono essere indipendenti tra loro e non possono essere espressi come combinazioni lineari esatte degli altri regressori. Ciò previene situazioni in cui la relazione tra

i regressori è così stretta da rendere le stime dei coefficienti instabili o addirittura impossibili da ottenere tramite il metodo OLS, perciò per ovviare a questo problema è fondamentale modificare il regressore⁴.

Si coglie qui l'occasione di trattare brevemente anche la collinearità imperfetta. Nonostante la terminologia simile, la collinearità imperfetta presenta concettualmente differenze significative rispetto alla collinearità perfetta. Nella realtà della collinearità imperfetta, due o più regressori mostrano una forte correlazione, indicando l'esistenza di una relazione lineare tra di loro che è altamente associata a un altro regressore. Tuttavia, è importante sottolineare che tale fenomeno non costituisce un ostacolo nell'ambito della teoria degli stimatori OLS. Infatti, uno degli obiettivi chiave degli stimatori minimi quadrati ordinari è discriminare le influenze indipendenti dei diversi regressori, anche quando sussiste una potenziale correlazione tra di essi. Di conseguenza, la presenza di collinearità imperfetta non compromette l'accuratezza delle stime dei coefficienti OLS, poiché tale metodo è appositamente progettato per affrontare tali circostanze e garantire stime affidabili e coerenti⁵.

5. ERRORI OMOSCHEDASTICI.

La quinta assunzione dei minimi quadrati richiede che u_i sia omoschedastico, cioè $\text{var}(u_i | X_i) = \text{cost}$. Se vale questa assunzione addizionale, allora lo stimatore OLS è il più efficiente tra tutti gli stimatori lineari che sono non distorti

Si coglie l'occasione per approfondire il tema dell'eteroschedasticità.

L'eteroschedasticità si verifica quando la varianza dei residui non è costante, in accordo con la quarta assunzione dell'OLS menzionata in precedenza. Se ciò avviene, l'assunzione dell'OLS viene violata ed il che indica la presenza di eteroschedasticità nei residui⁶.

Di conseguenza, l'esistenza di eteroschedasticità in un set di dati può portare a inferenze erranee durante il test delle ipotesi statistiche (dovute ad errori standard errati)⁷.

⁴ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p. 156.

⁵ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p. 158.

⁶ Studenmund, A. (2014). *Using Econometrics: A Practical Guide*. 6th edition. Harlow: Pearson Education Limited, p.380.

⁷ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l.

Per questo motivo, l'eteroschedasticità è un elemento da tenere in considerazione importante durante l'analisi di regressione.

Per ovviare al problema dell'eteroschedasticità, si opterà quindi per utilizzare la formula per la varianza degli stimatori robusta per l'eteroschedasticità. Se infatti avessimo degli errori eteroschedastici e calcolassimo la varianza dello stimatore come se fossero omoschedastici, otterremmo degli errori standard errati e quindi avremmo un'inferenza sbagliata (da notare come le due formule coincidano quando il numero di osservazioni è molto grande)⁸.

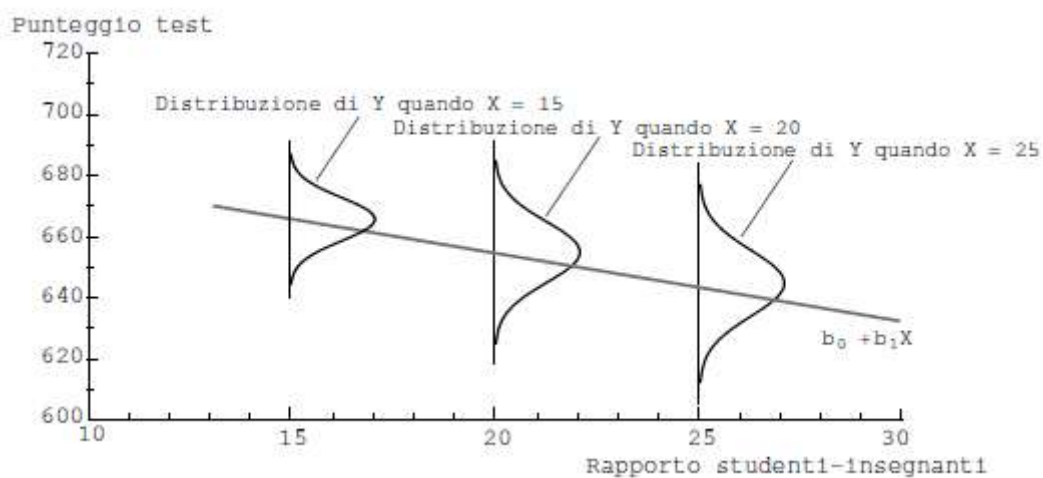


Figura 2.3: Rappresentazione dell'eteroschedasticità.

Fonte: Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l., p.

124

“Questa figura mostra la distribuzione condizionata dei punteggi del test per tre classi di diversa dimensione. Diversamente dalla figura presentata per la prima assunzione del metodo OLS, queste distribuzioni diventano più disperse (hanno varianza maggiore) per classi di dimensioni maggiori. Siccome la varianza della distribuzione di u data X , $\text{var}(u|X)$, dipende da X , u è eteroschedastico”.

6. LA DISTRIBUZIONE CONDIZIONATA DI U_i DATO X_i È NORMALE (ERRORI NORMALI).

In questo caso, se si suppone che X e Y siano congiuntamente distribuite secondo una normale, allora la distribuzione condizionata di Y a X è anch'essa normale.

⁸ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l.

Oltre alla metodologia, un focus va rivolto alla tipologia di dati trattati. Il set di dati raccolti è definito come un data panel. I dati panel, che sono anche dati longitudinali, sono dati che riguardano più elementi, ognuno dei quali è osservato in due o più periodi. Come già citato, infatti, le nostre entità fanno riferimento alle diverse imprese quotate italiane e queste osservazioni hanno un riferimento temporale che si colloca a partire dal 2004.

Errori da variabile omessa.

Per spiegare al meglio il concetto e l'errore legato ad una variabile omessa, si cita (Stock & Watson, 2015 p. 143)⁹:

“Se il regressore è correlato con una variabile omessa dall'analisi ma che determina, in parte, la variabile dipendente, lo stimatore OLS subirà una distorsione da variabile omessa.

La distorsione da variabile omessa si verifica quando valgono due condizioni:

- I. la variabile omessa è correlata con il regressore incluso;*
- II. la variabile omessa contribuisce a determinare la variabile dipendente.”*

Se una variabile omessa è una determinante di Y_i , essa è inclusa nell'errore e, se correlata con X_i , anche l'errore è correlato con X_i . Siccome u_i e X_i sono correlati, la media condizionata di u_i data X_i è non nulla. Questa correlazione viola, perciò, la prima ipotesi dei minimi quadrati e la conseguenza è rilevante: lo stimatore OLS è distorto. Questa distorsione non svanisce neanche in grandi campioni, e quindi lo stimatore OLS è inconsistente.”

