



**Politecnico  
di Torino**

# **POLITECNICO DI TORINO**

**Collegio di Ingegneria Gestionale**

**Tesi di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale**

## **Analisi Econometrica della Pay-Performance Sensitivity: indagine sulle differenze di genere**

**Relatore:**  
Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato:**  
Rachele Fissore

**Anno accademico 2024-2025**



# Indice

|   |     |
|---|-----|
| <b>Elenco delle tabelle</b>   | IV  |
| <b>Elenco delle figure</b>  | VII |
| <b>1 Introduzione</b>   | 2   |
| <b>2 Contesto storico e introduzione alla teoria d'agenzia</b>  | 4   |
| 2.1 Evoluzione storica del ruolo delle donne nell'imprenditoria . . . . .                             | 4   |
| 2.1.1 Status e lavoro: quali donne lavoravano e per quali motivi lo<br>facevano . . . . .             | 4   |
| 2.1.2 Donne nell'industria . . . . .  | 6   |
| 2.1.3 L'evoluzione storica dell'imprenditoria femminile in Italia . .                                 | 8   |
| 2.2 Dalla Teoria Neoclassica alla Teoria Capitalistica Manageriale . . .                              | 10  |
| 2.3 La Teoria d'Agenzia . . . . .   | 12  |
| 2.3.1 Concetti generali . . . . .   | 12  |
| 2.3.2 I conflitti d'agenzia del capitale proprio . . . . .  | 14  |
| 2.3.3 I conflitti d'agenzia del capitale di debito . . . . .  | 16  |
| 2.4 Manager e azionisti: ruoli e responsabilità . . . . .   | 18  |
| <b>3 Sistemi di incentivi per ridurre il conflitto tra il Principale e<br/>l'Agente</b>               | 21  |
| 3.1 Gli incentivi come strumento per la ripartizione del rischio tra<br>Principale e Agente . . . . . | 21  |
| 3.2 Analisi dei differenti sistemi di incentivi . . . . .   | 22  |
| 3.2.1 Pay for Performance . . . . .   | 23  |
| 3.2.2 Piani d'incentivazione azionari . . . . .   | 25  |

|          |   |            |
|----------|---|------------|
| 3.3      | Vantaggi e limiti dei sistemi di incentivazione . . . . .                                       | 29         |
| 3.3.1    | Sistemi di incentivi basati su performance, promozioni e bonus                                  | 29         |
| 3.3.2    | Vantaggi e criticit  dei piani azionari . . . . .   | 33         |
| 3.3.3    | Romance of Leadership . . . . .   | 35         |
| <b>4</b> | <b>Avversione al rischio e differenze di genere sul lavoro</b>                                  | <b>39</b>  |
| 4.1      | Gender Gap . . . . .  | 39         |
| 4.1.1    | Il Gender Gap nel mondo . . . . .   | 39         |
| 4.1.2    | Il Gender Gap in Italia . . . . .   | 43         |
| 4.1.3    | Gender gap nell'avversione al rischio . . . . .   | 46         |
| 4.2      | Gender pay gap e Glass Ceiling effect . . . . .   | 52         |
| 4.2.1    | Posizionamento delle donne manager in Italia . . . . .  | 52         |
| 4.2.2    | Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) in tema di<br>gender equality . . . . .        | 60         |
| 4.2.3    | Glass ceiling effect . . . . .  | 64         |
| 4.2.4    | La disuguaglianza di genere nell'Unione Europea . . . . .                                       | 67         |
| <b>5</b> | <b>Disuguaglianze salariali di genere: Analisi empirica del Gender<br/>Pay Gap</b>              | <b>70</b>  |
| 5.1      | Evidenze dalla ricerca: studi precedenti sulle disuguaglianze di genere<br>nei salari . . . . . | 70         |
| 5.2      | I dati e le variabili . . . . .   | 73         |
| 5.2.1    | Le statistiche descrittive del campione . . . . .   | 77         |
| 5.2.2    | Le analisi dei test sulle differenze di medie salariali tra CEO<br>uomini e donne . . . . .     | 86         |
| 5.3      | Analisi empiriche delle regressioni . . . . .   | 91         |
| <b>6</b> | <b>Conclusioni</b>  | <b>111</b> |
|          | <b>Bibliografia</b>   | <b>114</b> |
|          | <b>Sitografia</b>   | <b>121</b> |

## Elenco delle tabelle

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 4.1 | Confronto indice e sottoindici dal 2006 al 2024. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024) . . . . .  | 44 |
| 4.2 | Confronto indice e sottoindici italiano e globale. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024) . . . . .                                      | 44 |
| 4.3 | Confronto punteggio dei domini del Gender Equality Index tra Italia e UE. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024) . . . . .               | 46 |
| 5.1 | Numero di osservazioni presenti nel campione di studio per ogni anno di osservazione (dal 2001 al 2023) . . . . .                                    | 78 |
| 5.2 | Frequenza di FeCEOs nel campione nel corso degli anni osservati dal 2001 al 2023 . . . . .   | 79 |
| 5.3 | Numero di imprese italiane e francesi nei settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni . . . . .   | 81 |
| 5.4 | Media delle componenti del compenso per genere del CEO . . . . .   | 85 |
| 5.5 | Media del compenso annuale e totale comprensivo di fair value dell'equity compensation . . . . .   | 85 |
| 5.6 | Distribuzione della variabile StockOp_Dum per le aziende con ceo_f = 1 dal 2011 in poi . . . . .   | 86 |
| 5.7 | Distribuzione della variabile StockOp_Dum per le aziende con ceo_m = 1 dal 2011 in poi . . . . .   | 86 |
| 5.8 | Distribuzione delle aziende con StockOp_Dum = 1 per gli anni successivi al 2011 e per i settori moda, chimico, energia e telecomunicazioni . . . . . | 86 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 5.9  | Test t per la differenza di medie delle imprese italiane e francesi delle variabili date dai rapporti delle componenti fisse e variabili del compenso del CEO sul totale, sia nel caso dell'intero settore sia per il sotto campione . . . . .  | 89  |
| 5.10 | Test t per la differenza di medie delle imprese italiane e francesi sulla presenza di stock option nel compenso in base al genere del CEO . . . . .   | 90  |
| 5.11 | Test t per la differenza di medie per le imprese italiane e francesi sulla variabile totale compenso del CEO sulla base della distribuzione o meno delle stock option come parte del compenso totale, dagli anni 2011 in poi . . . . .  | 90  |
| 5.12 | Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso annuale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo_f . . . . . | 96  |
| 5.13 | Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso annuale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo_m . . . . . | 97  |
| 5.14 | Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo_f . . . . .  | 101 |
| 5.15 | Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo_m . . . . .  | 102 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 5.16 | Risultati delle regressioni delle equazioni 5.7 e 5.8 per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy <i>ceo_f</i> . . . . .  | 107 |
| 5.17 | Risultati delle regressioni delle equazioni 5.7 e 5.8 per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy <i>ceo_m</i> . . . . .  | 109 |
| 5.18 | Risultati della funzione <i>logit</i> per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente alla dummy sulla distribuzione delle Stock Options da parte dell'azienda, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy <i>ceo_f</i> . . . . . | 110 |

## Elenco delle figure

|     |   |    |
|-----|---|----|
| 2.1 | Il conflitto tra capitale proprio e di debito. Fonte: Dell'Acqua (2017)   | 16 |
| 3.1 | Relazione tra il salario netto in differenti posizioni lavorative nella gerarchia per impiegati di tipo A e B. Fonte: Baker, Jensen e Murphy (1988)   | 33 |
| 4.1 | Donne interlockers nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob   | 54 |
| 4.2 | Presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane per indice di mercato e settore di attività. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob | 55 |
| 4.3 | Presenza femminile negli organi sociali delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob  | 55 |
| 4.4 | Ruoli delle donne nei consigli di amministrazione delle società quotate italiani. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob  | 56 |
| 4.5 | Caratteristiche dei membri degli organi sociali delle società quotate italiane per settore di attività. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob                        | 57 |
| 4.6 | Formazione dei membri degli organi di amministrazione delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob  | 58 |
| 4.7 | Formazione dei membri degli organi di controllo delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob  | 59 |

|      |  |    |
|------|--|----|
| 4.8  | Ripartizione per genere del personale dipendente e dirigente. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt . . . . .  | 62 |
| 4.9  | Informazioni sul gender pay gap tra società grandi e piccole. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt, UniCatt (2024) . . . . .  | 63 |
| 4.10 | Rapporto tra remunerazione media femminile/maschile per personale dipendente e dirigente e per dimensione delle società. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt, UniCatt (2024) . . . . . | 63 |
| 5.1  | Numero osservazioni per settore dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale . . . . .   | 80 |
| 5.2  | Percentuale osservazioni delle aziende italiane e francesi . . . . .   | 80 |
| 5.3  | CEO Gender diversity per le aziende osservate dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale . . . . .   | 81 |
| 5.4  | CEO Gender diversity per le aziende appartenenti ai settori Moda, Energia, Telecomunicazioni e Chimico osservate dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale . . . . .  | 82 |
| 5.5  | Andamento dei compensi annuali (escluso il fair value dell'equity based compensation) di CEO Uomini e Donne dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale . . . . .   | 83 |
| 5.6  | Andamento dei compensi annuali (escluso il fair value dell'equity based compensation) di CEO Uomini e Donne dal 2015 al 2023 per i settori Moda, Chimico, Telecomunicazioni, Energia. Fonte: Analisi personale . . . . .                   | 84 |



## Sommario

La presente tesi si pone l'obiettivo di capire se il esiste un divario salariale di genere nelle posizioni di leadership aziendale e se esiste una sensibilità della remunerazione legata alla performance (la cosiddetta *pay-performance sensitivity*), andando ad arricchire il dibattito accademico sulla governance aziendale e sulla parità retributiva. Si parte da una panoramica storica su come le donne sono arrivate a ricoprire ruoli di leadership, di come la teoria dell'agenzia di Jensen (1986) insieme al sistema degli incentivi siano utili a spiegare il rapporto tra manager ed azionisti nelle imprese odierne e come i diversi incentivi possono variare a seconda del genere del CEO, anche causa di una diversa avversione al rischio tra gli uomini e le donne.

Il tema del gender gap è diventato sempre di più un argomento attuale, portando con sé la nascita di normative a sostegno della presenza femminile all'interno delle aziende, anche nelle posizioni di leadership in modo da ridurre la presenza del *glass ceiling effect*, e ideando degli indici che permettessero di misurare l'evoluzione del gender gap sia in Italia sia negli altri Paesi del mondo.

L'analisi empirica è stata svolta su un campione di imprese italiane e francesi nel periodo dal 2001 al 2023, in modo da racchiudere il maggior numero possibile di imprese che avessero una CEO donna al comando, per poi passare ad un campione ristretto per le imprese operanti nei settori dell'energia, della moda, delle telecomunicazioni e chimico. Le analisi dei risultati hanno evidenziato che in generale ci sono delle evidenze statisticamente significative su un gender pay gap. Quando ci si focalizza sul rapporto tra il compenso fisso ed il totale, risulta che in media gli uomini guadagnano di più delle donne e questa differenza risulta essere statisticamente significativa, mentre andando a guardare il rapporto tra la componente variabile ed il totale, si nota che che in media le donne guadagnano di più degli uomini, e anche questo risultato è statisticamente significativo, evidenziando che le donne sembrano essere più propense ad accettare le stock options come parte del loro compenso totale.



# 1 Introduzione

Il rapporto tra manager ed azionisti nelle imprese moderne è oggetto di un ampio dibattito accademico ed economico. Jensen & Meckling nel 1976 hanno sviluppato la teoria dell'agenzia, la quale descrive il rapporto Principale - Agente, che nel seguente lavoro di tesi sarà applicata nel contesto aziendale per quanto riguarda il rapporto tra i manager (ovvero l'Agente) e gli azionisti (ovvero il Principale). Questa teoria evidenzia come il disallineamento tra queste due parti possa generare dei costi di agenzia e delle inefficienze gestionali. Emerge infatti che essi hanno una diversa avversione al rischio, il che richiede l'utilizzo di sistemi di incentivi in modo tale da provare ad allineare gli interessi dei manager, ovvero far crescere i flussi di cassa di breve periodo in modo da ricevere un buon salario e mantenere il loro posto di lavoro, con quelli degli azionisti, che sono invece focalizzati più sulla creazione di valore di lungo periodo. Un altro sistema di incentivo adottato riguarda la remunerazione del CEO, che può essere suddivisa in una componente fissa ed una variabile legata alla performance aziendale e al raggiungimento di determinati obiettivi.

Un aspetto particolarmente rilevante della seguente dinamica riguarda come il genere sessuale del CEO influenzi la struttura e l'entità della remunerazione. Molteplici studi hanno evidenziato come la presenza di una CEO donna possa comportare un trattamento economico differente rispetto ai corrispettivi colleghi uomini, sollevando di conseguenze degli interrogativi sulla persistenza di un gender pay gap anche nelle posizioni vertice aziendale. Lo scopo del seguente lavoro di tesi è analizzare e capire se la remunerazione dei CEO sia effettivamente influenzata dal genere e se esista una diversa "pay-performance-sensitivity" tra uomini e donne, ossia se la reattività della componente variabile dello stipendio legata alle performance aziendali sia effettivamente diversa tra uomini e donne. La presenza di donne

in ruoli di leadership è storicamente limitata da fattori culturali e strutturali. Il cosiddetto "glass ceiling effect" (ovvero il "soffitto di vetro") è un termine usato per descrivere una barriera invisibile ma reale che impedisce a certi gruppi di persone, in particolare le donne e le minoranze, di avanzare oltre un certo livello gerarchico nelle organizzazioni, nonostante le loro qualifiche e competenze. Inoltre, la letteratura economica suggerisce che le donne manager tendono ad essere più avverse al rischio rispetto agli uomini, il che potrebbe influenzare le loro scelte strategiche e, conseguentemente, il modo in cui vengono retribuite. Questo aspetto è sicuramente importante da tenere in considerazione nell'analisi della relazione tra genere e remunerazione, perchè potrebbe spiegare eventuali differenze nella struttura dei pacchetti retributivi.