Ecco come diventa fondamentale ovviare a questo problema. Nel modello che verrà presentato, tale problema verrà ovviato in diversi modi:

- ❖ Cercando nel modo più diretto possibile di includere tali variabili attraverso una attenta analisi delle variabili che vengono inserite nel modello.
- ❖ Creando un data set più accurato possibile dal punto di vista della raccolta dati.
- ❖ Anche se la variabile omessa non può essere inclusa direttamente, verranno incluse altre variabili correlate ad essa, in modo tale da controllare, almeno in parte, l'effetto negativo della variabile omessa, riducendo il bias nelle stime dei coefficienti.

⁹ Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l. p. 143.

2.4 IL MODELLO FINALE.

È importante menzionare come i dati utilizzati per lo sviluppo del modello siano dati di tipo panel e ciò consente quindi di estrarre informazioni da dataset composti, in questo caso, da informazioni su più società ed allo stesso tempo considerare lo sviluppo della variabile nell'arco temporale.

Il modello prevede inoltre l'introduzione degli effetti fissi (fixed effect), in quanto tali effetti fissi rappresentano le caratteristiche impresa che non variano nel tempo e che risultano alquanto difficili da osservare. Nei modelli presentati, siccome l'impresa rientra nella stima per più anni consecutivi, se non ne si considera la caratteristica fissa, questa finisce nell'errore e, siccome tale caratteristica fissa è inevitabilmente correlata con le variabili d'impresa considerate, le stime risulterebbero distorte.

Come menzionato in precedenza, si propone in prima battuta, l'analisi empirica dei modelli senza considerare l'impatto della variabile di Corporate Social Responsibility. Ciò permetterà di volgere subito l'attenzione alle variabili più rilevanti per ciascun modello e quindi poter analizzare con maggiore attenzione i modelli finali oggetto principale di questa tesi.

| Modello per DPSr_EPS | | | | | | | | | | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| VARIABLE | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) |
| | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 |
| <i>Debt_Equity</i> | -0,0063* (0,003) | -0,0062* (0,003) | -0,0051* (0,003) | -0,0050* (0,003) | -0,0044* (0,002) | -0,0040* (0,002) | -0,0044* (0,002) | -0,0040* (0,002) | -0,0040* (0,002) | -0,0038* (0,002) | -0,0273*** (0,010) |
| <i>LogVendite</i> | 0,0364 (0,046) | 0,0364 (0,046) | 0,0260 (0,045) | 0,0191 (0,047) | -0,0003 (0,054) | 0,0009 (0,055) | -0,0113 (0,054) | -0,0077 (0,054) | -0,0077 (0,054) | 0,0023 (0,054) | 0,0084 (0,067) |
| <i>Roa</i> | 0,7470*** (0,217) | 0,7470*** (0,217) | 0,6501*** (0,220) | 0,6501*** (0,220) | 0,4710* (0,250) | 0,4764* (0,244) | 0,4694* (0,242) | 0,4519* (0,240) | 0,4518* (0,240) | 0,4425* (0,239) | 0,4551 (0,355) |
| <i>MarketToBook</i> | | | 0,0287 (0,018) | 0,0287 (0,018) | 0,0230 (0,017) | 0,0242 (0,017) | 0,0259 (0,017) | 0,0289 (0,018) | 0,0289 (0,018) | 0,0298* (0,018) | 0,0154 (0,022) |
| <i>Risk_DevSt_Roa</i> | | | | | -1,2907*** (0,372) | -1,2772*** (0,370) | -1,2808*** (0,376) | -1,2911*** (0,376) | -1,2912*** (0,376) | -1,3034*** (0,376) | -1,5913*** (0,560) |
| <i>Inst_Share</i> | | | | | | 0,0027* (0,002) | 0,0019 (0,002) | 0,0017 (0,002) | 0,0017 (0,002) | 0,0017 (0,002) | 0,0024 (0,002) |
| <i>controllingshare</i> | | | | | | | -0,0023*** (0,001) | -0,0027*** (0,001) | -0,0027*** (0,001) | -0,0024*** (0,001) | -0,0028*** (0,001) |
| <i>Family30</i> | | | | | | | | 0,1276** (0,058) | 0,1276** (0,058) | 0,1258** (0,057) | 0,1065** (0,051) |
| <i>dual</i> | | | | | | | | | -0,0007 (0,028) | 0,0037 (0,028) | -0,0061 (0,031) |
| <i>patti_sind</i> | | | | | | | | | | 0,0438* (0,025) | 0,0275 (0,029) |
| <i>Cash_TotAsset</i> | | | | | | | | | | | 0,4577*** (0,170) |
| Constant | 0,3259*** (0,004) | 0,1156 (0,268) | 0,1504 (0,263) | 0,1539 (0,265) | 0,3097 (0,312) | 0,2888 (0,314) | 0,4742 (0,311) | 0,3880 (0,314) | 0,3879 (0,314) | 0,3017 (0,322) | 0,3550 (0,420) |
| R-squared | 0,0044 | 0,0052 | 0,0294 | 0,0326 | 0,0375 | 0,0401 | 0,0466 | 0,0523 | 0,0523 | 0,0552 | 0,0766 |
| Number of firms | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 75 |
| Observations | 1856 | 1856 | 1856 | 1856 | 1654 | 1654 | 1654 | 1654 | 1654 | 1654 | 1027 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 2.3: modello relativo alla variabile DPSr_EPS