A supporto di queste discriminazioni interviene anche Claudia Goldin, premio Nobel per le scienze economiche nel 2023 per la sua ricerca sull'occupazione femminile, che ha contribuito ad identificare le maggiori determinanti delle differenze di genere che si osservano ancora oggi nel mondo del lavoro di tutti i paesi del mondo. In particolar modo, nel lavoro svolto insieme a Bertrand, Goldin e Katz (2010), pubblicato nel 2010 su *American Economic Journal: Applied Economics*, l'autrice analizza l'andamento dei salari dei laureati in una prestigiosa università americana, mostrando come all'inizio della carriera il divario salariale sia piccolo, ma aumenta sempre di più con le interruzioni di carriera delle donne dovute ad esempio alla nascita dei figli. Negli ultimi anni sono state ideate delle politiche di Corporate Governance per contribuire all'ottenimento di trasparenza ed equità delle pratiche retributive. L'introduzione di normative a favore della parità di genere nei consigli di amministrazione e la crescente attenzione alla diversity nelle imprese hanno contribuito a ridurre, seppur parzialmente, il divario retributivo tra uomini e donne.

In questo lavoro di tesi si intendono approfondire queste tematiche attraverso un'analisi empirica attraverso l'uso di dati aziendali e modelli econometrici, al fine di esaminare la relazione tra il genere del CEO e la sua remunerazione, soffermandosi anche sulla pay-performance sensitivity delle componenti fisse e variabili della retribuzione. L'obiettivo è fornire delle evidenze empiriche che possano contribuire al dibattito accademico e alle decisioni strategiche delle aziende, andando ad evidenziare eventuali criticità e proponendo delle soluzioni per una maggiore equità nella distribuzione della ricchezza all'interno delle organizzazioni.

## **2 Contesto storico e introduzione alla teoria d'agenzia**

### **2.1 Evoluzione storica del ruolo delle donne nell'imprenditoria**

#### **2.1.1 Status e lavoro: quali donne lavoravano e per quali motivi lo facevano**

Al fine di comprendere il contesto economico e sociale dell'imprenditoria odierna, é necessario dare uno sguardo alla storia dell'imprenditoria in Italia. Prima del ventesimo secolo, le donne non potevano possedere un'attività indipendentemente, come stabilito dal Codice Civile Italiano del 1865. Il suddetto codice stabiliva che una donna aveva bisogno dell'autorizzazione del marito per avviare e gestire la propria impresa, possedere proprietà, effettuare donazioni, raccogliere capitali, firmare mutui o effettuare transazioni correlate, compresa la gestione di un conto bancario. Alle donne era permesso di gestire un'attività solo nel caso in cui fossero vedove o nubili oppure se il marito non aveva presentato un'obiezione scritta entrambe condizioni decisamente rare. Questo codice comportava una definizione dell'imprenditoria come una sfera prevalentemente maschile. Secondo Curli (2002) questo fenomeno ha avuto effetti a lungo termine, andando a consolidare sempre di più l'idea che le capacità imprenditoriali fossero una virtù prevalentemente maschile, rafforzando di conseguenza l'idea che le donne fossero "confinare" a settori tradizionalmente femminili, basati sulla percezione che avessero "talenti naturali" in determinati ambiti. Ambo questi effetti a lungo termine "hanno minato la credibilità delle donne come agenti economici indipendenti" (Curli (2002) p.641).

Il XIX secolo ha rappresentato un periodo cruciale per le donne, segnato da importanti cambiamenti e dalla crescente consapevolezza del loro ruolo nella società, grazie al loro ingresso nel mondo del lavoro. Quest'ultimo ha infatti consentito alle donne di superare la dimensione privata, tradizionalmente legata alla figura della donna casalinga, e di addentrarsi nella sfera pubblica, che fino ad allora era stata dominata prettamente dagli uomini. Le donne sono state spesso considerate come "angeli del focolare", incaricate della cura della casa e della famiglia, con limitate possibilità di partecipazione nel campo professionale. Tra il XIX e il XX secolo, il lavoro femminile presentava diverse sfaccettature. Si parlava di lavoro retribuito o non retribuito, di lavoro familiare e di cura, di attività in fabbrica, di lavoro professionale o di lavoro marginale e precario, la particolarità consisteva nel fatto che, molto spesso, le donne svolgevano contemporaneamente una molteplicità di mansioni, dimostrando non solo forza, competenza e adattabilità, ma dimostrando anche la loro capacità di sopportare un eccessivo carico di lavoro sia fisico che mentale. Il compito principale delle donne rimaneva comunque quello della gestione della casa e della famiglia, oltre al quale si aggiungeva un'occupazione salariale. Le principali mansioni retribuite svolte dalle donne in quel periodo storico includevano il lavoro agricolo, industriale (in particolare nel settore tessile), la cura a domicilio ed il lavoro nei servizi, come le pulizie e il bucato (Sullerot e Basevi (1969), Simoni (2021)).

Un elemento fondamentale da tenere in considerazione riguarda la classe sociale di appartenenza della donna, poichè il fatto di appartenere all'alta società, alla borghesia o alla classe operaia significava avere abitudini, stili di vita, esigenze, opportunità e obblighi molto differenti. Il modo in cui le donne si relazionavano al lavoro e la loro partecipazione ad esso era strettamente legato alla condizione sociale, alla situazione sentimentale e al contesto familiare in cui ognuna si collocava. Questo concetto è sostenuto dal fatto che le opportunità lavorative variavano sia a seconda del ceto sociale di appartenenza, sia a seconda dell'età o della fase del ciclo di vita in cui le diverse figure femminili si collocavano; quindi, una donna nubile aveva a disposizione possibilità lavorative differenti rispetto ad una donna sposata (Naldini e Saraceno (2011)). È importante considerare anche le ragioni che spingevano le donne a lavorare dalla seconda metà dell'Ottocento. Quelle appartenenti alle classi sociali più basse erano costrette a lavorare tutta la vita per necessità, con l'obiettivo

di migliorare la condizione economica della famiglia e provare a garantire un futuro migliore ai propri figli. Le donne del ceto medio avevano motivazioni simili, ma in aggiunta il lavoro poteva offrire loro una certa indipendenza dalla figura maschile. Infine, le donne appartenenti dell'alta società che vivevano in contesti più agiati, lavoravano principalmente per realizzare ambizioni personali e per alleviare un po' il senso di noia derivante dalla vita domestica.<sup>1</sup>

## **2.1.2 Donne nell'industria**

Un primo passo importante è stato il passaggio dalla società contadina alla Rivoluzione Industriale, infatti nella società contadina il controllo delle risorse produttive ed economiche era nelle mani degli uomini. Le donne erano considerate “minori e secondarie” rispetto agli uomini, motivo per cui non avevano un ruolo riconosciuto al di fuori delle attività domestiche, dall'altro lato il potere maschile era ulteriormente giustificato dalla loro maggiore capacità fisica. La Rivoluzione Industriale ebbe un profondo impatto sulla vita delle donne e sul loro ruolo nella società, infatti con il processo di urbanizzazione molte persone sono state costrette ad abbandonare le aree rurali per spostarsi verso i centri urbani, nella speranza di trovare lavoro nelle fabbriche. Tra il XVIII e il XIX secolo, le donne entrarono nel mondo del lavoro industriale, principalmente nelle fabbriche tessili e nelle miniere di carbone. L'impiego della manodopera femminile risultava conveniente per i datori di lavoro perché, poichè si presumeva che le donne vivessero con il marito o con il padre che già lavoravano, e che fossero quindi mantenute da questi ultimi, permettendo così ai datori di lavoro di pagarle di meno rispetto ad un uomo. Pertanto, le operaie guadagnavano meno degli uomini, siccome questi erano considerati i principali responsabili del sostentamento economico della famiglia, mentre il lavoro femminile era visto come un'aggiunta e la loro partecipazione alle attività lavorative industriali era limitata a ruoli subordinati, con mansioni semplici, ripetitive e monotone all'interno delle attività industriali. (Cammarosano (1997), Simoni (2021))

Un aspetto significativo da considerare è che, oltre a lavorare in condizioni igienicamente precarie e con orari lavorativi estenuanti, le donne non ricevevano

---

<sup>1</sup>Le donne e il lavoro: il gender gap dall'Ottocento ad oggi, Simoni (2021)

alcuna tutela in caso di gravidanza, di conseguenza, per non rischiare di perdere il posto di lavoro, dovevano tornare a lavorare a pochi giorni di distanza dal parto, portando spesso i neonati con sé in fabbrica, i quali erano frequentemente vittime di drammatici incidenti. A causa di questi avvenimenti e delle disuguaglianze presenti nel mondo industriale, durante la Rivoluzione Industriale iniziarono le proteste per la rivendicazione di pari diritti e dignità sul posto di lavoro, ma per le donne era ancora necessario l'ottenimento del diritto di voto (Duby e Perrot (1991)). È proprio a partire da questo periodo che si è verificato un lento ma progressivo riconoscimento sociale e legale delle donne, attribuendo loro una dignità che si avvicinava sempre di più a quella degli uomini. Tuttavia, tra gli anni '70 dell'Ottocento e la prima metà del Novecento, esisteva una forma di discriminazione per le donne sposate nota come *marriage bar*. Quest'ultima impediva l'assunzione delle donne sposate o richiedeva che le stesse cessassero il loro impiego una volta sposate. Questo divieto riguardava soprattutto le posizioni amministrative e i ruoli nell'insegnamento, le quali erano professioni che, a partire dalla seconda metà del XX secolo, vennero occupate sempre più frequentemente dalle donne sposate. Le uniche eccezioni a questo divieto, che era applicato sempre in maniera molto rigida, si verificarono durante le due Guerre Mondiali, a causa della crescente domanda di forza lavoro nei vari settori che permise di superare temporaneamente queste restrizioni.<sup>2</sup>

Nel corso del XX secolo, l'inizio della Prima Guerra Mondiale e la partenza degli uomini verso il fronte rappresentarono eventi determinanti nel processo di emancipazione femminile. Le donne cominciarono a sostituire le figure maschili in numerose attività, contribuendo in modo significativo alle esigenze produttive delle nazioni, sia in termini di beni di prima necessità sia per quelli destinati all'industria bellica. In Italia, durante la Grande Guerra, il numero di donne impiegate nel settore industriale passò da 650.000 a 1.240.000, mentre nella produzione bellica la presenza femminile aumentò da 23.000 a 200.000 operaie. Dopo la fine della Prima Guerra Mondiale, si sollevarono diverse polemiche con l'intento di allontanare le donne dal mondo del lavoro e di riavvicinarle all'ambiente domestico per lasciare il posto agli uomini reduci di guerra, ma con lo scoppio della Seconda Guerra Mondiale, le donne furono nuovamente chiamate a sostituire gli uomini impegnati

---

<sup>2</sup>Le donne e il lavoro: il gender gap dall'Ottocento ad oggi, Simoni (2021)

al fronte, ritrovandosi poi disoccupate nel secondo Dopoguerra. Questi due periodi storici, legati alle due Guerre Mondiali, permisero alle donne di acquisire maggiore consapevolezza dei propri diritti, portando così ad un cambiamento significativo del sistema, con il riconoscimento del diritto di voto e l'introduzione di leggi a loro favore ed una crescente inclusività nel mondo del lavoro (Cammarosano (1997), Simoni (2021)).

### **2.1.3 L'evoluzione storica dell'imprenditoria femminile in Italia**

In Italia la legge 1176 del 1919 ha avuto un ruolo cruciale nel ridisegnare la capacità giuridica delle donne riconoscendo all'articolo 7 il diritto delle donne di accedere ed esercitare tutte le professioni e di ricoprire impieghi pubblici con gli stessi diritti riconosciuti agli uomini. Prima dell'introduzione di questa legge, le donne erano escluse dalle professioni più prestigiose, come quella dell'avvocato, e solo dopo una lunga battaglia la piemontese Lidia Poet riuscì ad ottenere il diritto di iscriversi all'albo degli avvocati di Torino. Negli anni '70 e '80, con il processo di terziarizzazione che cambiò radicalmente il sistema economico dei Paesi più avanzati, compresa l'Italia, si aprirono nuove opportunità lavorative per le donne. Questo portò all'ingresso femminile in settori come le banche, le assicurazioni, i servizi pubblici, l'istruzione, la sanità e molti altri ambiti.

Il processo di femminizzazione avvenuto nel settore terziario è stato principalmente visibile sotto l'aspetto quantitativo, mentre dal punto di vista qualitativo le posizioni di maggiore responsabilità rimangono di dominio quasi esclusivo degli uomini. Tra i molteplici i fattori che hanno contribuito alla femminizzazione del mercato del lavoro, si possono citare le necessità familiari che rendono insufficiente un solo stipendio, il miglioramento delle leggi sulla maternità, il crescente livello di istruzione tra le donne e la diffusione di una cultura che promuove il riconoscimento dell'identità di genere e la creazione di spazi per l'autorealizzazione sia nel lavoro sia nella vita familiare. Tuttavia, un'analisi della situazione lavorativa femminile, evidenzia che esiste ancora un divario tra il piano normativo e teorico e la realtà concreta, nella quale persistono i pregiudizi e gli stereotipi che continuano ad influenzare la condizione delle donne sul posto di lavoro.

L'uguaglianza di genere è stata ufficialmente riconosciuta dallo Stato italiano il 1° febbraio 1945, quando il Consiglio dei Ministri estese il diritto di voto a tutti i cittadini, senza distinzione di genere ed il 2 giugno 1946 si tenne, per la prima volta in Italia, un'elezione a suffragio universale maschile e femminile. Dal punto di vista giuridico, il principio della parità dei sessi è sancito nella Dichiarazione Universale dei diritti dell'uomo del 1948, principio che è stato adottato nelle Costituzioni di numerosi Stati, tra cui quella italiana. Gli articoli della Costituzione che trattano i temi sulla parità tra donne e uomini sono i seguenti:

- Articolo 3, reputato il primo vero intervento dell'Italia a favore dell'uguaglianza. “Tutti i cittadini hanno pari dignità sociale e sono eguali davanti alla legge, senza distinzione di sesso, di razza, di lingua, di religione, di opinioni politiche, di condizioni personali e sociali”
- Articolo 37. “La donna lavoratrice ha gli stessi diritti e, a parità di lavoro, le stesse retribuzioni che spettano al lavoratore. Le condizioni di lavoro devono consentire l'adempimento della sua essenziale funzione familiare e assicurare alla madre e al bambino una speciale adeguata protezione”;
- Articolo 51. “Tutti i cittadini dell'uno o dell'altro sesso possono accedere agli uffici pubblici e alle cariche elettive in condizioni di eguaglianza, secondo i requisiti stabiliti dalla legge”<sup>3</sup>

Il 1963 rappresenta un anno di grande progresso per l'uguaglianza di genere in Italia, poichè proprio in quell'anno il Parlamento italiano ha approvato l'abolizione delle clausole di nubilitato, impedendo ai datori di lavoro di licenziare le proprie dipendenti in seguito al matrimonio.<sup>4</sup> Prima di questa legge, sussisteva la *marriage bar* precedentemente citata, secondo la quale i datori di lavoro erano legittimati a licenziare le donne nel momento in cui si sposavano, siccome si riteneva che la vita lavorativa e quella matrimoniale non potessero coesistere. Nel 1979 è stata adottata la Convenzione per l'eliminazione delle molteplici forme di discriminazione

---

<sup>3</sup>Gazzetta Ufficiale, Costituzione della Repubblica Italiana, 1947, pp. 4, 11-12, 15. Ugo Mancini, Moschitta Marco, L'Italia, la nascita della Repubblica, Firenze, Emmebi Edizioni, 2009, pp. 180-183.