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| VARIABILI | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 | Modello 12 |
| <i>Debt_Equity</i> | -0,0005** (0,0002) | -0,0005** (0,0002) | -0,0002** (0,0001) | -0,0002** (0,0001) | -0,0002* (0,0001) | -0,0002** (0,0001) | -0,0002* (0,0001) | -0,0002* (0,0001) | -0,0002* (0,0001) | -0,0002* (0,0001) | -0,0005 (0,0005) | -0,0005 (0,0005) |
| <i>LogVentilite</i> | | -0,01 (0,006) | -0,01 (0,006) | -0,0105* (0,006) | -0,0115** (0,006) | -0,0114** (0,006) | -0,0120** (0,006) | -0,0120** (0,006) | -0,0119** (0,006) | -0,0114** (0,006) | -0,0129** (0,006) | -0,0128** (0,0057) |
| <i>Roa</i> | | 0,1406*** (0,030) | 0,1406*** (0,030) | 0,1090*** (0,025) | 0,1020*** (0,022) | 0,1028*** (0,022) | 0,1030*** (0,021) | 0,1031*** (0,021) | 0,1031*** (0,021) | 0,1028*** (0,021) | 0,1509*** (0,025) | 0,1508*** (0,0247) |
| <i>MarketToBook</i> | | | 0,0099*** (0,002) | 0,0093*** (0,002) | 0,0094*** (0,002) | 0,0094*** (0,002) | 0,0095*** (0,002) | 0,0095*** (0,002) | 0,0094*** (0,002) | 0,0095*** (0,002) | 0,0067*** (0,002) | 0,0067*** (0,0023) |
| <i>Risk_DevSt_Roa</i> | | | | -0,013 (0,020) | -0,012 (0,020) | -0,012 (0,020) | -0,012 (0,020) | -0,012 (0,020) | -0,012 (0,020) | -0,013 (0,020) | -0,042 (0,036) | -0,04 (0,0364) |
| <i>Inst_Share</i> | | | | 0,0004*** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0004*** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0004** (0,0002) | 0,0004** (0,0002) |
| <i>controllingshare</i> | | | | | -0,0001** (0,0001) | -0,0001** (0,0001) | -0,0001** (0,0001) | -0,0001* (0,0001) | -0,0001* (0,0001) | -0,0001* (0,0001) | -0,0001 (0,0001) | -0,0001 (0,0001) |
| <i>Family30</i> | | | | | | | | -0,0014* (0,0021) | -0,0014 (0,0021) | -0,0014 (0,0019) | -0,0058* (0,0030) | -0,0055* (0,0030) |
| <i>dual</i> | | | | | | | | | -0,0016 (0,0028) | -0,0013 (0,0029) | -0,0006 (0,0027) | -0,0005 (0,0027) |
| <i>patti_sind</i> | | | | | | | | | 0,0024* (0,0013) | 0,0022 (0,0013) | 0,002 (0,0017) | 0,0021 (0,0017) |
| <i>Cash_TotAsset</i> | | | | | | | | | | | 0,0669*** (0,0202) | 0,0670*** (0,020) |
| <i>CEO_Chair</i> | | | | | | | | | | | -0,0016 (0,0019) | -0,0016 (0,0019) |
| <i>Constant</i> | 0,0168** (0,0003) | 0,0512*** (0,0345) | 0,0620** (0,0328) | 0,0606* (0,0312) | 0,0680** (0,0323) | 0,0654** (0,0315) | 0,0751** (0,0307) | 0,0760** (0,0311) | 0,0757* (0,0309) | 0,0713** (0,0318) | 0,0808** (0,0339) | 0,0802** (0,0339) |
| R-squared | 0,0177 | 0,0021 | 0,2343 | 0,2754 | 0,2402 | 0,2513 | 0,2283 | 0,2268 | 0,2248 | 0,2267 | 0,2745 | 0,2794 |
| Number of firms | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 | 75 | 75 |
| Observations | 2024 | 2024 | 2024 | 2024 | 1795 | 1795 | 1795 | 1795 | 1795 | 1795 | 1107 | 1107 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 2.4: modello relativo alla variabile *Dividend_TotAsset*

| Modello per Dividend/MarketCap | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| VARIABILI | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 | Modello 12 |
| <i>Debt_Equity</i> | -0,0006** (0,0003) | -0,0006** (0,0003) | -0,0004** (0,0002) | -0,0003** (0,0002) | -0,0003* (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0003* (0,0002) | -0,0003* (0,0002) | -0,0003 (0,0002) | -0,0003 (0,0002) | -0,0007 (0,0008) | -0,0006 (0,0008) |
| <i>Lag_Vendite</i> | 0,00 (0,004) | 0,00 (0,004) | -0,0015 (0,004) | 0,0000 (0,004) | -0,0008 (0,005) | -0,0007 (0,005) | -0,0025 (0,005) | -0,0024 (0,005) | -0,0023 (0,005) | -0,0010 (0,005) | -0,0003 (0,006) | -0,0005 (0,006) |
| <i>Roa</i> | 0,1019*** (0,019) | 0,1019*** (0,019) | 0,1266*** (0,022) | 0,1266*** (0,022) | 0,1238*** (0,025) | 0,1246*** (0,024) | 0,1258*** (0,023) | 0,1261*** (0,023) | 0,1261*** (0,023) | 0,1251*** (0,022) | 0,1468*** (0,028) | 0,1472*** (0,028) |
| <i>MarketToBook</i> | | | -0,0077*** (0,001) | -0,0077*** (0,001) | -0,0088*** (0,002) | -0,0087*** (0,001) | -0,0085*** (0,001) | -0,0086*** (0,001) | -0,0087*** (0,001) | -0,0086*** (0,001) | -0,0098*** (0,002) | -0,0098*** (0,002) |
| <i>Risk_DevSt_Roa</i> | | | | -0,02 (0,030) | -0,02 (0,030) | -0,0221 (0,030) | -0,0226 (0,029) | -0,0222 (0,029) | -0,0223 (0,029) | -0,0245 (0,029) | -0,0621 (0,048) | -0,0644 (0,048) |
| <i>Inst_Share</i> | | | | 0,0003** (0,0002) | 0,0003** (0,0002) | 0,0003** (0,0002) | 0,0002 (0,0002) | 0,0002 (0,0002) | 0,0002 (0,0002) | 0,0002 (0,0002) | 0,0002 (0,0003) | 0,0002 (0,0003) |
| <i>controllingshare</i> | | | | | | | -0,0003** (0,0001) | -0,0003** (0,0001) | -0,0003** (0,0001) | -0,0003* (0,0001) | -0,0002 (0,0002) | -0,0003 (0,0002) |
| <i>Family30</i> | | | | | | | | -0,01 (0,009) | -0,0054 (0,009) | -0,0050 (0,008) | -0,0083 (0,012) | -0,0093 (0,011) |
| <i>dual</i> | | | | | | | | | 0,00 (0,003) | -0,0013 (0,003) | -0,0031 (0,003) | -0,0034 (0,003) |
| <i>patt_sind</i> | | | | | | | | | | 0,0060** (0,002) | 0,0055* (0,003) | 0,0059* (0,003) |
| <i>Cash_TotAsset</i> | | | | | | | | | | | 0,0293* (0,018) | 0,0288 (0,018) |
| <i>CEO_Chair</i> | | | | | | | | | | | 0,0046* (0,003) | 0,0046* (0,003) |
| Constant | 0,0277*** (0,000) | 0,0256 (0,026) | 0,03 (0,026) | 0,0339 (0,025) | 0,04 (0,030) | 0,0386 (0,030) | 0,0656** (0,031) | 0,0674** (0,031) | 0,0671** (0,031) | 0,0555* (0,031) | 0,06 (0,040) | 0,0593 (0,040) |
| R-squared | 0,0027 | 0,0027 | 0,0411 | 0,0579 | 0,0593 | 0,0622 | 0,0718 | 0,0723 | 0,0727 | 0,0771 | 0,0781 | 0,0798 |
| Number of firms | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 75 | 75 |
| Observations | 1990 | 1989 | 1988 | 1988 | 1765 | 1765 | 1765 | 1765 | 1765 | 1765 | 1107 | 1107 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p < 0.10

Tabella 2.5: modello relativo alla variabile Dividend_MarketCap

Analizzando in primo luogo la Tabella 2.3 relativa al dividend payout, si può chiaramente notare come sussistano relazioni significative e negative tra il dividend payout e il rapporto di indebitamento ma anche rispetto alla rischiosità dell'impresa (espressa come deviazione standard su tre anni del Roa) e la quota di controllo.

Riflettendo sul rapporto di indebitamento (*Debt_Equity*), la relazione negativa riflette le aspettative, soprattutto considerando che un maggior livello di debito pone maggiori limitazioni sull'utilizzo della liquidità e delle risorse finanziarie.

D'altro canto anche il livello di rischiosità dell'impresa (*Risk_DevSt_Roa*) porta con sé una riduzione del payout in relazione al fatto che le imprese con maggiori livelli di rischio tenderanno a trattenere una maggiore quantità di risorse finanziarie al fine di far fronte alle necessità che si potranno presentare nel futuro.