<sup>4</sup>Le donne e il lavoro: il gender gap dall'Ottocento ad oggi, Simoni (2021)

nei confronti delle donne, un altro passo fondamentale verso la parità di genere, che ha introdotto la creazione di un Comitato con il compito di monitorare e di supervisionare l'attuazione della Convenzione, insieme all'introduzione di specifiche sanzioni. Tra le leggi più rilevanti, vanno citate la legge del 25 febbraio 1992, n. 215, "Azioni positive per l'imprenditoria femminile" e la legge del 12 luglio 2011, n. 120, "Parità di accesso agli organi delle società quotate". La prima disciplina agevolazioni e contributi con lo scopo di favorire lo sviluppo dell'imprenditoria femminile, la formazione e la qualificazione professionale delle donne imprenditrici. La seconda, nome come legge delle "quote rosa", impone alle società quotate in Borsa di riservare posti nei consigli di amministrazione e nei collegi sindacali alle donne, promuovendo così una maggiore parità di accesso a cariche di rilievo.<sup>5</sup> Un'ultima legge che è importante da considerare è quella sulla parità salariale approvata il 13 ottobre 2021 ed entrata in vigore il 1° gennaio 2022. Lo scopo di questa normativa è ridurre il divario salariale di genere, premiando le aziende virtuose e aumentando la partecipazione delle donne al mercato del lavoro, in modo da ridurre sempre di più la discriminazione di genere.<sup>6</sup>

## **2.2 Dalla Teoria Neoclassica alla Teoria Capitalistica Manageriale**

Dopo aver fatto un passo indietro nel ripercorrere la storia di come le donne sono arrivate a diventare parte delle imprese, è possibile iniziare a focalizzarsi su come si è arrivati alla Teoria Capitalistica manageriale, sviluppatasi dalla seconda metà del '900, con la conseguente teoria d'agenzia che ne deriva. Questa teoria supera la concezione limitata di impresa che era invece propria della Teoria Neoclassica, dell'impresa di Marshall nella quale proprietario e manager coincidono, dove l'obiettivo è la massimizzazione dei profitti e si presuppone informazione completa, perfetta razionalità tra gli individui ed assenza di conflitti (Marshall (1890)).

---

<sup>5</sup>Sveva Avveduto, *Italia 150 anni: popolazione, welfare, scienza e società*, Roma, Gangemi Editore, 2015, pp. 109-111. *Gazzetta Ufficiale*, LEGGE 25 febbraio 1992, n. 215. *Gazzetta Ufficiale*, Legge 12 luglio 2011, n. 120. *Le donne e il lavoro: il gender gap dall'Ottocento ad oggi*, Simoni (2021)

<sup>6</sup>*Gazzetta Ufficiale*, LEGGE 5 novembre 2021, n. 162

L'impresa neoclassica è definita come senza spessore né dimensione, non esiste un'analisi interna sui vari attori che fanno parte dell'impresa e sui vari agenti economici coinvolti, motivo per cui con il tempo iniziano a subentrare teorie che mettono in discussione la visione neoclassica, in particolar modo iniziano a considerare in due persone separate le figure di *proprietario* dell'impresa e del *gestore* dell'impresa. Un importante passo avanti in questo contesto è stato compiuto grazie al lavoro di ricerca sull'organizzazione e la struttura interna dell'impresa svolto dagli economisti Berle e Means (2017), racchiuso nella loro raccolta *The Modern Corporation and Private Property* del 1933. Questa ricerca si è basata sulla raccolta dei dati relativi alla struttura proprietaria di 200 grandi imprese americane, evidenziando che la caratteristica comune a tutte era la separazione tra la *proprietà*, ovvero gli azionisti che possiedono il capitale dell'impresa, ed il *controllo*, ovvero coloro che prendono le decisioni, con il conseguente disallineamento di obiettivi. È proprio in questo studio che si parla per la prima volta di "discrezionalità manageriale" da parte di chi detiene il controllo (manager), siccome sono loro a prendere le decisioni aziendali anche senza essere loro stessi i possessori delle azioni. Un contributo importante per la teoria della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa è anche dovuto agli studi di Marris e Nuti (1972), che si focalizza principalmente sui differenti obiettivi tra proprietari e manager nel lungo termine. Gli azionisti vogliono massimizzare il loro profitto, mentre i manager vogliono massimizzare la crescita dell'impresa perché la crescita aziendale è strettamente collegata alla reputazione dei manager. Questo problema derivante dalla separazione tra proprietà e controllo nell'impresa era già stato sollevato dall'economista inglese Smith (1793), dove evidenzia che i manager gestiscono denaro non direttamente loro ma di altre persone, motivo per cui non ci si può aspettare da loro la stessa vigilanza nella gestione di questo denaro come avverrebbe da parte di chi invece ne è il proprietario. In seguito verrà approfondita la teoria dell'agenzia, la divergenza di obiettivi e i cosiddetti *problemi di agenzia*.

## 2.3 La Teoria d'Agenzia

### 2.3.1 Concetti generali

Nella teoria d'agenzia, la questione diventa più complessa a causa della presenza di asimmetrie informative e di potenziali conflitti di interesse tra le parti coinvolte, poichè ciascuna di esse mira a massimizzare la propria utilità. La teoria d'agenzia risulta fondamentale per la governance aziendale, in particolare per quanto riguarda il controllo dei dipendenti, la gestione dei processi aziendali e la definizione di un sistema di incentivi che permetta di far convergere tutti gli interessi, assicurando che quelli individuali non prevalgano a discapito degli altri. Jensen e Meckling nel 1976 elaborano la teoria d'agenzia e la conseguente relazione d'agenzia esistente tra due o più soggetti, definendola come *“il contratto mediante il quale una o più persone (Principale(i)) impegnano un'altra persona (Agente) a prestare servizio nel loro interesse attraverso una delega dei poteri decisionali. Se entrambe le parti della relazione sono vogliono massimizzare la propria utilità, ci sono buone ragioni per credere che l'agente non sempre agirà nel migliore interesse del Principale(i)”*<sup>7</sup>.

Nel trattato che Jensen e Meckling (1986) hanno fatto uscire sulla famosa rivista “Journal of Financial Economics”, il Principale (corrispondente all'azionista) è definito come un agente **"neutrale al rischio"**, siccome delega all'Agente il potere decisionale su un'azione che, generando un ritorno significativo, lo rende disposto anche a subire eventuali perdite. Dall'altro lato l'Agente (corrispondente al manager) è definito **"avverso al rischio"**, perché l'azione che gli viene delegata comporta un costo per lui e l'eventuale riuscita andrebbe a beneficio del principale, ma la mancanza di risultati ottenuti ricadrebbe anche su lui stesso. Bisogna anche tenere in considerazione che le azioni del manager non sono solo influenzate dal loro impegno, ma anche da variabili esterne che sono imprevedibili. Proprio a causa di questi interessi differenti tra i vari soggetti, si possono verificare dei comportamenti scorretti da parte dell'Agente nei confronti del Principale, quali la *selezione avversa* e l'*azzardo morale*.

---

<sup>7</sup>Jensen (1986), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”

La selezione avversa venne studiata per la prima volta da Akerlof (1978), che la definì come: *“Possibile conseguenza di una situazione di asimmetria informativa, in cui un’informazione rilevante per la conclusione di una transazione è conoscenza privata del venditore o del compratore”* e si tratta di una forma di opportunismo ex-ante, derivante da un’incompletezza contrattuale o pre-contrattuale, in cui l’Agente può adottare comportamenti opportunistici nei confronti del Principale a causa della presenza di asimmetrie informative che avvantaggiano l’Agente e svantaggiano il Principale. L’azzardo morale invece si definisce come: *“Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirlo”* e risulta essere una forma di opportunismo ex-post.<sup>8</sup> Nella letteratura si individuano tre diverse tipologie di problemi d’agenzia tra i diversi soggetti all’interno dell’impresa, ovvero:

- **Conflitti di agenzia del capitale proprio:** sono i conflitti esistenti tra azionisti e manager, si definiscono anche contratti verticali e furono i primi ad essere studiati da Jensen & Meckling nel 1976 e sono quelli che saranno analizzati in seguito;
- **Conflitti di agenzia del capitale di debito:** sono i conflitti che sorgono tra azionisti e creditori, nei quali gli azionisti vogliono investire in progetti rischiosi da cui si aspettano un rendimento maggiore in futuro, ma all’aumentare del rischio connesso al progetto aumenta anche il costo del finanziamento e diminuisce il valore del debito in essere, a scapito dei creditori (Damodaran (1999));
- **Conflitti tra azionisti di maggioranza e minoranza:** sono anche definiti conflitti orizzontali, nei quali gli azionisti di maggioranza hanno un potere di voto maggiore e quindi possono prendere decisioni a loro favore, rischiando così di ostacolare gli interessi degli azionisti di minoranza. Questo problema emerge nelle aziende in cui la proprietà è concentrata nelle mani di poche persone e quindi per gli azionisti di minoranza è difficile proteggere i loro interessi (Fama e Jensen (1983)).

---

<sup>8</sup>I conflitti d’interesse tra manager e azionisti e l’utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, Ardizzi (2023)

### 2.3.2 I conflitti d'agenzia del capitale proprio

Questo tipo di conflitti, definito anche problema d'agenzia "verticale", é stato studiato da Jensen e Meckling nel 1976 ed é stato definito come la situazione in cui si trovano azionisti e manager nel momento in cui avviene una separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa. Analizzando la situazione dal punto di vista Principale-Agente, gli azionisti sono visti come "Principale", siccome delegano i loro poteri decisionali ai manager chiedendogli di agire nei loro interessi, in cambio di un adeguato compenso. Questa situazione porta gli azionisti ad essere in una situazione di "inferiorità" rispetto ai manager, che sono di conseguenza definiti come "Agenti" perché detengono il potere e quindi, avendo a disposizione molte informazioni sulla situazione economica dell'impresa, si trovano in una posizione privilegiata all'interno dell'impresa.<sup>9</sup>

La relazione tra manager ed azionisti é definita come una relazione d'agenzia proprio perché i manager possiedono un vantaggio informativo e potrebbero comportarsi in modo scorretto nei confronti degli azionisti, creando così la necessità di incentivare i manager a perseguire gli obiettivi aziendali, con un impatto indiretto sulle performance economico-finanziarie dell'impresa attraverso i cosiddetti costi d'agenzia. Questi ultimi derivano dalla relazione d'agenzia tra manager e azionisti e sono sostenuti dall'azienda per garantire che i manager agiscano nell'interesse degli azionisti e non nel proprio, cercando di prevenire comportamenti opportunistici da parte dei manager, come l'azzardo morale. L'obiettivo finale della teoria d'agenzia é quello di rendere le relazioni d'agenzia, esistenti tra i soggetti interni e che collaborano con l'impresa, le più efficienti possibile, provando ad individuare e a contenere i costi d'agenzia e ad individuare i meccanismi adatti ad allineare gli obiettivi tra Principale ed Agente.<sup>10</sup>

Esistono diverse tipologie di costi d'agenzia, tra cui i più rilevanti sono i costi di monitoraggio e controllo, i costi di negoziazione e legali, i costi opportunità e i costi reputazionali; questi costi risultano tanto più elevati tanto più la quota percentuale

---

<sup>9</sup>Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, pp.77-80.

<sup>10</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, Ardizzi (2023)

di azioni detenuta dagli azionisti é frammentata (Alchian e Demsetz (1972)). Come già detto in precedenza, la natura di questi conflitti d'agenzia deriva dal fatto che i dirigenti non sono possessori totalitari dei diritti sul valore residuo dell'impresa, ossia sul valore che rimane dopo aver remunerato e rimborsato i creditori, di conseguenza il management potrebbe voler realizzare anche i propri interessi e non solo quelli degli azionisti, anche a causa del fatto che il compenso dei manager é legato ai risultati economici aziendali raggiunti, motivo per cui i manager sono piú focalizzati sulla creazione di valore nel breve periodo piuttosto che nel lungo periodo.<sup>11</sup>

I problemi di azzardo morale possono giocare un ruolo significativo nelle decisioni aziendali relative ai finanziamenti e agli investimenti. Secondo Michael Jensen, oltre a ricorrere al meccanismo degli incentivi, l'uso del debito come strumento di finanziamento per i progetti aziendali puó fungere come uno strumento di controllo indiretto da parte degli azionisti verso i manager, in questo modo i flussi di cassa saranno indirizzati verso obiettivi condivisi, evitando un utilizzo improprio delle risorse (Jensen (1986)). Con l'aumento dei flussi di cassa aziendali, crescono sia la divergenza d'interessi sia i costi d'agenzia. A questi si aggiungono anche i flussi di cassa destinati a progetti che potrebbero generare un valore significativo per gli azionisti, ma che restano sotto il controllo discrezionale dei manager (Ardizzi (2023)).

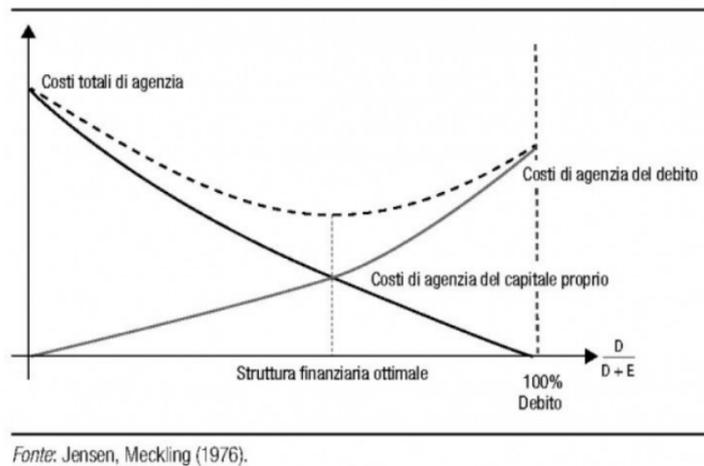
Il potere di utilizzo delle risorse aziendali da parte dei manager puó essere ridotto ricorrendo all'utilizzo del debito al posto del capitale proprio degli azionisti, in quanto il debito comporta un costo maggiore rispetto al capitale proprio. Il pagamento degli interessi sul debito riduce la quantità di flussi di cassa disponibili per un uso arbitrario da parte dei manager, limitando così la loro discrezionalità nell'utilizzo delle risorse aziendali. Oltre al meccanismo degli incentivi, gli azionisti possono anche optare per il finanziamento tramite debito, invece che con il capitale proprio, per provare a controllare i problemi d'azzardo morale causati dai manager all'interno dell'impresa.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, Ardizzi (2023)

<sup>12</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, Ardizzi (2023)

Come si evince dalla Figura 2.1, questa soluzione comporta un aumento dei costi d'indebitamento, di conseguenza é una soluzione che puó essere adottata ma solo in maniera limitata, perché un livello di indebitamento troppo elevato comporta un aumento dei costi di agenzia ed inoltre, l'aumento del debito in modo sproporzionato rispetto alle reali necessitá dell'impresa ma solo come strumento di controllo sui manager, causa una traslazione del rischio sui creditori. (Dell'Acqua (2017))



**Figura 2.1:** Il conflitto tra capitale proprio e di debito. Fonte: Dell'Acqua (2017)

### 2.3.3 I conflitti d'agenzia del capitale di debito

Questi conflitti si generano tra creditori (che assumono il ruolo di Principali) ed azionisti (che assumono il ruolo di Agenti), nel caso in cui gli azionisti adottino scelte a loro vantaggio, a scapito dei creditori e queste scelte sono tanto piú probabili quanto piú é elevato il rischio di dissesto finanziario aziendale. Jensen e Meckling hanno analizzato una prima tipologia di conflitto che riguarda le decisioni di *over-investment* dovute all'informazione asimmetrica tra le parti. Ai creditori si rimborsa un valore che non puó eccedere quello del debito, mentre gli azionisti si impossessano della potenziale differenza positiva che l'impresa ha generato con i suoi investimenti. Per questo motivo gli azionisti non saranno limitati nell'intraprendere un investimento rischioso, siccome se esso andasse a buon fine genererebbe un valore positivo verso di loro, ma se avesse esito negativo inciderebbe solo sul patrimonio dei creditori.

Un investimento é tanto piú rischioso quanto piú é elevato lo svantaggio nei confronti dei creditori, inoltre piú un investimento é rischioso e piú é elevato il ritorno economico per gli azionisti. In generale si puó dire che livelli di debito elevati possono incentivare maggiore sforzo da parte del management, con l'obiettivo di provare ad evitare il fallimento della societá.

I contratti di debito generano degli impegni che riducono la liquiditá disponibile per il manager, permettendo cosí di disciplinare il manager in qualche modo (la cosiddetta "Funzione disciplinante del debito"). Il ricorso a fonti esterne diminuisce la necessitá di aumentare l'equity, la cui conseguenza diretta sarebbe quella di diluire il potere degli azionisti, ma in ogni caso é necessario evidenziare come, un eccessivo indebitamento, potrebbe portare al cosiddetto *under-investment*, ovvero "sotto-investimento", cioé l'incapacitá dell'impresa a finanziare un investimento che avrebbe potenzialmente un rendimento positivo. Questo succede perché, all'aumentare dell'indebitamento, diminuiscono le possibilitá di accedere ad un ulteriore debito da parte dell'impresa. Tuttavia, un eccessivo indebitamento potrebbe condurre alla "morsa del debitore", cioé l'impresa sarebbe costretta a destinare la maggior parte dei flussi di cassa generati al pagamento degli interessi sul debito.

I creditori, al fine di evitare comportamenti egoistici da parte degli azionisti, svolgono nei loro confronti attivitá di controllo (*monitoring*) e anche atteggiamenti morali nei confronti dell'azienda (*bonding*). Per quanto riguarda l'attivitá di monitoring, i creditori la implementano usando clausole contrattuali che impongono vincoli all'impresa, controlli riguardanti il livello futuro di debito ottenibile, la politica di investimento, il livello minimo di liquiditá ect. L'attivitá di bonding dell'azienda riguarda invece l'attuazione di attivitá specifiche, che prevedono il sostenimento di costi da parte dell'azienda stessa, che di conseguenza incidono sulla ricchezza degli azionisti.

I costi possono essere diretti, legati ad esempio a specifiche clausole nei contratti di prestito, oppure indiretti, ovvero quelli legati principalmente ad una limitazione delle libertá di azione dell'impresa stessa. I costi di agenzia del debito sono dati appunto dalla somma dei costi legati alle attivitá di monitoring, di bonding e alla perdita di ricchezza residuale, a causa del comportamento sub-ottimale dell'azionista. Tanto maggiore é il livello di debito, tanto maggiori sono questi

costi.<sup>13</sup>

## 2.4 Manager e azionisti: ruoli e responsabilità

Come descritto nella sezione precedente, Michael Jensen e William H. Meckling definiscono la *Teoria d'Agenzia* o il *modello Principale-Agente* come "un contratto in base al quale una o più persone (il Principale/i) obbliga(n) un'altra persona (l'Agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente." Jensen e Meckling (2019) Generalmente le parti più comunemente identificate in questo tipo di rapporto teorico sono i proprietari o azionisti ed i manager, che come già detto in precedenza, sono rispettivamente etichettati come il Principale e l'Agente. L'obiettivo di questa relazione di scambio è quello di allineare gli interessi dell'Agente a quelli del Principale, raggiungendo così l'efficacia desiderata. Questo tipo di rapporto è presente nelle cosiddette *società per azioni*, le quali sono personalità giuridiche intese ad operare nell'industria e nel commercio, a cui sono attribuiti molti dei diritti che in altri tipi di società spettano ai singoli individui. In questo tipo di aziende, le quote di finanziamento sono fornite dagli *azionisti*, ovvero soggetti che finanziano il processo aziendale attraverso l'acquisto di azioni, partecipando così all'attività economica dell'impresa. Di solito si tratta di azioni ordinarie che conferiscono a tutti i titolari delle stesse alcuni diritti, tra cui la partecipazione all'assemblea dei soci, il diritto di voto proporzionale alle quote azionarie possedute, il diritto a ricevere i dividendi del capitale in proporzione alla quota fornita durante il processo di acquisizione e in base alle decisioni del consiglio di amministrazione (CdA), ma a sopportare anche i rischi in caso di perdite, sempre limitatamente alla quota di azioni possedute nella società stessa. (Rivaro, 2018 Sarale, Rivaro et al. (2018)) Quest'ultimo è un organo di controllo pluripersonale, rappresentativo della democrazia degli azionisti, in quanto è nominato dall'assemblea ordinaria degli azionisti per controllare l'operato dei manager. La struttura del CdA prevede amministratori esecutivi e non, amministratori esterni o indipendenti e amministratori con o senza azioni. L'amministratore delegato

---

<sup>13</sup>Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria", 2013, Giappichelli Editore Torino, pp.81-84 e cfr. Ardizzi (2023), I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi

dell'azienda (detto anche CEO) può essere anche il Presidente del CdA, in questo caso si verifica la *CEO-Chair duality*, che consiste in una concentrazione di poteri nelle mani di un singolo individuo, comportando così la necessità di nominare un Lead Independent Director. Tra i compiti del consiglio di amministrazione è presente quello di determinare se i dividendi saranno re-investiti all'interno della società stessa o se saranno distribuiti tra i vari azionisti e la possibilità di nominare e revocare i manager. (Enriques e Volpin (2007))

All'interno del capitalismo manageriale si introduce anche la figura del *manager* (o dirigente), definita da Marris e Nuti (1972) come una figura che ha il compito di gestire e controllare istituzioni produttive senza possederne la proprietà. I manager hanno differenti compiti, quali la pianificazione degli obiettivi e delle strategie aziendali, con la conseguente pianificazione delle risorse necessarie al raggiungimento di tali obiettivi. È proprio la separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa a dare origine a quelli che sono i conflitti d'interesse tra manager ed azionisti. Infatti, i manager sono responsabili dell'organizzazione e del coordinamento delle risorse aziendali; prendono le decisioni più rilevanti per l'azienda in senso ampio, infatti dal loro operato dipendono in buona parte i risultati aziendali in termini di raggiungimento dei vari obiettivi e sono i primi rappresentanti della società verso l'esterno, stabilendo così relazioni con gli stakeholder esterni tra cui clienti, fornitori e partner commerciali.<sup>14</sup>

Gli stakeholder sono tutte le parti che influenzano o che possono essere influenzati dall'operato dell'azienda e possiedono un interesse legittimo nei confronti della società stessa, avendo investito risorse di vario tipo al suo interno (R. E. Freeman (2010)). Secondo una classificazione iniziale di Freeman, gli stakeholder possono essere poi suddivisi in interni ed esterni: gli stakeholder interni sono coloro che operano ed interagiscono all'interno dell'organizzazione, mentre gli stakeholder esterni sono coloro che operano ed interagiscono fuori dall'impresa, ma che hanno comunque un interesse nelle sue attività. Il concetto centrale della teoria degli stakeholder consiste proprio nel fatto che l'impresa esiste perché deve rispondere ad

---

<sup>14</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, Ardizzi (2023)

una varietà di interessi differenti, appartenenti a diversi soggetti o gruppi. L'obiettivo dell'organizzazione, per garantirne la sopravvivenza nel tempo, non è solo la massimizzazione del profitto, ma piuttosto il corretto soddisfacimento di questi interessi. Infatti, solo creando valore a lungo termine anche per gli azionisti l'azienda potrà raggiungere un equilibrio economico stabile (Preston e H. J. Sapienza (1990)). Questa teoria si contrappone alla precedente teoria degli shareholder, che adotta un approccio centrato sugli azionisti, secondo il quale l'azienda è responsabile esclusivamente nei confronti degli azionisti, e l'unico obiettivo principale dell'impresa è la massimizzazione del profitto per gli azionisti stessi (Friedman et al. (1970)). L'approccio alla teoria degli stakeholder è strettamente connesso al concetto di *Corporate Governance Responsibility* (CSR), che suggerisce che gli interessi di tutti i soggetti coinvolti debbano essere soddisfatti in modo equo. Tuttavia, si ritiene che sia impossibile trattare tutti coloro che sono coinvolti esattamente allo stesso modo, principalmente a causa dei conflitti di interessi tra le parti in gioco. Ciò implica la necessità di dare priorità agli interessi considerati più rilevanti all'interno dell'impresa e a quegli stakeholder che esercitano un maggior potere di influenza (il cosiddetto *stakeholder decisivo*)(E. Freeman e Moutchnik (2013)).<sup>15</sup>

Sulla base del concetto di potere d'influenza degli stakeholder, è possibile usare la classificazione effettuata da Clarkson (1995), secondo la quale esistono due classi di stakeholder, ovvero quelli primari e quelli secondari. Quelli primari comprendono azionisti, manager, dipendenti, clienti, fornitori, ovvero quei soggetti o gruppi che hanno un'influenza maggiore all'interno dell'azienda. Tra quelli secondari troviamo invece la pubblica amministrazione, i sindacati, ovvero quei soggetti o gruppi che influenzano in maniera limitata ed indiretta l'organizzazione e che hanno interessi inferiori nei confronti della stessa. Da questa classificazione emerge che manager e azionisti appartengono entrambi al gruppo di stakeholder primari, di conseguenza hanno un elevato potere di influenza all'interno dell'organizzazione, motivo per cui il compito principale dell'azienda stessa è quello di gestire la loro relazione, così da riuscire a soddisfare gli interessi di entrambi nel miglior modo possibile.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.15 Ardizzi (2023)

<sup>16</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp. 16 Ardizzi (2023)

## **3 Sistemi di incentivi per ridurre il conflitto tra il Principale e l'Agente**

### **3.1 Gli incentivi come strumento per la ripartizione del rischio tra Principale e Agente**

L'ipotesi alla base della necessità dei meccanismi di incentivi é l'avversione al rischio dell'Agente. Se l'Agente fosse neutrale al rischio, si arriverebbe alla conclusione che Agente e Principale coinciderebbero nella stessa persona e sarebbero disposti ad accettare tutto il rischio per il raggiungimento di determinati obiettivi e sosterebbero tutti i costi derivanti dallo sforzo. Dalle assunzioni alla base della teoria d'agenzia, appare però evidente che il Principale vede ricadere su sé stesso tutti i rischi legati alla scelta del manager e al suo operato, sul quale il Principale non ha visibilità, motivo per cui l'Agente é incerto sul livello di profitti che otterrà. Lo scopo dei sistemi di incentivi per il Principale é fare in modo che l'Agente si sforzi al punto da generare il miglior risultato possibile al minor costo, deve fare in modo che il manager ottenga dei risultati che generino un ritorno anche per gli azionisti, pur sempre seguendo i suoi progetti, impegnandosi al massimo nel raggiungimento degli obiettivi.

I meccanismi di incentivi per indurre il manager a svolgere il suo lavoro al meglio funzionano solo con una ripartizione dei rischi. Per risolvere il problema Principale-Agente, sono state formulate diverse soluzioni, tra cui alcuni esempi sono rappresentati dalla remunerazione dei dirigenti secondo il modello *Pay-for-Performance* di Jensen e Murphy (1990), Fama (1980), anche il sistema di controllo interno ideato da Jensen e Fama e Jensen (1983). Questo lavoro di tesi si concentra più sul modello pay-for-performance e sul modello delle stock options come soluzioni

ai problemi d'agenzia. Soltanto attraverso questi sistemi il Principale riesce a condividere parte del suo rischio con l'Agente, anche se questo gli comporta il cosiddetto *costo d'agenzia*, siccome la condivisione del rischio comporta anche la condivisione del profitto. Attraverso la condivisione del rischio l'Agente percepisce come il peso delle sue scelte vadano non solo a vantaggio degli azionisti, ma anche a suo vantaggio. In seguito vedremo piú nel dettaglio alcuni dei meccanismi di incentivi che possono essere adottati dal Principale nei confronti dell'Agente.