Ultima variabile caratterizzata dalla relazione negativa è la quota di controllo (*controllingshare*) mostrando come una maggiore quota di controllo sulla proprietà si traduca in una riduzione dell'interesse ad espropriare la stessa società del suo valore. Infatti, nel caso in cui il primo azionista abbia una quota di controllo minore (caso in cui il problema di agenzia è maggiore), utilizzerà un maggiore livello di dividendi per risolvere i problemi di agenzia, come evidenziato dalla relazione negativa del modello.

Il modello presentato in Tabella 2.3 inoltre è caratterizzato da forti correlazioni positive sia con la quota di proprietà familiare superiore al 33% del capitale sociale (*Family30*) sia con il livello di liquidità (*Cash_TotAsset*). Rispettivamente queste due correlazioni ci mostrano prima come le famiglie proprietarie tendano ad estrarre valore dall'impresa per appropriarsene direttamente, talvolta senza favorire lo sviluppo del modello di business; ed in secondo luogo mostrano anche come il livello di liquidità abbia un impatto positivo sulla porzione di utili che viene utilizzata come mezzo di remunerazione degli azionisti sotto forma di dividendo.

Passando invece ad analizzare la Tabella 2.4, si mostra come il dividend yield (espresso come *Dividend_TotAsset*) segua un modello particolarmente differente da quello relativo al dividend payout. La significatività delle variabili della quota di controllo (*controllingshare*), rischiosità (*Risk_DevSt_Roa*) e di leva finanziaria (*Debt_Equity*) che caratterizzavano il modello proposto in Tabella 2.3, risultano perdere di significatività se si guarda al solo dividend yield (*Dividend_TotAsset*).

Tuttavia, la dimensione della società (*LogVendite*), mostra come una maggiore dimensione conduca ad un minore valore del dividendo rapportato al valore totale degli asset, dato che probabilmente una maggiore dimensione si traduce in maggiore valore degli stessi asset e maggiore stabilità del dividendo a scapito di

alti valori dello stesso. Anche il Roa ed il MarketToBook evidenziano una forte correlazione positiva segnalando come il dividend yield dipenda chiaramente dalla redditività ma anche dalla valutazione di mercato in termini positivi. Per terminare i punti salienti della Tabella 2.4 si sottolinea anche come la presenza e la quota di investitori istituzionali (*Inst_Share*) fornisca lo spunto per una maggiore percentuale di dividendi in termini di valore totale degli asset, probabilmente perché gli stessi investitori istituzionali favoriscono la redditività dell'impresa ma portano con sé anche una elevata aspettativa di guadagno, che essa sia in termini di capital gain o sottoforma di dividendo.

Per concludere, se ci si focalizza sulla Tabella 2.5, nella quale si rapportano i dividendi alla capitalizzazione di mercato, si può notare come il modello segua la linea tracciata dal modello in Tabella 2.4, tuttavia diverse variabili, come la quota degli investitori istituzionali (*Inst_Share*) e la porzione di liquidità (*Cash_TotAsset*) perdono di significatività. Dall'alto canto, seppur con debole significatività, emergono le variabili rispetto alla presenza dei patti di sindacato (*patti_sind*), che contribuiscono a rafforzare il controllo e portano ad un aumento del dividend yield come evidenziato dalla relazione positiva, e rispetto alla presenza di un Amministratore Delegato che sia congiuntamente anche Presidente del Consiglio di Amministrazione (*CEO_Chair*), tale fattore rafforza infatti il controllo sulla società e dalle evidenze empiriche rafforza anche il dividend yield distribuito. In considerazione alla Tabella 2.5 va tuttavia fatto notare come probabilmente le fluttuazioni in borsa del valore azionario e della capitalizzazione di mercato tendano a mascherare gli effetti sul dividendo delle variabili, motivo per cui si può considerare più esplicativo il modello proposto in Tabella 2.4 in relazione al valore totale degli asset.

La stessa tipologia di considerazioni verrà ora condotta per i modelli considerando la variabile ESG di interesse, mostrando l'evoluzione del modello in relazione al Quesito 1 (presentato nel Capitolo 2.3) ed in riferimento alla relazione tra il punteggio ESG e il Dividend Yield, inteso come rapporto tra dividendi e valore degli asset dell'impresa.

| Modello per Dividend/TotalAsset | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------------|
| VARIABLE | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) | (13) |
| | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 | Modello 12 | Modello 13 |
| Esg | -0,0003*** (0,0001) | -0,0003*** (0,0001) | -0,0003*** (0,0001) | -0,0003*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0000) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0002*** (0,0001) | -0,0001* (0,0001) | -0,0004** (0,0002) |
| Debt_Equity | -0,0020*** (0,0001) | -0,0021*** (0,0001) | -0,0021*** (0,0001) | -0,0023*** (0,0001) | -0,0008 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0007 (0,0001) | -0,0006 (0,0001) |
| LagVenafite | | 0,0107** (0,005) | 0,0107** (0,005) | 0,0104* (0,006) | 0,0025 (0,005) | 0,0027 (0,005) | 0,0035 (0,005) | 0,0034 (0,005) | 0,0004 (0,006) | 0,0004 (0,006) | 0,0007 (0,006) | -0,0004 (0,005) | 0,0027 (0,005) |
| Cash_TotAsset | | | 0,0327* (0,020) | 0,0327* (0,020) | 0,0402** (0,018) | 0,0317* (0,018) | 0,0281 (0,018) | 0,0292 (0,018) | 0,0263 (0,018) | 0,0262 (0,018) | 0,0259 (0,018) | 0,0243 (0,017) | 0,0285* (0,017) |
| Roa | | | 0,1425*** (0,039) | 0,1425*** (0,039) | 0,1245*** (0,038) | 0,1245*** (0,038) | 0,1265*** (0,044) | 0,1299*** (0,045) | 0,1330*** (0,044) | 0,1329*** (0,044) | 0,1309*** (0,044) | 0,1289*** (0,043) | 0,1391*** (0,042) |
| MarieTtoBook | | | | | 0,0052** (0,002) | 0,0052** (0,002) | 0,0050** (0,002) | 0,0050** (0,002) | 0,0053** (0,002) | 0,0053** (0,002) | 0,0055** (0,002) | 0,0056** (0,002) | 0,0055** (0,002) |
| Risk_DeVSt_Roa | | | | | | | 0,0197 (0,041) | 0,0232 (0,041) | 0,0339 (0,041) | 0,0340 (0,041) | 0,0361 (0,041) | 0,0354 (0,042) | 0,0505 (0,036) |
| Inst_Share | | | | | | | | 0,0002 (0,000) | 0,0001 (0,000) | 0,0001 (0,000) | 0,0001 (0,000) | 0,0001 (0,000) | 0,0001 (0,000) |
| controllingshare | | | | | | | | | -0,0002** (0,000) | -0,0002** (0,000) | -0,0002** (0,000) | -0,0002* (0,000) | -0,0006* (0,000) |
| Family30 | | | | | | | | | 0,0033* (0,002) | 0,0033* (0,002) | 0,0038* (0,002) | 0,0109 (0,008) | 0,0047*** (0,002) |
| CFO_Chair | | | | | | | | | | | -0,0031** (0,001) | -0,0043*** (0,002) | -0,0043*** (0,000006) |
| controllingsharexEsg | | | | | | | | | | | | | 0,000006 (0,000004) |
| Family30xEsg | | | | | | | | | | | | | -0,000103 (0,0001) |
| Constant | 0,0346*** (0,004) | 0,0368*** (0,005) | -0,029 (0,032) | -0,030 (0,034) | 0,004 (0,032) | -0,004 (0,032) | -0,009 (0,032) | -0,010 (0,033) | 0,020 (0,039) | 0,018 (0,040) | 0,017 (0,039) | 0,019 (0,039) | 0,019 (0,038) |
| R-squared | 0,0707 | 0,0911 | 0,0997 | 0,1088 | 0,2313 | 0,2482 | 0,2449 | 0,2471 | 0,2594 | 0,2595 | 0,2614 | 0,2634 | 0,2705 |
| Number of firms | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| Observations | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses
 *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10