### 3.2 Analisi dei differenti sistemi di incentivi

Dalla Teoria dell'Agenzia e da quella degli incentivi emerge la necessità di collegare la remunerazione dei manager alla loro prestazione, la cosiddetta relazione *Pay-for-Performance*. La remunerazione di un manager é generalmente composta da una serie di fattori differenti tra loro (Deloitte (2010))<sup>1</sup>:

- Stipendio: é una retribuzione fissa monetaria, che rimane invariata indipendentemente da qualsiasi parametro, è stabilita da contratto e rappresenta spesso per i manager solo una parte della loro retribuzione complessiva;
- Benefit: rappresentano una retribuzione di carattere non monetario, composta da benefici ed altri elementi diversi dal denaro;
- Bonus: si tratta di una retribuzione variabile monetaria, legata a prestazioni a breve termine, che varia in base al raggiungimento di obiettivi predefiniti;
- Equity: è la possibilità di usare le azioni della società come strumento di pagamento di una parte del compenso totale del CEO. Questa forma di remunerazione è particolarmente utile per allineare gli obiettivi di manager ed azionisti e limitare di conseguenza i conflitti di interesse.

Proprio quest'ultima componente legata al pagamento di una parte del compenso del CEO con l'equity può includere le seguenti forme di compenso:

---

<sup>1</sup>Deloitte 2010, Executive Compensation: Plan, Perform & Pay, <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/executive-compensation-plan-perform-pay.html>

- Premi azionari: riguardano azioni cedute o vendute con forte sconto al dirigente, con rischio di collusione in presenza di insiders;
- Opzioni su azioni (*stock options*): è il diritto di acquistare, entro un determinato periodo, azioni ad un prezzo prefissato al momento in cui viene offerta l'opzione. Il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal dirigente. Con le stock options i manager possono diventare "amanti del rischio" e quindi possono compiere azioni scorrette al fine di aumentare il prezzo delle azioni a loro favore al termine del periodo di durata dell'opzione, oppure possono retrodatare le opzioni ad una data che precede l'aumento del costo del titolo;<sup>2</sup>
- Performance shares: si tratta di azioni legate alla performance, ovvero si stabilisce un piano azionario incentivante da utilizzare come strumento di pagamento o premio da dare ai dipendenti e/o ai manager al raggiungimento di specifici livelli di performance aziendale monitorati da appositi parametri.<sup>3</sup>

### 3.2.1 Pay for Performance

La relazione Pay for Performance a volte è una relazione un po' debole e risulta più forte e stabile la relazione *Pay & Size*, nella quale la paga è più alta per chi dirige imprese più grandi. Un altro problema della relazione Pay for Performance è legata alla bassa sensibilità tra la remunerazione ed i risultati, infatti come emerge dallo studio di Brunello, Graziano e Parigi, un aumento dei profitti reali di 500.000€ composta un aumento del compenso di 16€. L'elasticità Pay-Performance è più alta nelle imprese quotate, straniere o che partecipate da multinazionali estere. Risulta anche possibile adottare la strategia di *managerial turnover*, secondo la quale se un manager performa meno del dovuto lo si va a sostituire. Per quanto riguarda il CEO, esso può essere sostituito se i risultati non sono adeguati, ma solo se il CEO stesso non è azionista dominante, in caso contrario non può essere rimosso.

---

<sup>2</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.52 Ardizzi (2023)

<sup>3</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.55 Ardizzi (2023)

In Italia dal 2000 é obbligatorio riportare sul bilancio il compenso base, il bonus monetario, quello non monetario e gli altri compensi. (Enriques e Volpin (2007))

Come affermato in precedenza, il sistema Pay-for-Performance aiuta a ripartire il rischio tra Principale ed Agente, tramite la breve schematizzazione delle variabili che segue, é possibile formalizzare un meccanismo di ripartizione del rischio, in modo da visualizzare il problema e la relazione tra le variabili in maniera piú chiara. Il manager sforzandosi genera un output osservabile ( $Q$ ), che é appunto il risultato dello sforzo del manager stesso ( $e$ ) e di una variabile casuale legata all'incertezza del verificarsi di eventi non controllabili ( $\epsilon$ ):

$$Q = f(e, \epsilon) \quad (3.1)$$

La remunerazione del manager ( $W$ ) é legata all'output nel seguente modo:

$$W = P(Q) \quad (3.2)$$

A questo punto é necessario decidere quanto rendere stretta la relazione tra remunerazione e output, ottenendo cosí scenari differenti:

- se  $W = P'(Q)$  assume un valore elevato, il rischio attribuito al manager é maggiore cosí come la remunerazione. Il manager si trova cosí in una situazione in cui se le cose andassero bene, la paga sarebbe molto alta, ma se le cose andassero male, la perdita sarebbe altrettanto elevata;
- se  $W = P'(Q)$  assume un valore basso, l'incentivo é debole e quindi ad un basso rischio del manager corrisponde anche una bassa remunerazione.

In base alle assunzioni fatte nel modello Pay-for-Performance (anche detta *retribuzione incentivante*), si redige il contratto tra Principale e Agente, grazie al quale parte del rischio slitta dal Principale all'Agente. L'idea alla base di questo tipo di retribuzione é che il manager ha una remunerazione che dipende in parte da una remunerazione fissa, in parte da una quota variabile basata sul rischio e sul raggiungimento di obiettivi aziendali, spronando cosí l'Agente a sforzarsi perché riceverá benefici nel farlo. É importante tenere in considerazione la sensibilità nella relazione Pay-Performance, perché non sempre un numero elevato di incentivi é una soluzione ottima, ma al contrario se la parte rischiosa

della retribuzione grava molto sul totale, questo avrà un'influenza negativa sulle decisioni manageriali, guidandoli verso politiche a rischio inferiore che riducono anche le performance aziendali. (Holmström (1979)) I primi significativi studi sull'argomento vennero fatti da Jensen e Murphy (1990), che pubblicó insieme a Murphy nel 1990 un articolo sul *Journal of Political Economic* in cui analizzano le evidenze empiriche ottenute dalla loro analisi statistica, per la quale hanno utilizzato un database con informazioni sulle remunerazioni raccolte da 2213 CEO di 1295 Public Companies americane. Partendo da questo modello, é stato effettuato uno studio da McConaughy D., Gobeli D. e Mishra C. in *Review of Financial Economics* del 2000, fornendo evidenze che la sensibilità del rapporto Pay-Performance presenta una relazione curvilinea legata alle prestazioni future. Analizzando i risultati si evince che un aumento della sensibilità per bassi livelli di rischio é vantaggioso, ma all'aumentare del rischio diventa controproducente, dimostrando che, in caso di un'eccessiva retribuzione basata sul rischio, il rischio d'impresa puó amplificare gli effetti negativi sulle prestazioni aziendali. Anche Abowd (1990) analizzando la sensibilità tra retribuzione e performance nel breve e lungo termine di 250 grandi imprese americane ha notato come le aziende con una maggiore sensibilità alle performance e alla retribuzione, avessero una probabilità piú elevata di ottenere performance future maggiori. Leonard (1990) individuó che la presenza di piani di incentivi a lungo termine fosse associata ad un maggior aumento del ROE (Return On Equity, indice che rappresenta la redditività del capitale) se confrontata con le imprese che non prevedevano meccanismi di incentivazione nella retribuzione.

### **3.2.2 Piani d'incentivazione azionari**

I piani di incentivazione azionari per i manager rappresentano una forma di retribuzione variabile non monetaria, in cui una parte della remunerazione viene corrisposta in azioni della società, oltre alla componente data dalla remunerazione fissa. Questo tipo di compenso si distingue per il suo orizzonte temporale di medio-lungo periodo, a differenza di altri tipi di retribuzione variabile, come i bonus, che sono legati alle performance aziendali dell'anno precedente e sono quindi una forma

di compenso a breve termine.<sup>4</sup> L'efficacia dei piani d'incentivazione azionari si basa principalmente su due fattori: il primo riguarda la *variabilità del valore delle azioni*, che non è fisso nel tempo ma dipende da molteplici fattori; il secondo motivo è dato dall'*orizzonte temporale di medio-lungo periodo*, siccome i piani azionari di solito sono strutturati su un arco temporale di almeno 3-5 anni. I piani d'incentivazione azionari sono a loro volta divisi in due macro categorie<sup>5</sup>:

- Stock options plan: l'elemento fondamentale di questi piani azionari è dato dal fatto che i beneficiari hanno la possibilità ma non l'obbligo di acquistare le azioni dell'azienda al prezzo concordato dopo un periodo di tempo concordato.
- Non option stock plan: l'elemento fondamentale che li caratterizza è che in questo caso i beneficiari ricevono direttamente dalla società per cui lavorano un certo quantitativo di azioni, sulla base del raggiungimento di determinati obiettivi o in base a criteri determinati dall'azienda stessa, senza avere la facoltà di scelta sul riceverle o meno.<sup>6</sup>

Focalizzandosi di più sul piano di stock options, è importante capire quali sono le diverse variabili che lo compongono per valutarne l'efficacia.<sup>7</sup> Un'opzione dà il diritto, ma non l'obbligo, a colui che la detiene di comprare o vendere una determinata quantità di asset ad una determinata data (o anche prima) ad un determinato prezzo concordato in precedenza. Le opzioni possono essere *call* o *put*:

- Call option (*C*): dà al detentore dell'opzione il diritto, ma non l'obbligo, di **comprare** una certa quantità di azioni in una data futura, ad un prezzo stabilito oggi. Quando si esercita la call option, si dice che si sta facendo una "call in";

---

<sup>4</sup>J.P. Morgan Company. (11 Ottobre 2023). "Guida ai piani di incentivazione a lungo termine (ILT)"

<sup>5</sup>J.P. Morgan Company. (6 Luglio 2022). "Piani di Executive Compensation: funzionamento e struttura"

<sup>6</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.53 Ardizzi (2023)

<sup>7</sup>Per questa sezione cfr. L. Ross (1977), Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, Cap 20 e S. Ross (2015), Fundamentals of corporate finance

- Put option ( $P$ ): dà al detentore dell'opzione il diritto, ma non l'obbligo, di **vendere** una certa quantità di azioni in futuro ad un prezzo concordato oggi.

Le variabili fondamentali che compongono un piano di stock options sono le seguenti:

- Destinatari del piano azionario: essi rappresentano il primo elemento fondamentale da definire quando si progetta un piano di stock options all'interno di un'azienda. I manager devono essere inclusi siccome, grazie alle loro decisioni strategiche e al loro potere all'interno dell'organizzazione, sono in grado di influenzare notevolmente il valore dell'impresa sia a breve che a lungo termine. Pertanto, in questa fase è fondamentale includere esclusivamente coloro che hanno un impatto tangibile sulla società, poiché includere persone che non ne influenzano le dinamiche potrebbe risultare dannoso dal punto di vista economico;
- Vesting period: si chiama anche "periodo di maturazione" e indica il lasso di tempo che intercorre tra l'assegnazione delle opzioni sulle azioni della società ed il momento in cui queste possono effettivamente essere acquistate dai destinatari. È essenziale progettare un piano di maturazione adeguatamente lungo sulle opzioni, per garantire che gli azionisti rimangano concentrati sulla creazione di valore nel lungo periodo;
- Strike price o Exercise price ( $E$ ): è il cosiddetto "prezzo d'esercizio" e rappresenta il prezzo fissato dalla società nel piano di stock option, al quale i destinatari del piano possono acquistare le azioni. Di solito questo prezzo è inferiore al prezzo di mercato ed è stabilito all'inizio del piano, rimanendo invariato per tutta la sua durata. È fondamentale stabilire un prezzo d'esercizio appropriato per consentire ai manager di realizzare un guadagno dalla vendita di quelle azioni su cui hanno l'opzione di acquisto, altrimenti il piano potrebbe risultare inefficace;
- Exercise period: è il "periodo d'esercizio" e indica il lasso di tempo durante il quale i destinatari delle opzioni sulle azioni possono esercitare il loro diritto di acquisto, comprando così le azioni al prezzo stabilito nel piano di stock option. Questo periodo di esercizio è ben definito durante la fase di pianificazione e,

una volta scaduto, i destinatari perdono il diritto di acquistare le azioni su cui detenevano l'opzione;

- Numero di opzioni assegnate: il numero di opzioni possedute é un elemento cruciale per i destinatari del piano, poichè se il numero di azioni fosse troppo basso, il piano di stock option potrebbe non risultare sufficientemente motivante per i manager. Questo potrebbe portarli a concentrarsi su obiettivi di breve periodo, senza focalizzarsi sulla creazione di valore di lungo periodo. In generale si puó affermare maggiore è il potere di un manager all'interno della società, maggiore dovrebbe essere il numero di opzioni azionarie a lui assegnate;
- Limiti al godimento dei diritti sulle opzioni di azioni: gli organi di corporate governance aziendali possono includere nel piano di stock option delle clausole che limitano il diritto di esercitare le opzioni su azioni assegnate ai manager al verificarsi di determinate condizioni. Un di queste clausole limitative sono quelle che si attivano se un manager cambia azienda prima del periodo di esercizio delle sue opzioni sulle azioni societarie. Tali clausole sono utilizzate come incentivo per motivare i manager a rimanere nella società e per contribuire alla creazione di valore per gli azionisti. Tuttavia, è importante che queste clausole non siano troppo restrittive, perché potrebbero compromettere l'efficacia dell'intero piano azionario;
- Tassazione sulle plusvalenze derivanti dalla vendita di azioni: questo aspetto é molto importante per i destinatari del piano azionario, perché se la tassazione sulle plusvalenze che derivano dalla vendita di azioni risultasse essere molto elevata, ci sarebbe il rischio che il piano azionario per i manager non li incentivi nel modo corretto, perché i loro possibili guadagni sarebbero troppo bassi e di conseguenza insufficienti a ridurre i potenziali conflitti d'interesse con gli azionisti.<sup>8</sup>

Ci sono due principali tipi di opzioni, ovvero quelle Europee e quelle Americane. La differenza principale tra le due é data dal fatto che le opzioni Europee possono essere

---

<sup>8</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.55-56 Ardizzi (2023)

esercitate solo alla scadenza, mentre quelle Americane possono essere esercitate in un qualsiasi momento prima della scadenza. Alla scadenza del periodo d'esercizio (tempo identificato con la lettera  $T$ ), un'opzione Americana ha lo stesso valore di una Europea con le stesse caratteristiche e, sempre alla scadenza dell'exercise period, l'azione avrà un certo prezzo, il cui valore può essere definito come  $S_T$ . Le opzioni possono essere:

- In the money: il prezzo d'esercizio dell'opzione su azione è inferiore al prezzo di mercato dell'azione stessa, di conseguenza conviene esercitare l'opzione in questa situazione. In questo caso il valore della call option alla scadenza ha un valore  $C = S_T - E$ ;
- At the money: il prezzo d'esercizio dell'opzione su azione è uguale al prezzo di mercato dell'azione stessa, di conseguenza si è indifferenti se esercitare l'opzione o meno. In questo caso  $S_T = E$ , di conseguenza il valore della call option è nullo;
- Out of the money: il prezzo d'esercizio dell'opzione su azione è superiore al prezzo di mercato dell'azione stessa, di conseguenza non conviene esercitare l'opzione in questa situazione, infatti la call option non ha valore:  
 $C = \max[S_T - E], 0$

### **3.3 Vantaggi e limiti dei sistemi di incentivazione**

#### **3.3.1 Sistemi di incentivi basati su performance, promozioni e bonus**

Una comprensione approfondita delle strutture di incentivi interni è cruciale per sviluppare una teoria solida dell'impresa, poiché questi incentivi giocano un ruolo fondamentale nel determinare il comportamento degli individui all'interno di un'organizzazione. Infatti, tali incentivi non solo orientano le azioni dei dipendenti, ma contribuiscono anche a definire il grado di efficienza complessiva dell'organizzazione. Tuttavia, molte caratteristiche comuni dei sistemi di incentivi nelle imprese non sono facilmente spiegabili attraverso la teoria economica tradizionale. Una delle pratiche più diffuse riguarda i sistemi retributivi egalitari, in cui la compensazione

è largamente indipendente dalla performance, e si adottano prevalentemente sistemi di incentivi basati sulle promozioni, piuttosto che su bonus legati ai risultati. Inoltre, si osserva l'assenza di tariffe d'ingresso per accedere a determinati ruoli o di contratti vincolanti che possano garantire una certa continuità delle performance. Risulta evidente che legare la retribuzione alla performance possa portare a benefici, tuttavia sorprende che molte imprese siano riluttanti all'introduzione di piani di compensazione basati su bonus con un impatto finanziario significativo, tale da avere un effetto motivazionale concreto sui dipendenti.

Diversi psicologi e comportamentisti hanno elaborato dai loro studi che le ricompense monetarie possano in realtà risultare controproducenti, spiegando così il perché dell'assenza di tali piani. Secondo Deci (1972), il denaro può ridurre la motivazione intrinseca del lavoratore, ossia quel tipo di soddisfazione che deriva direttamente dall'attività svolta. In linea con questa prospettiva, Slater (1980) sostiene che "spingere le persone a inseguire il denaro non produce altro che persone che inseguono il denaro", con un progressivo deterioramento della qualità del lavoro prodotto. Kohn (1998), nel suo articolo "Gli incentivi possono essere dannosi per il business" pubblicato nel 1998, individua tre ragioni per cui i sistemi di retribuzione basata sul merito possono essere controproducenti, ovvero le ricompense incoraggiano un approccio eccessivamente focalizzato e rischi ridotti, le ricompense estrinseche possono erodere l'interesse intrinseco per il lavoro ed infine le persone iniziano a percepire sé stesse come controllate dalla ricompensa. Di conseguenza se da un lato risulta che i piani di incentivi finanziari possano teoricamente migliorare la produttività, dall'altro lato essi generano significativi effetti collaterali negativi, come una riduzione del morale e, conseguentemente, della produttività complessiva. Tra i diversi effetti collaterali troviamo anche le preoccupazioni relative all'equità orizzontale, cioè il principio secondo cui i dipendenti allo stesso livello dovrebbero ricevere una retribuzione simile, e i problemi legati alla misurazione imperfetta delle prestazioni. Risulta evidente la contrapposizione tra il sistema di equità orizzontale e il sistema di retribuzione basato sulle performance.

Un altro sistema di incentivo è quello basato sulle promozioni, le quali sono utilizzate come principale dispositivo di incentivo nella maggior parte delle organizzazioni, comprese le società, le partnership e le università. L'importanza empirica degli incentivi basati sulle promozioni, combinata con la quasi assenza di politiche

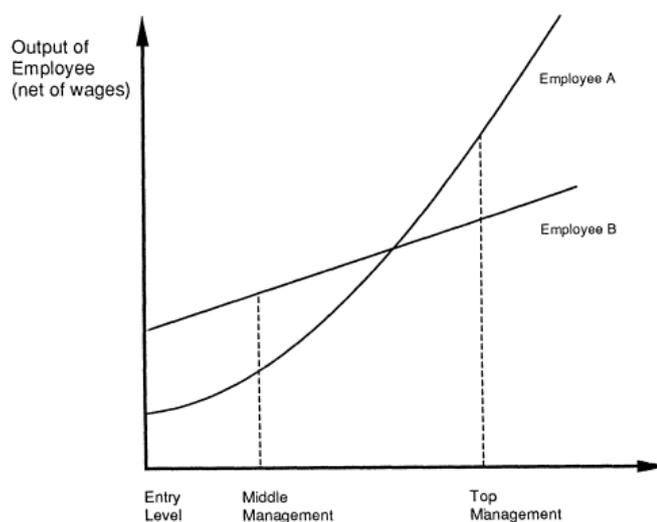
di compensazione basate sulle prestazioni, suggerisce che fornire incentivi attraverso opportunità di promozione deve essere meno costoso o più efficace rispetto fornire incentivi attraverso bonus finanziari. Un altro problema importante con i sistemi di ricompensa basati sulla promozione è che richiedono la crescita delle organizzazioni per alimentare il sistema di ricompensa, ovvero tali sistemi possono funzionare bene in aziende in rapida crescita, ma è probabile che generino problemi in aziende a crescita lenta o in contrazione. Nel suo lavoro Jensen (1986) analizza il ruolo delle strutture di incentivazione nelle aziende con bassa crescita e un significativo flusso di cassa libero, evidenziando come i sistemi di ricompensa basati sulla promozione possano indurre i manager a investire risorse aziendali in attività di crescita non redditizia, piuttosto che distribuire i fondi in eccesso agli azionisti. Questo comportamento è particolarmente problematico in settori caratterizzati da una riduzione delle opportunità di crescita redditizia, come avvenuto negli anni '70 in industrie quali il petrolio, la chimica, la manifattura, le comunicazioni, i prodotti forestali, il tabacco e l'alimentare. Jensen sostiene che l'associazione tra la contrazione delle opportunità di crescita e l'adozione di sistemi di promozione ha contribuito ad alimentare il fenomeno delle acquisizioni ostili negli anni '80, che ha suscitato ampie controversie sia a livello politico che regolamentare.

In contrasto con i sistemi di promozione, gli incentivi basati sui bonus – definiti transitori, in quanto legati alla performance annuale – non presentano le stesse problematiche. I sistemi di bonus, se correttamente strutturati, possono fornire incentivi a tutti i livelli gerarchici dell'organizzazione, indipendentemente dalle opportunità di promozione o dalla capacità individuale dei dipendenti. Questi schemi possono essere applicati in maniera flessibile, premiando o punendo comportamenti specifici come l'espansione non redditizia, senza compromettere gli incentivi offerti ai manager di livello inferiore. Jensen sottolinea poi che i concorsi di promozione sono spesso sul ranking tra i partecipanti, il che consente di ridurre il rischio e il rumore casuale che possono influenzare la valutazione della performance. Tuttavia, gli schemi di bonus basati su prestazioni relative o classificate possono raggiungere gli stessi obiettivi con maggiore precisione, evitando gli effetti indesiderati associati alle promozioni. Nelle alte gerarchie aziendali, dove la probabilità di una futura promozione è limitata o nulla, come nel caso del CEO, gli incentivi finanziari devono necessariamente derivare da sistemi di bonus piuttosto che da opportunità

di avanzamento di carriera. Pertanto, i bonus giocano un ruolo centrale nella motivazione dei dirigenti di alto livello, dove il loro potenziale di promozione è esaurito.

Questi sistemi di incentivi basati sulla promozione, studiati da Baker, Jensen e Murphy (1988), sono anche conosciuti come *tournament promotion system*, ovvero sistemi in cui il miglior performer ad ogni livello viene promosso al livello superiore. Un ulteriore problema che emerge da questo sistema è il fatto che il miglior performer ad un livello della gerarchia non è detto che sia il miglior candidato per il lavoro al livello successivo (ad esempio il miglior venditore è raramente il miglior manager). Il Principio di Peter, secondo il quale le persone vengono promosse al loro livello di incompetenza, riflette i problemi generati quando i talenti per il livello successivo nella gerarchia non sono perfettamente correlati con i talenti richiesti per essere il miglior performer nel lavoro attuale. Questi sistemi di promozione non riescono a fornire simultaneamente incentivi ed abbinamenti ottimali. Affinché questi sistemi funzionino è necessario che i dipendenti abbiano abilità simili. La Figura 3.1 evidenzia come i *tournament promotion system* non possono in generale abbinare i dipendenti ai lavori per cui sono più adatti. Prendiamo due tipi di dipendenti, ovvero A e B, e usiamo tre diversi livelli rappresentativi nella gerarchia lavorativa (gestione a livello iniziale, gestione intermedia e gestione di alto livello). Come disegnato, i dipendenti di tipo A sono i migliori top manager, mentre i dipendenti di tipo B eccellono nelle posizioni di gestione di livello inferiore. Se usassimo questo sistema di promozione a livello di gestione intermedia, risulterebbe che il miglior manager intermedio si trasferirebbe alla suite esecutiva, portando alla promozione dei dipendenti di tipo B alla gestione di alto livello, il che è chiaramente incoerente con l'abbinamento ottimale. Una regola di promozione alternativa che risolverebbe in parte il problema presentato in Figura 3.1, prevede la promozione del manager intermedio con il miglior potenziale per la gestione superiore. Questa regola di promozione, in cui il dipendente di livello  $n$  promosso al livello  $n + 1$  è quello con la produzione attesa più alta al livello  $n + 1$ , presenta il problema che non garantisce il matching con più di due livelli gerarchici. Un ulteriore problema è legato al fatto che i manager intermedi potrebbero competere tra di loro per dimostrare di essere i migliori manager al livello superiore, con probabili comportamenti reciproci non ottimali e con maggior focus sulla promozione a diventare manager di alto livello

invece sul loro attuale lavoro come manager intermedi.



**Figura 3.1:** Relazione tra il salario netto in differenti posizioni lavorative nella gerarchia per impiegati di tipo A e B. Fonte: Baker, Jensen e Murphy (1988)

### 3.3.2 Vantaggi e criticità dei piani azionari

I piani d'incentivazione azionari, come detto in precedenza, sono una forma alternativa di retribuzione, principalmente per i manager, e il loro scopo principale è di allineare gli interessi della società con quelli dei manager, di conseguenza questi piani mirano ad attirare e trattenere i manager, allineando gli interessi economici e contribuendo al raggiungimento degli obiettivi aziendali. I manager altamente qualificati tendono a cercare le migliori opportunità lavorative, anche in termini economici, motivo per cui un piano azionario ben strutturato offre loro la possibilità di acquistare una partecipazione azionaria nell'azienda stessa, creando in questo modo un legame finanziario ed una percezione di proprietà che può aumentare il loro impegno e la loro fedeltà verso l'azienda. Inoltre, legando la retribuzione dei manager alle performance azionarie, essi diventano azionisti dell'azienda stessa e sono motivati ad agire come tali, gestendo l'azienda con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni nel lungo periodo, poichè una parte significativa della loro retribuzione è costituita da azioni. Un ulteriore vantaggio dei piani azionari è che, nel complesso, sono relativamente poco costosi per l'azienda, infatti i costi derivanti

da questi piani sono in gran parte trasferiti dalla società al mercato, siccome è il mercato azionario a determinare il valore di un'azione. Se il prezzo di vendita dell'azione al momento della vendita è superiore di quello d'acquisto, i manager possono ottenere un guadagno da plusvalenza senza che l'azienda debba sostenere alcun costo aggiuntivo, motivo per cui si sostiene che i costi d'agenzia siano almeno parzialmente scaricati al mercato. Inoltre, se gli obiettivi di manager ed azionisti sono allineati, i costi di agenzia diminuiscono rispetto ad una situazione in cui le due parti avrebbero obiettivi contrastanti.<sup>9</sup>

Nonostante tutti i vantaggi che questi piani offrono, ci sono anche degli aspetti negativi che possono sorgere nell'utilizzo di questi piani, causando un aumento dei costi che non sono trascurabili per l'azienda. Tra gli aspetti più critici che un piano azionario può avere troviamo la complessità amministrativa che questi possono causare, soprattutto se i destinatari del piano sono in numero elevato e se la società ha sedi sparse in più giurisdizioni, di conseguenza la società potrebbe strutturare un piano azionario rivolto prima ai pochi membri del top management e poi valutare se espandere la remunerazione in azioni anche ad altri dipendenti. Un ulteriore problema deriva dal rischio di dipendenza da parte dei manager al valore delle azioni aziendali, perché se la retribuzione è costituita in buona parte da azioni, nell'eventualità che il prezzo di queste diminuisca o che l'azienda non raggiunga le aspettative finanziarie, i manager potrebbero subire delle gravi perdite dal punto di vista economico-finanziario e quindi il piano potrebbe avere effetti opposti alla sua finalità, o al contrario potrebbe portare il top management a prendere decisioni orientate solamente all'aumento del valore azionario. Un altro elemento rischioso è dato dal fatto che le azioni possono a volte essere difficilmente liquidabili rispetto ad altri tipi di compenso, di conseguenza se i manager dovessero trovare difficile la liquidazione di quest'ultime, potrebbero non essere incentivati a rendere il piano azionario efficiente nel raggiungimento di determinati obiettivi di allineamento degli interessi anche con gli azionisti. Infine, proprio perché risultano uno strumento retributivo per il top management che costituisce una discreta parte della loro retribuzione, risulta che questi possono causare disuguaglianze tra i dipendenti,