Tabella 2.6: modello relativo alla variabile Dividend_TotAsset con termine Esg

Come si può facilmente notare dalla Tabella 2.6, un primo fattore che emerge è la relazione negativa e significativa (con un p-value inferiore al 0.01) tra il punteggio ESG (*Esg*) e il Dividend Yield (*Dividend_TotAsset*). A tal proposito va anche menzionato il fatto che, confrontando la Tabella 2.6 con la Tabella 2.9 (presentata in seguito e nella quale si mostra anche la relazione rispetto ai termini scomposti del Rating ESG) si evidenzia come la significatività della relazione dipenda esclusivamente dal Rating ESG complessivo e non dai singoli fattori scomposti del rating.

Inoltre, questo risultato risulta essere piuttosto interessante, dato che ad un primo sguardo potrebbe significare che gli investimenti realizzati al fine di migliorare il punteggio ESG portino ad una riduzione della remunerazione degli azionisti. Infatti un aumento del punteggio ESG pari a 10 punti, porta ad una riduzione del rapporto dei dividendi sugli asset totali pari a 0,002 (riduzione media di 0,2% rispetto al dividendo precedente). D'altro canto ciò significa anche che riduzioni del rating vengono compensate con aumenti di dividendi, rivelando come i dividendi possano essere un tentativo di compensazione del cattivo Rating ESG. Se infatti questo ragionamento viene inserito all'interno delle teorie dei costi di agenzia e delle clientele, si può supporre che le imprese con inferiori rating ESG possano rivolgersi a un diverso tipo di investitori: coloro che prediligono alti livelli di dividendi senza curarsi dell'approccio alle tematiche ESG seguito dalla stessa società.

Per quanto riguarda le altre variabili significative del modello troviamo il Roa (*Roa*), con una correlazione positiva ed un p-value sotto lo 0.01. Infatti, come atteso una maggiore redditività degli asset comporta un incremento dei dividendi distribuiti. Anche il Market to Book (*MarketToBook*) risulta essere positivamente correlato, tuttavia, anche se ci si potrebbe aspettare che una maggiore valutazione dovuta alle aspettative di crescita porti con sé anche una riduzione dei dividendi distribuiti, in questo caso una correlazione positiva mostra come le società, al fine di soddisfare le aspettative del mercato, tendano a distribuire maggiori dividendi agli azionisti. Infine, il livello di concentrazione proprietaria (*controllingshare*) sembra non seguire la stessa logica di correlazione positiva. Dal modello risulta infatti che la correlazione con la politica dei dividendi sia negativa, giustificando probabilmente come una maggiore sia la quota di controllo porti con sé una minore necessità di estrarre valore dall'impresa sotto forma di dividendi. Infatti, come per i modelli precedenti, nel caso in cui il primo azionista abbia una quota di controllo minore (caso in cui il problema di agenzia è più forte), utilizzerà un maggiore livello di dividendi per risolvere i problemi di agenzia, come evidenziato dalla relazione negativa del modello.

Infine, un ragionamento analogo può essere condotto in riferimento alla presenza di un Amministratore Delegato che sia anche Presidente del Consiglio di Amministrazione (*CEO_Chair*) come emerge dalla relazione negativa con un p-value inferiore a 0.05.

La presenza delle variabili *controllingsharexEsg* e *Family30xEsg* è volta a verificare se congiuntamente se le imprese ad alto controllo compensino un peggior rating con maggiori livelli di dividendi, ma chiaramente il modello non da evidenze di questa assunzione data la non significatività dei coefficienti, almeno per questo modello. Si precisa inoltre che in questo modello in Tabella 2.6, così come in quelli successivi, le variabili *dual* (variabile dummy che mostra la presenza di azioni a volto multiplo) e *patti_sind* (variabile dummy che mostra la presenza di patti di sindacato) sono state testate ma escluse a causa della non significatività e del ridotto contributo al modello.

Se si volge l'attenzione invece alla Tabella 2.7 (presentato nella pagina successiva) in risposta al Quesito 2, la quale esprime il rapporto tra i dividendi e la capitalizzazione di mercato (*Dividend_MarketCap*), si evidenzia come la relazione in termini di *Roa (Roa)*, *Market to Book (MarketToBook)* e quota di controllo del primo azionista (*controllingshare*) seguano lo stesso tipo di considerazioni fatte per la Tabella 2.6 ed inoltre la variabile che teneva conto della presenza di un Amministratore Delegato anche nel ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione (*CEO_Chair*) non risulta essere significativa.

L'elemento fondamentale della Tabella 2.7, risulta essere l'assenza della relazione negativa tra il punteggio ESG ed i dividendi rapportati alla capitalizzazione di mercato (presente tuttavia nel modello finale). Se infatti questa relazione risultava essere chiaramente significativa nella Tabella 2.6, in questo caso non risulta esserci alcuna dipendenza tra le variabili se non nel modello finale (Modello 13). Questo fattore potrebbe trovare spiegazione nel fatto che le fluttuazioni di mercato (riflesse nella capitalizzazione di mercato) siano tali da mascherare l'effettiva variazione del dividendo. Infatti, tali fluttuazioni di mercato potrebbero già scontare al loro interno l'apprezzamento o meno delle politiche a proposito delle tematiche ESG.

Come per la variabile *Dividend_TotAsset*, anche per la variabile *Dividend_MarketCap* la rilevanza delle correlazioni fa riferimento al Rating ESG complessivo e non alle singole componenti dello stesso punteggio, condizione che si evidenzia anche per ognuno dei modelli presentati.

In questo modello emerge tuttavia una relazione positiva rispetto alla variabile *controllingsharexEsg*, mostrando come, in termini positivi, una maggiore quota di controllo attenua l'effetto di aumento del dividendo causato da un negativo rating ESG e quindi specularmente, il livello di dividendi sarà più alto nelle imprese caratterizzate da cattivi rating ESG tuttavia, questo effetto viene attenuato nel caso in cui ci sia una forte quota di controllo, che, come menzionato in precedenza, tende a ridurre il livello di dividendi distribuiti.

Modello per Dividend/MarketCap

| VARIABILI | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) | (13) |
|----------------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 | Modello 12 | Modello 13 |
| Esg | -0,0001 (0,00001) | -0,0001 (0,00001) | -0,0002 (0,00001) | -0,0002 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | -0,0001 (0,00001) | -0,0001 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | 0,0000 (0,00001) | -0,0005** (0,00003) |
| Debt_Equity | | -0,0015* (0,00009) | -0,0021*** (0,00008) | -0,0021** (0,00008) | -0,0006 (0,00012) | -0,0007 (0,00013) | -0,0005 (0,00013) | -0,0005 (0,00013) | -0,0005 (0,00012) | -0,0005 (0,00012) | -0,0004 (0,00012) | -0,0004 (0,00012) | -0,0003 (0,00012) |
| LogVendite | | 0,0340*** (0,012) | 0,0341*** (0,012) | 0,0268** (0,013) | 0,0268** (0,013) | 0,0264** (0,013) | 0,0269** (0,013) | 0,0268** (0,013) | 0,0196 (0,012) | 0,0196 (0,012) | 0,0191 (0,013) | 0,0175 (0,013) | 0,0231* (0,012) |
| Cash_TotAsset | | -0,0070 (0,033) | -0,0001 (0,033) | 0,0159 (0,033) | 0,0159 (0,033) | 0,0159 (0,033) | 0,0180 (0,032) | 0,0199 (0,033) | 0,0132 (0,031) | 0,0133 (0,031) | 0,0139 (0,031) | 0,0114 (0,030) | 0,0191 (0,029) |
| Roa | | 0,1311** (0,051) | 0,1648*** (0,053) | 0,1527*** (0,058) | 0,1586*** (0,061) | 0,1648*** (0,053) | 0,1527*** (0,058) | 0,1586*** (0,061) | 0,1657*** (0,058) | 0,1658*** (0,058) | 0,1697*** (0,059) | 0,1665*** (0,059) | 0,1860*** (0,060) |
| MarketToBook | | -0,0098*** (0,003) | -0,0098*** (0,003) | -0,0092*** (0,003) | -0,0092*** (0,003) | -0,0092*** (0,003) | -0,0098*** (0,003) | -0,0099*** (0,003) | -0,0092*** (0,004) | -0,0093*** (0,004) | -0,0097*** (0,004) | -0,0096*** (0,004) | -0,0098*** (0,004) |
| Risk_DevSt_Roa | | -0,0525 (0,076) | -0,0525 (0,076) | -0,0525 (0,076) | -0,0525 (0,076) | -0,0525 (0,076) | -0,0525 (0,076) | -0,0465 (0,077) | -0,0215 (0,068) | -0,0216 (0,068) | -0,0256 (0,070) | -0,0267 (0,071) | 0,0028 (0,065) |
| Inst_Share | | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0003 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) |
| controllingshare | | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0005* (0,0003) | -0,0012*** (0,0004) |
| Family30 | | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0024 (0,004) | -0,0033 (0,004) | -0,0033 (0,004) | -0,0016 (0,004) |
| CEO_Chair | | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0058 (0,004) | 0,0072 (0,005) | 0,0033 (0,004) |
| controllingsharexEsg | | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) | 0,00001*** (0,000005) |
| Family30xEsg | | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) | -0,0002 (0,0002) |
| Constant | 0,0430*** (0,006) | 0,0447 (0,006) | -0,1643** (0,074) | -0,1641** (0,073) | -0,1327* (0,075) | -0,1177 (0,074) | -0,1188 (0,074) | -0,1202 (0,075) | -0,0511 (0,080) | -0,0499 (0,081) | -0,0479 (0,081) | -0,0445 (0,081) | -0,0435 (0,077) |
| R-squared | 0,0010 | 0,0042 | 0,0264 | 0,0265 | 0,0529 | 0,0681 | 0,0692 | 0,0708 | 0,0873 | 0,0874 | 0,0890 | 0,0903 | 0,0978 |
| Number of firms | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| Observations | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 | 579 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses
 *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10

Tabella 2.7: modello relativo alla variabile Dividend_MarketCap con termine Esg

Ci si concentra ora sul Quesito 3 in relazione al dividend payout. Come si può notare dalla Tabella 2.8 in seguito, i fattori che più influenzano la porzione di utili distribuita risultano essere: il rapporto di leva finanziaria (*Debt_Equity*) con correlazione negativa in quanto, come menzionato nel modello in Tabella 2.3, pone maggiori limitazioni sull'utilizzo della liquidità e delle risorse finanziarie; la dimensione dell'impresa (*LogVendite*) con una correlazione positiva, mostrando come imprese di più grandi dimensioni distribuiscano una maggiore porzione di utili, probabilmente dovuto al fatto che, una volta raggiunta la fase di maturità, si riducono le prospettive di crescita dell'impresa stessa e quindi gli utili vengono utilizzati come mezzo di remunerazione degli azionisti piuttosto che come investimento per finanziare la crescita; ed infine la quota di controllo del primo azionista (*controllingshare*), come menzionato più volte nei modelli precedenti, è presente in termini negativi segnalando una minore necessità di estrarre valore dall'impresa sotto forma di dividendi.

Chiaramente il punto saliente del modello risulta ancora essere la variabile *Esg*, che come mostrato già nel modello in Tabella 2.6, risulta presentare una correlazione negativa. Se da un lato infatti un aumento del Rating ESG sembra erodere le risorse finanziarie che vengono distribuite agli azionisti, d'altro canto, un cattivo rating ESG sembra essere compensato da maggiori dividendi segnalando una maggiore disponibilità finanziaria.

Una debole correlazione è stata identificata anche con la variabile *Cash_TotAsset*, definendo come una maggiore disponibilità di flussi di cassa possa condurre a maggiori livelli di dividendi, ma allo stesso modo anche la variabile *controllingsharexEsg* risulta essere debolmente significativa. Quest'ultima infatti sembra attenuare i singoli effetti negativi della quota proprietaria e del Rating ESG come già evidenziato nel modello relativo al rapporto tra i dividendi e la capitalizzazione di mercato.