---

<sup>9</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.60-61, Ardizzi (2023)

soprattutto nel caso in cui siano assegnati in modo non omogeneo tra le diverse aree aziendali e i vari dipartimenti. Di conseguenza, è molto importante strutturare ed attuare un piano azionario che tenga in considerazione tutti i destinatari del piano e le loro aspettative, in modo da prevenire l'insorgere di queste problematiche.<sup>10</sup>

### 3.3.3 Romance of Leadership

Un'altra teoria da tenere in considerazione quando si analizzano le valutazioni dei leader in relazione alle performance aziendali, riguarda la cosiddetta *Romance of Leadership*. Al fine di comprendere però il modo in cui la performance aziendale influisce sulle attribuzioni della leadership, è necessario esplicitare le basi teoriche per l'attribuzione dei risultati. Nei suoi diversi studi (Ichheiser (1943), Ichheiser (1949), Ichheiser (1970)) Ichheiser ha individuato una tendenza sistematica degli osservatori a fraintendere l'impatto causale dei fattori personali rispetto a quelli di un determinato contesto, attribuendo più frequentemente le cause di eventi o risultati alle caratteristiche delle persone piuttosto che alle circostanze. Nonostante le azioni umane siano quasi sempre il prodotto di una combinazione di fattori personali e di contesto, nella pratica una persona viene percepita come il "prototipo dell'origine" (Heider (1944)). Heider ha spiegato questa tendenza con il concetto di "formazione dell'unità causale", secondo il quale causa ed effetto, attore e atto, sono percepiti come un'entità unitaria. Questo processo psicologico tende a produrre una sovrastima dell'influenza personale sui risultati e a sottostimare l'impatto dei fattori circostanziali, fenomeno successivamente descritto come errore fondamentale di attribuzione (L. Ross (1977)). In ambito organizzativo, l'eccessiva attribuzione dei risultati agli individui è stata il fulcro della ricerca in psicologia sociale riguardante la *Romance of Leadership* (Meindl, Ehrlich e Dukerich (1985)). Da questa ricerca è emerso che la performance aziendale veniva normalmente spiegata in termini di caratteristiche personali del leader invece che di fattori di circostanza. In particolare, emerge che una buona performance aziendale portava a percepire il leader come carismatico, mentre una scarsa performance aziendale segnalava la mancanza di carisma da parte del leader stesso.

---

<sup>10</sup>I conflitti d'interesse tra manager e azionisti e l'utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi, pp.63-64, Ardizzi (2023)

Al fine di spiegare questi risultati, Meindl suggerisce che le teorie implicite sulla leadership, anche definite preferenze distorte, permettono alle persone di comprendere eventi organizzativi importanti ma ambigui in termini di leadership. Questa deduzione é fatta a prescindere dalle effettive capacità del leader e impedisce di prendere in considerazione altri possibili fattori esterni che possono influire sui risultati dell'azienda, quali i cambiamenti nelle condizioni economiche o nel mercato del lavoro. La *romance of leadership* in questo senso aiuta a gestire le complessità del funzionamento organizzativo, in cui agiscono molti fattori diversi ma la causalità è difficile da stabilire o comprendere (Meindl e Ehrlich (1987)). Lo studio riguardante la *romance of leadership* si estende anche alle diverse percezioni tra uomini e donne leader. In particolare, ci sono una serie di ragioni per cui si é estesa questa analisi, tra cui il fatto che la valutazione delle performance differisce tra uomini e donne e per lo stereotipo che le posizioni di leader sono prettamente maschili. La letteratura riguardante la valutazione delle performance e del genere suggerisce che, anche quando le performance di un manager donna o uomo sono controllate, le manager donna risultano valutate meno delle rispettive controparti uomini e questo é principalmente dovuto allo stereotipo che le posizioni di leadership sono considerate maschili (Schein (1973), Schein (1975), Schein (2001)). Come risultato di questo stereotipo di genere, si ottiene che le donne sono prese meno in considerazione per posizioni di leadership (Eagly e Karau (2002)) nel caso in cui le donne assumano tali posizioni, sarebbero valutate in maniera inferiore per la stessa ragione (Prentice e Carranza (2002)).

In questo senso, la letteratura sul prototipo di leader per un gruppo, ha un'influenza significativa sulla valutazione della leadership di una persona, inoltre piú i leader sono dei prototipi, piú sono percepiti come potenti e piú credito ricevono per il loro lavoro (Lord, Foti e De Vader (1984)). Di conseguenza, siccome le donne sono percepite come meno adatte alla figura manageriale rispetto agli uomini, risultano agenti di influenza meno credibili (Carli (2001)) ed inoltre, quando le donne svolgono un lavoro prestigioso, questo rischia di non essere riconosciuto perché i loro risultati sono piú facilmente attribuibili a fattori esterni (Heilman (2001)). Queste differenze nella percezione del valore del lavoro delle donne e degli uomini di solito sono sottili, ma possono avere conseguenze serie e tangibili, in particolare guidano spesso ad un inferiore livello retributivo. Spesso nelle posizioni di leadership viene

utilizzato il modello *pay for performance*, sulla base del quale un manager riceve bonus in base ai risultati che ottiene, tuttavia emerge una differenza nei bonus ricevuti dalle donne rispetto a quelli ricevuti dagli uomini. Ci sono addirittura delle evidenze che, se le donne performano inaspettatamente bene su un determinato lavoro, questo può portare ad una sovra-valutazione della loro performance. (Schein (1975), Schein (2001)).

Come risultato di questo stereotipo di genere, si ottiene che le donne sono prese meno in considerazione per posizioni di leadership (Eagly e Karau (2002)) nel caso in cui le donne assumano tali posizioni, sarebbero valutate in maniera inferiore per la stessa ragione (Prentice e Carranza (2002)). In questo senso, la letteratura sul prototipo di leader per un gruppo, ha un'influenza significativa sulla valutazione della leadership di una persona, inoltre più i leader sono dei prototipi, più sono percepiti come potenti e più credito ricevono per il loro lavoro (Lord, Foti e De Vader (1984)). Di conseguenza, siccome le donne sono percepite come meno adatte alla figura manageriale rispetto agli uomini, risultano agenti di influenza meno credibili (Carli (2001)) ed inoltre, quando le donne svolgono un lavoro prestigioso, questo rischia di non essere riconosciuto perché i loro risultati sono più facilmente attribuibili a fattori esterni (Heilman (2001)). Queste differenze nella percezione del valore del lavoro delle donne e degli uomini di solito sono sottili, ma possono avere conseguenze serie e tangibili, in particolare guidano spesso ad un inferiore livello retributivo.

Spesso nelle posizioni di leadership viene utilizzato il modello *pay for performance*, sulla base del quale un manager riceve bonus in base ai risultati che ottiene, tuttavia emerge una differenza nei bonus ricevuti dalle donne rispetto a quelli ricevuti dagli uomini. Ci sono addirittura delle evidenze che, se le donne performano inaspettatamente bene su un determinato lavoro, questo può portare ad una sovra-valutazione della loro performance (Boles e Durio (1981), Jacobson e Effertz (1974)), di conseguenza in tale contesto una donna può essere percepita con le stesse qualità manageriali della rispettiva controparte maschile. Si osserva anche che la performance aziendale ha un impatto sulla retribuzione dei CEO basata sulle performance.

Dallo studio di Kulich, Ryan e Haslam (2007), emerge che aziende con buone

performance danno maggiori bonus, mentre aziende con basse performance prevedono bonus minori. Questo pattern però non è lo stesso per uomini e donne, infatti un CEO maschio è sia premiato sia penalizzato in linea con le performance dell'azienda, a differenza della rispettiva controparte femminile, per la quale il livello di bonus ricevuto non differisce significativamente a seconda che l'azienda stia performando meglio o peggio. Ergo, si può dire che le performance aziendali non hanno troppa importanza nell'assegnazione di bonus alle donne, ma per loro la *romance of leadership* è osservata su dimensioni percettive, quali valutazione del carisma e della capacità di leadership, piuttosto che sulle dimensioni comportamentali e tangibili. A livello organizzativo, questi risultati hanno sia aspetti positivi che negativi. Se da un lato le donne sono svantaggiate perché non ricevono le stesse ricompense per il successo, come invece accade per gli uomini, dall'altro non sono penalizzate nella stessa misura degli uomini quando le aziende hanno una minore performance.

## 4 Avversione al rischio e differenze di genere sul lavoro

### 4.1 Gender Gap

#### 4.1.1 Il Gender Gap nel mondo

Il termine *gender gap* indica la disuguaglianza che esiste tra uomini e donne, soprattutto in ambito sociale e professionale. Negli ultimi due secoli, le donne hanno lottato per ottenere pari diritti, sia nella sfera pubblica sia in quella privata, e sebbene i progressi siano stati significativi, il percorso verso la completa parità di genere è ancora lungo. Dal 2006, il World Economic Forum <sup>1</sup> ha avviato la pubblicazione del Global Gender Gap Report per aumentare la consapevolezza riguardo alle disuguaglianze di genere. Questo rapporto fornisce una panoramica globale della situazione femminile, analizzando il divario di genere e in più di cento Paesi, utilizzando il *Global Gender Gap Index*. Tale indice prende in considerazione quattro aree fondamentali, ovvero economia, educazione, politica e salute (Simoni (2021)). L'aspetto economico analizza la partecipazione femminile alla forza lavoro, le opportunità professionali e la parità salariale per ruoli equivalenti, mentre guardando all'aspetto educativo si esamina il tasso di alfabetizzazione, l'accesso all'istruzione obbligatoria e la disponibilità di opportunità formative. L'ambito politico si focalizza sul diritto di voto e sulla rappresentanza femminile nei ruoli

---

<sup>1</sup>World Economic Forum, o Forum economico Mondiale: fondazione senza fini di lucro con sede a Cologny, in Svizzera. La fondazione, nata nel 1971, organizza ogni inverno un incontro tra i massimi esponenti dell'economia e della politica internazionale per affrontare le tematiche più attuali e urgenti.

decisionali, infine, l'area della salute valuta l'aspettativa di vita, sia maschile che femminile, e l'accesso alle cure mediche di base e specialistiche (Forum (2024)).<sup>2</sup>.

Nel corso degli ultimi diciotto anni, il *Global Gender Gap Index* ha mantenuto una metodologia costante nella raccolta dati, al fine di garantire una valutazione coerente dei progressi nel tempo. Ogni parametro viene valutato con un punteggio che va da 0 a 100, dove la differenza tra il punteggio ottenuto ed il punteggio massimo di 100 rappresenta il divario di genere che è ancora da colmare. Il risultato finale è espresso come un valore decimale su una scala da 0 a 1, dove 1 rappresenta il pieno raggiungimento della parità tra i sessi. Un Paese deve fornire i dati aggiornati su almeno 12 dei 14 parametri totali per poter essere incluso nella classifica. Nel 2024, l'Indice ha raccolto dati su 146 Paesi, dove la Guyana è ritornata nell'Indice nel 2024, mentre Sudan e Uzbekistan sono stati inclusi per la prima volta. Dei 146 Paesi, 101 sono stati inclusi sin dalla prima edizione del 2006. A livello globale, nel 2024 l'uguaglianza di genere è stata raggiunta al 68.6%, con un incremento dello 0.1% rispetto all'anno precedente. Tra i Paesi analizzati, il 50.1% ha registrato una riduzione del divario di genere nelle sue economie (includi Ecuador, Guatemala e Algeria), il 6.1% non ha mostrato cambiamenti significativi, mentre il 43.8% ha visto un aumento del gender gap, compresi Rwanda e Bangladesh (Forum (2024)).<sup>3</sup>

Nella top 10 abbiamo le nazioni che hanno chiuso il loro gender gap almeno all'80%, tra queste risulta che 7 Paesi sono Europei, con al primo posto Islanda (93.5%), seguito da Finlandia al secondo posto (87.5%) e Norvegia in terza posizione (87.5%). Svezia, Germania, Irlanda e Spagna si posizionano rispettivamente in quinta, settima, nona e decima posizione. Le rimanenti tre posizioni sono occupate da Paesi non europei, ovvero Nuova Zelanda (quarto posto), Nicaragua (sesto posto) ed infine Namibia (ottavo posto). Dal 2006 ad oggi, in top 10 si trovano al 68.3% Paesi Europei, al 16.7% Paesi est asiatici, al 9.4% Paesi dell'America Latina ed infine al 5.6% Paesi dei Caraibi. In questa top 10 non sono mai rientrati le economie del Nord America, Asia centrale, Asia del sud, Medio Oriente e Nord

---

<sup>2</sup>World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2024, 2024, <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/>

<sup>3</sup>World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2024, 2024, pp.9, <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/>

Africa (Forum (2024)).<sup>4</sup> Una delle forme più note di gender gap è il *gender pay gap*, ovvero la disparità salariale tra uomini e donne che emerge quando le due categorie percepiscono compensi diversi pur svolgendo lo stesso ruolo, con le stesse mansioni, responsabilità ed orario di lavoro. Quest'ultimo può essere ulteriormente suddiviso in due categorie: la prima riguarda l'*unadjusted gender pay gap*, che si calcola basandosi semplicemente sulla media salariale, senza considerare le differenze tra i lavoratori, mentre la seconda riguarda l'*adjusted gender pay gap*, che tiene invece conto delle variabili relative al livello di istruzione, il tipo di occupazione e le esperienze lavorative precedenti Simoni (2021). Attraverso quest'ultimo approccio è possibile comparare individui con percorsi educativi simili e incarichi equivalenti, fornendo una visione più chiara di come i vari fattori contribuiscono alla persistente disparità salariale tra i sessi (Esteban Ortiz-Ospina e Roser (2018)).<sup>5</sup>

Nel 2022 la Commissione Europea ha redatto un'analisi su quale fosse la situazione relativa all'*unadjusted gender pay gap* nell'UE, evidenziando che le donne guadagnavano il 13% in meno all'ora rispetto ai colleghi uomini. Come già evidenziato in precedenza, le differenze sono significative tra i diversi Paesi, tuttavia un basso *gender pay gap* in un determinato Paese non significa necessariamente che il mercato del lavoro in quella determinata nazione sia più equo dal punto di vista di genere. Infatti, un divario retributivo di genere inferiore si può verificare in quei Paesi con un tasso di occupazione femminile più basso, dove entrano nel mercato del lavoro principalmente le donne che hanno un potenziale di guadagno più elevato, perchè hanno ad esempio un livello di istruzione superiore.<sup>6</sup> Sulla base dei dati del 2024 del World Economic Forum per il Global Gender Pay Gap risulta che, con 146 Paesi inclusi, il *gender gap* è al 68.5% vicino alla chiusura e, sulla base dei dati attuali, ci vorranno 134 anni per raggiungere pienamente la parità di genere nel mondo.