| Modello per DPSr_EPS | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|
| VARIABLE | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) | |
| | Modello 1 | Modello 2 | Modello 3 | Modello 4 | Modello 5 | Modello 6 | Modello 7 | Modello 8 | Modello 9 | Modello 10 | Modello 11 | Modello 12 | |
| Esg | -0,0023* (0,001) | -0,0023* (0,001) | -0,0035*** (0,001) | -0,0035*** (0,001) | -0,0029*** (0,001) | -0,0029*** (0,001) | -0,0031*** (0,001) | -0,0031*** (0,001) | -0,0034*** (0,001) | -0,0034*** (0,001) | -0,0035*** (0,001) | -0,0087*** (0,003) | |
| Debt_Equity | -0,0348** (0,017) | -0,0438*** (0,012) | -0,0460*** (0,013) | -0,0460*** (0,013) | -0,0402*** (0,012) | -0,0397*** (0,013) | -0,0357*** (0,011) | -0,0355*** (0,011) | -0,0338*** (0,012) | -0,0338*** (0,012) | -0,0339*** (0,012) | -0,0328*** (0,011) | |
| LogVendite | | 0,3578*** (0,117) | 0,3475*** (0,121) | 0,3475*** (0,121) | 0,3225*** (0,118) | 0,3224*** (0,118) | 0,3336*** (0,113) | 0,3325*** (0,114) | 0,2467*** (0,097) | 0,2466** (0,097) | 0,2485*** (0,097) | 0,2896*** (0,094) | |
| Cash_TotAsset | | | 0,5299* (0,315) | 0,5299* (0,315) | 0,5477* (0,316) | 0,5121 (0,326) | 0,5398* (0,317) | 0,5497* (0,326) | 0,4705 (0,296) | 0,4715 (0,297) | 0,4744 (0,298) | 0,5275* (0,295) | |
| Roa | | | | | 0,7725 (0,651) | 0,6893 (0,653) | 0,4756 (0,742) | 0,5141 (0,768) | 0,5501 (0,757) | 0,5501 (0,757) | 0,5505 (0,758) | 0,5562 (0,705) | 0,7485 (0,705) |
| MarketToBook | | | | | | 0,0223 (0,024) | 0,0215 (0,025) | 0,0210 (0,025) | 0,0291 (0,025) | 0,0287 (0,025) | 0,0284 (0,026) | 0,0248 (0,025) | |
| Risk_DevSt_Roa | | | | | | | -1,0845 (0,868) | -1,0394 (0,880) | -0,7229 (0,854) | -0,7236 (0,855) | -0,7241 (0,854) | -0,4324 (0,745) | |
| Inst_Share | | | | | | | | 0,0018 (0,003) | -0,0001 (0,003) | -0,0001 (0,003) | -0,0001 (0,003) | -0,0006 (0,003) | |
| controllingshare | | | | | | | | | -0,0059*** (0,001) | -0,0059*** (0,001) | -0,0059*** (0,001) | -0,0134*** (0,005) | |
| Family30 | | | | | | | | | | -0,0267 (0,036) | -0,0400 (0,144) | -0,0140 (0,036) | |
| controllingsharexEsg | | | | | | | | | | | | 0,0001* (0,0001) | |
| Family30xEsg | | | | | | | | | | | | 0,0002 (0,002) | |
| Constant | 0,5566*** (0,070) | 0,5979*** (0,069) | -1,5878** (0,698) | -1,5720** (0,723) | -1,4913** (0,712) | -1,5194** (0,723) | -1,5506** (0,693) | -1,5577** (0,703) | -0,7395 (0,614) | -0,7260 (0,623) | -0,7305 (0,619) | -0,6772 (0,600) | |
| R-squared | 0,0169 | 0,0331 | 0,0615 | 0,0691 | 0,0785 | 0,0795 | 0,0835 | 0,0843 | 0,112 | 0,112 | 0,1121 | 0,1255 | |
| Number of firms | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | |
| Observations | 548 | 548 | 548 | 548 | 548 | 548 | 542 | 542 | 542 | 542 | 542 | 542 | |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | yes | |

Robust standard errors in parentheses
 *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10

Tabella 2.8: modello relativo alla variabile DPSr_EPS con termine Esg

| VARIABILI | DPSr_EPS | | Dividend_TotAsset | | Dividend_MarketCap | |
|-------------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | (1) Modello 1 | (2) Modello 2 | (1) Modello 1 | (2) Modello 2 | (1) Modello 1 | (2) Modello 2 |
| <i>E</i> | -0,0022* (0,0012) | -0,0015 (0,0011) | -0,0001 (0,0001) | -0,0001 (0,0001) | -0,00002 (0,0001) | 0,00003 (0,0001) |
| <i>S</i> | -0,0002 (0,0012) | -0,0012 (0,0011) | -0,00002 (0,0001) | -0,0001 (0,0001) | -0,0001 (0,0002) | -0,0001 (0,0002) |
| <i>G</i> | -0,0006 (0,0009) | -0,0006 (0,0008) | -0,00003 (0,0001) | -0,00003 (0,0001) | 0,0001 (0,0001) | 0,0001 (0,0001) |
| <i>Debt_Equity</i> | -0,0360** (0,0115) | -0,0337** (0,0121) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,0005 (0,001) | -0,0004 (0,001) |
| <i>LogVendite</i> | 0,3318** (0,1106) | 0,2460** (0,0953) | 0,0032 (0,005) | 0,0002 (0,006) | 0,0265** (0,013) | 0,0188 (0,012) |
| <i>Cash_TotAsset</i> | 0,5811* (0,3004) | 0,4811* (0,2803) | 0,0303* (0,017) | 0,0267 (0,017) | 0,0202 (0,032) | 0,0114 (0,031) |
| <i>Roa</i> | 0,5293 (0,7990) | 0,5538 (0,7837) | 0,1315*** (0,047) | 0,1343*** (0,046) | 0,1560** (0,064) | 0,1629*** (0,061) |
| <i>MarketToBook</i> | 0,0171 (0,0252) | 0,0278 (0,0251) | 0,0048** (0,002) | 0,0052** (0,002) | -0,0098*** (0,003) | -0,0089** (0,004) |
| <i>Risk_DevSt_Roa</i> | -1,0658 (0,9236) | -0,7573 (0,9020) | 0,0230 (0,043) | 0,0335 (0,043) | -0,0560 (0,082) | -0,0298 (0,072) |
| <i>Inst_Share</i> | 0,0019 (0,0034) | -0,0001 (0,0034) | 0,0002 (0,0002) | 0,0001 (0,0002) | 0,0003 (0,0004) | 0,0001 (0,0004) |
| <i>controllingshare</i> | | -0,0057*** (0,0014) | | -0,0002* (0,0001) | | -0,0005* (0,0003) |
| Constant | -1,5620** (0,689) | -0,7514 (0,612) | -0,0093 (0,032) | 0,0201 (0,039) | -0,1206 (0,075) | -0,0467 (0,081) |
| R-squared | 0,088 | 0,113 | 0,248 | 0,258 | 0,0725 | 0,0895 |
| Number of firms | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| Observations | 542 | 542 | 573 | 573 | 573 | 573 |
| Firm fixed effects | yes | yes | yes | yes | yes | yes |
| Time dummies | yes | yes | yes | yes | yes | yes |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p < 0.10

Tabella 2.9: modelli con scomposizione del termine Esg

2.5 CONCLUSIONI.

Ricapitolando i punti salienti dei modelli studiati in questa tesi in relazione alla variabile ESG, si evidenzia innanzitutto come emerga una correlazione significativa e negativa tra la variabile ESG e la politica dei dividendi (sia in termini di dividend payout che di dividend yield). Questa relazione tuttavia è evidente solo in relazione al punteggio ESG complessivo e non le singole componenti del rating.

Questo risultato può essere interpretato secondo due punti di vista differenti: innanzitutto potrebbe significare che gli investimenti realizzati al fine di migliorare il punteggio ESG portino ad una riduzione della remunerazione degli azionisti a causa di una riduzione delle risorse finanziarie disponibili agli azionisti. D'altro canto ciò potrebbe anche sottolineare che riduzioni del rating vengono compensate con aumenti di dividendi, in modo tale che le imprese "brown" compensino la scarsa attenzione verso i temi ambientali, sociali e di governance concedendo maggiori dividendi.

Entrambi queste visioni possono essere interpretate attraverso la teoria dei costi di agenzia: nel primo caso, infatti, saremmo in presenza di un problema di agenzia della tipologia "Doing good with other people's money" (Ing-Haw Cheng, Harrison Hong, Kelly Shue, 2023), evidenziando come i manager utilizzino le risorse disponibili per progetti o attività che non portano benefici agli azionisti. Ciò si unirebbe all'interazione positiva tra ESG e quota di controllo (*controllingsharexEsg*) mostrando come la relazione negativa tra dividendi ed ESG si attenua se la quota azionaria del primo shareholder è maggiore, il che potrebbe significare che proprio l'azionista con maggiore quota di controllo riesce a contenere l'utilizzo di risorse investite in progetti a tema ESG.

Infine se questo ragionamento viene inserito all'interno della teoria delle clientele, si può supporre che le imprese con inferiori rating ESG possano rivolgersi a un diverso tipo di investitori: coloro che hanno una preferenza per alti livelli di dividendi senza curarsi dell'approccio alle tematiche ESG seguito dalla stessa società.

Ultimo fattore da menzionare riguarda la relazione tra punteggio ESG e dividend yield (inteso come *Dividend/MarketCap*): la relazione negativa tra il punteggio ESG ed i dividendi rapportati alla capitalizzazione di mercato sembra non essere presente se non nel modello finale (Modello 13), ovvero nel momento in cui si controlla anche l'iterazione con la variabile relativa alla proprietà (*controllingsharexEsg*), mostrando la relazione non lineare. A questo elemento si aggiungono, infine, anche le fluttuazioni di mercato che potrebbero mascherare l'effettiva variazione del dividendo.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.

- Abrardi, L. & Rondi, L. (2020). *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*. *Journal of Industrial and Business Economics*.
- Allen, F., & Faulhaber, G.R. (1989). *Signalling by underpricing in the IPO market*. *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 303-323.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). *Payout policy*. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.
- Barnea, A., & Rubin, A.J. (2010). *Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders*. *Journal of Business Ethics*, 97 (1), 71-86.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). *Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency*. *Journal of Business Ethics*.
- Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy*. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.
- Carroll, A. B. (1991). *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Carter, C. R., & Rogers, D. S. (2008). *A Framework of Sustainable Supply Chain Management: Moving toward New Theory*. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 38(5), 360-387.
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). *Corporate social responsibility and dividend policy*. *Accounting & Finance*, 58 (3), 787-816.
- Cochran, P. L. (2007). *The evolution of corporate social responsibility*. *Business Horizons*, 50(6), 449-454.
- Crisóstomo, V.L., Freire, F.S., & Vasconcellos, F.C. (2011). *Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil*. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), 295-309.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2016). *Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?* *Journal of Business Ethics*, 148 (3), 549-572.
- Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995). *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*. *The Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.
- Easterbrook, F. H. (1984). *Two agency-cost explanations of dividends*. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). *The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance*. Working Paper, Harvard Business School.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?* *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43

- Fama, E. F., & French, K. R. (2008). Dissecting anomalies. *The Journal of Finance*, 63(4), 1653-1678.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A Stakeholder Approach*. 1st edition. Boston: Pitman.
- Freeman, R.E., Harrison, J., Hicks, A., Parmar, B., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. 1st edition. New York: Cambridge University Press.
- Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210–233.
- Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35 (9), 2388-2406.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2016). GRI Standards: Sustainability Reporting Guidelines.
- Gordon, M. J. (1963). *Optimal investment and financing policy*. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124 (4), 633-657.
- <https://eikon.refinitiv.com/>
- <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>
- <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-societa-quotate.htm>
- <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate>
- <https://www.unpri.org/>
- Ing-Haw Cheng, Harrison Hong, Kelly Shue (2023). *The Review of Corporate Finance Studies*, Volume 12, Issue 3, 443–487.
- J.R. Graham e A. Kumar, “Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors”, *Journal of Finance* (2016)
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Johansson A. & Fahlén A. (2019). *Does sustainability affect dividend policy? A panel data study on Nordic firms*. Umeå School of business, economics and statistics. Department of Business Administration.
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative analysis*, 33 (3), 335-359.
- Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). *Dividend Policy under Asymmetric Information*. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

- Morgan Stanley. (2021). Sustainable Report.
- MSCI ESG Research LLC. *MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary*. June 2022.
- MSCI. (2021). ESG Ratings.
- Park, E. (2019). Corporate social responsibility as a determinant of corporate reputation in the airline industry. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 47, 215-221.
- Pätäri, S., Arminen, H., Tuppuru, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.
- Pätäri, S., Arminen, H., Tuppuru, A., & Jantunen, A. (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 37, 142-154.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Rakotomavo, M.T.J., (2012), Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8 (2), 199-207.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Samet, A., & Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility, stakeholder theory and dividends policy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 971-988.
- Samet, M., Jarboui, A. (2017). *Corporate social responsibility and payout decisions*. *Managerial Finance*, 43 (9), 982-998.
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.
- Stock, J., Watson, M. (2005). *Introduzione all'econometria*. 1a edizione. Pearson Education Italia S.r.l.
- Strategic Management Journal*, December 2014, Volume 35, Number 12, pp. 1727-1748.
- Studenmund, A. (2014). *Using Econometrics: A Practical Guide*. 6th edition. Harlow: Pearson Education Limited, p.59.
- Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. A., (2018). Corporate life cycle, CSR and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms. *Social Responsibility Journal*.
- Trihermanto, N., & Nainggolan, Y. (2018). Corporate social responsibility, firm lifecycle, and dividend policy. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 21(1), 1-26.
- UN Sustainable Development Goals. (2021). About the Sustainable Development Goals.
- Yang, S., He, F., Zhu, Q., & Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25 (3-4), 352-387.

RINGRAZIAMENTI.

Voglio cogliere l'occasione per esprimere la mia profonda gratitudine a tutte le persone che mi hanno supportato in questi 5 anni di percorso universitario fino alla conclusione della tesi di Laurea Magistrale.

Innanzitutto, vorrei ringraziare la mia relatrice, la Prof.ssa Laura Rondi, per la sua guida, la competenza ed il suo sostegno costante durante tutto il percorso di ricerca di questi ultimi mesi.

Un sentito ringraziamento va a tutta la mia famiglia, che è stata la mia costante fonte di supporto e che mi ha insegnato il valore dell'istruzione, della perseveranza e del duro lavoro, con la speranza che questo sia solo uno dei primi successi che io possa condividere con voi. Non posso nemmeno dimenticare di ringraziare me stesso. Ho dedicato tempo, impegno e determinazione a questo progetto durato 5 anni e sono grato a me stesso per aver perseverato e raggiunto questo traguardo, senza mai dubitare di me stesso.

Ne approfitto perciò per ricordare a me stesso che proprio queste ultime righe rappresentano la conclusione di un capitolo importante della mia vita, ma sono allo stesso tempo l'inizio di un percorso sicuramente ricco di soddisfazioni e successi.