Risulta necessario evidenziare il fatto che l'emergenza sanitaria del Covid19

---

<sup>4</sup>World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2024, 2024, pp. 9-10-11, <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/>

<sup>5</sup>Esteban Ortiz-Ospina, Why is there a gender pay gap?, in Our World in Data, 2018, (ultima modifica: marzo 2024), <https://ourworldindata.org/what-drives-the-gender-pay-gap>

<sup>6</sup>The gender pay gap situation in the EU, [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu_en)

ha colpito in maniera più grave le donne rispetto agli uomini, riaprendo delle lacune che erano state precedentemente colmate, motivo per cui il gender gap a livello mondiale potrebbe essere più ampio di quanto comunicato nell'indice. Secondo una relazione del Parlamento Europeo del 2022, nel 2020 il tasso di rischio di povertà o esclusione sociale (AROPE) per le donne all'interno dell'UE era del 22.9%, mentre per gli uomini era del 20.9%. La stessa relazione evidenzia anche come la pandemia di COVID-19 abbia colpito in maniera sproporzionata le donne, aggravando così disuguaglianze esistenti ed aumentando il rischio di povertà femminile (Europeo (2022)).<sup>7</sup> In realtà, il divario retributivo di genere misura un concetto più ampio rispetto alla semplice discriminazione salariale e comprende molteplici disuguaglianze che le donne devono affrontare quando si affacciano al mondo del lavoro, nella progressione della loro carriera e nelle retribuzioni. Tra queste disuguaglianze troviamo:

- Segmentazione settoriale: emerge che circa il 24% del divario retributivo di genere è legato al fatto che le donne sono sovrarappresentate in settori relativamente meno remunerati, quali l'assistenza, la sanità e l'istruzione. Risulta infatti che i lavori altamente femminilizzati tendono ad essere sistematicamente sottovalutati.
- Ripartizione diseguale del lavoro retribuito e non retribuito: le donne lavorando in media più ore settimanali rispetto agli uomini, ma dedicano maggior tempo al lavoro non retribuito, che risulta essere un aspetto che può influenzare le loro scelte di carriera. Per questo motivo, l'UE promuove una equa condivisione dei congedi parentali, un'offerta pubblica di servizi per l'infanzia e delle adeguate politiche aziendali sulla flessibilità dell'orario di lavoro.
- Glass ceiling (anche detto il "soffitto di vetro"): la posizione gerarchica influenza il salario percepito dal dipendente, il problema è che meno di un amministratore delegato su dieci nelle principali aziende è donna. La professione che presenta le maggiori differenze remunerative orarie all'interno dell'UE è proprio quella

---

<sup>7</sup>Relazione sulla povertà femminile in Europa, Giugno 2022, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0194\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0194_IT.html)

dei dirigenti, dove emerge che le donne guadagnano il 23% in meno rispetto agli uomini.

- Discriminazione salariale: nonostante il principio della parità salariale sia sancito dai Trattati Europei (articolo 157 TFUE) fin dal 1957, in alcuni casi risulta che le donne guadagnino meno degli uomini, anche se svolgano lo stesso lavoro o un lavoro di pari valore.

Resta comunque inspiegata la parte più ampia del divario retributivo di genere all'interno dell'UE e non può essere collegata a delle caratteristiche del lavoratore o del luogo lavorativo, quali istruzione, occupazione, orario lavorativo o settore economico. Sicuramente se ci fosse una maggiore trasparenza salariale sarebbe più semplice rivelare le differenze retributive ingiustificate che si basano sul genere per lo stesso lavoro o per un lavoro di pari valore (Europea (2021)).<sup>8</sup>

#### 4.1.2 Il Gender Gap in Italia

Secondo il Global Gender Gap Report, nel 2021 l'Italia si è classificata all'ottantasettesimo posto su un totale di 146 Paesi, con un Global Gender Gap Index di 0.703, nel quale il valore 0 rappresenta una totale disparità di genere, mentre il valore 1 rappresenta il punteggio più alto, indicando così il raggiungimento della piena parità di genere. Dal primo Global Gender Gap Report, nel quale l'Italia si posizionata al settantasettesimo posto in classifica, si è assistito ad un miglioramento in quasi tutti i quattro macro-parametri presi in considerazione. La Tabella 4.1. fornisce un confronto della situazione italiana nel 2006 con quella del 2024 (Forum (2024)).<sup>9</sup> Nel 2024, il caso italiano si dimostra vicino alla parità di genere per ciò che riguarda l'educazione, la salute e la sopravvivenza, mentre rimane ancora molto elevato il divario nel settore del potere politico. Il punteggio ottenuto dall'Italia nella categoria relativa alla partecipazione economica e delle opportunità, mostra un miglioramento dello 0.081 ma un peggioramento di ventiquattro posizioni nel

---

<sup>8</sup>The gender pay gap situation in the EU, [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu_en)

<sup>9</sup>World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2024, 2024, pp. 215, <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/>

ranking. Come si evince nella Tabella 4.2, lo Stato italiano supera la media punti globale di ogni parametro (Forum (2024)).<sup>10</sup>

**Tabella 4.1:** Confronto indice e sottoindici dal 2006 al 2024. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024)

| <b>Indice e sottoindici</b>                   | <b>Italia nel 2006</b> | <b>Italia nel 2024</b> |
|---|------------------------|------------------------|
| <b>Global Gender Gap Index</b>                | 0.646 (pos. 77)        | 0.703 (pos. 87)        |
| <b>Partecipazione economica e opportunità</b> | 0.527 (pos. 87)        | 0.608 (pos. 111)       |
| <b>Educazione</b>                             | 0.997 (pos. 27)        | 0.996 (pos. 56)        |
| <b>Salute e sopravvivenza</b>                 | 0.972 (pos. 77)        | 0.967 (pos. 94)        |
| <b>Potere politico</b>                        | 0.087 (pos. 72)        | 0.243 (pos. 67)        |

**Tabella 4.2:** Confronto indice e sottoindici italiano e globale. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024)

| <b>Indice e sottoindici</b>                   | <b>Punteggio italiano</b> | <b>Punteggio medio</b> |
|---|---------------------------|------------------------|
| <b>Partecipazione economica e opportunità</b> | 0.608                     | 0.583                  |
| <b>Educazione</b>                             | 0.996                     | 0.950                  |
| <b>Salute e sopravvivenza</b>                 | 0.967                     | 0.957                  |
| <b>Potere politico</b>                        | 0.243                     | 0.218                  |

Il Gender Equality Index fornito dall'EIGE (Gender Equality (2023)) assegna un punteggio da 1 a 100 agli stati membri dell'Unione Europea (UE), dove 100 rappresenta un Paese in cui è stata pienamente raggiunta l'equità tra uomini e donne. Nel 2023 l'Italia ha ottenuto un punteggio di 68.2 su 100, collocandosi al tredicesimo posto nell'UE nell'indice sull'uguaglianza di genere, con 2.0 punti in meno rispetto all'UE nel suo insieme. I domini che si tengono in considerazione nel calcolare questo indice sono sei: lavoro, soldi, conoscenza, tempo, potere, salute. Il dominio del lavoro misura quanto gli uomini e le donne hanno eguale accesso ai vari impieghi e beneficiano di buone condizioni lavorative. Il dominio dei soldi misura le disuguaglianze di genere nell'accesso alle risorse finanziarie e le differenze nelle

<sup>10</sup>World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2024, 2024, pp. 215, <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/>

rispettive situazioni economiche. Il dominio della conoscenza misura le differenze di genere nel livello di istruzione, mentre il dominio del tempo valuta le differenze di genere nell'allocazione del tempo dedicato ai lavori domestici e ad attività sociali. Il dominio del potere misura l'equità di genere nel processo di assunzione di decisioni nella sfera politica, economica e sociale ed infine il dominio della salute valuta l'equità di genere per quanto riguarda l'accesso ai servizi sanitari.

Dal 2010 l'Italia ha guadagnato 14.9 punti, il maggiore incremento in termini di punteggio complessivo tra tutti gli Stati membri, che le ha permesso di effettuare l'ascesa più notevole in classifica di ben otto posizioni. Questa scalata è riconducibile principalmente ai miglioramenti nel dominio del potere (+37.5 punti). Dal 2020 il punteggio complessivo dell'Italia è aumentato di 3.2 punti. I principali fattori che hanno portato a questo incremento sono stati i miglioramenti nei domini del tempo (+8.1 punti) e del potere (+5.8 punti). Ne consegue che dal 2020 l'Italia ha migliorato la sua classifica generale di una posizione, salendo al tredicesimo posto. La migliore prestazione dell'Italia (nono posto tra tutti gli Stati membri) riguarda il dominio della salute, in cui ottiene 89.2 punti. Tuttavia, nel dominio del lavoro sono presenti diverse opportunità di miglioramento, siccome in quest'ultimo le disuguaglianze di genere sono fortemente pronunciate (65 punti), infatti dal 2010 l'Italia occupa costantemente l'ultimo posto tra tutti gli Stati membri. Dal 2020 il principale miglioramento si registra nel dominio del tempo, passando così dal sedicesimo posto al dodicesimo, con un aumento di +8.1 punti; sempre dal 2020 però si registra anche un arresto nel dominio del denaro, rimanendo così al quattordicesimo posto (Gender Equality (2023)).<sup>11</sup>

La convergenza verso l'alto nell'uguaglianza di genere è indicativa dell'aumento della parità tra donne e uomini nell'UE, accompagnato da una diminuzione delle differenze tra Stati membri. L'analisi dei modelli di convergenza nell'indice sull'uguaglianza di genere mostra che le disparità tra gli Stati membri sono diminuite nel periodo 2010-2021 e che i Paesi dell'UE continuano la loro tendenza a convergere verso l'alto. Il punteggio dell'Italia nell'indice sull'uguaglianza di genere inizialmente era inferiore alla media UE, ma sta attualmente recuperando terreno rispetto

---

<sup>11</sup>European Institute for Gender Equality, Gender Equality Index for European Union 2023, cit., <https://eige.europa.eu/gender-equality-index/2023/country/IT>

agli altri Stati membri, riducendo così sempre di più il divario. In Tabella 4.3 si evidenzia il confronto dei punteggi nei vari domini tra l'Italia e la media europea (Gender Equality (2023)).<sup>12</sup>

**Tabella 4.3:** Confronto punteggio dei domini del Gender Equality Index tra Italia e UE. Fonte: Global Gender Gap Report 2024, Forum (2024)

| <b>Dominio</b>               | <b>Punteggio Italia</b> | <b>Punteggio UE</b> |
|------------------------------|-------------------------|---------------------|
| <b>Gender Equality Index</b> | 68.2                    | 70.2                |
| <b>Lavoro</b>                | 65.0                    | 73.8                |
| <b>Soldi</b>                 | 80.3                    | 82.6                |
| <b>Conoscenza</b>            | 60.8                    | 63.6                |
| <b>Tempo</b>                 | 67.4                    | 68.5                |
| <b>Potere</b>                | 62.7                    | 59.1                |
| <b>Salute</b>                | 89.2                    | 88.5                |

### 4.1.3 Gender gap nell'avversione al rischio

Le donne, in media, sono più avverse al rischio rispetto agli uomini nelle decisioni in ambito finanziario. Come emerge dallo studio condotto nel 2008 da Paola Sapienza, Luigi Zingales e Dario Maestripieri P. Sapienza, Zingales e Maestripieri (2009), prendendo un campione di 550 studenti dell'MBA di Chicago, emerge che circa il 36% delle donne ha intrapreso una carriera rischiosa in ambito finanziario, come investment banking o trading, mentre per gli studenti maschi emerge che il 57% di loro ha intrapreso questo tipo di carriera. Si è preso questo campione reputato rappresentativo per lo studio che si voleva condurre in quanto gli studenti dell'MBA sono familiari alle situazioni di rischio finanziario. Parte di questa differenza è sicuramente dettata da ragioni storiche e culturali, da cui emerge che le donne sono maggiormente presenti in settori quali l'istruzione, la psicologia, ma è anche dovuta a diversità biologiche tra i due sessi, che giocano un ruolo importante nelle differenze comportamentali.

Un fattore molto importante che emerge da questo studio per spiegare in parte il gender gap nell'avversione al rischio, è dato dai diversi livelli di testosterone,

---

<sup>12</sup>European Institute for Gender Equality, Gender Equality Index for European Union, 2023,cit., <https://eige.europa.eu/gender-equality-index/2023/country/IT>

siccome é un ormone che ha effetti significativi sul comportamento competitivo, sulla riduzione della paura e sulla sensibilità al rischio. Quest'ultima viene analizzata sia attraverso il livello di testosterone circolante con dei campioni di saliva, sia attraverso l'esposizione prenatale al testosterone, valutata tramite il rapporto 2D:4D della lunghezza delle dita (indice-anulare), nel quale un basso valore indica una maggiore esposizione prenatale al testosterone. Questo parametro é importante da tenere in considerazione nell'analisi perché impatta la socialità e l'empatia dei bambini, il cui livello viene misurato anche con il test "Reading the Mind in the Eyes" di Baron-Cohen (2001, Baron-Cohen et al. (2001)) nel quale il soggetto sottoposto deve indovinare il sentimento espresso nei 34 sguardi diversi. Un basso livello di testosterone prenatale comporta buone performance in questo test e le donne di solito ottengono risultati migliori degli uomini.

I risultati ottenuti per l'analisi dell'avversione al rischio in funzione del livello di testosterone contenente nella saliva, evidenziano che gli uomini sono meno avversi al rischio rispetto alle donne e che la relazione tra questi due elementi é robusta. La correlazione é negativa per entrambi i sessi, ma l'effetto risulta piú forte e significativo nelle donne, al contrario quando i livelli di testosterone sono bassi le differenze di genere nell'avversione al rischio scompaiono. Per quanto riguarda il legame tra l'avversione al rischio ed il livello di esposizione prenatale al testosterone, emerge che gli individui con rapporto 2D:4D piú basso mostrano una minore avversione al rischio. Questi risultati hanno un impatto sulle scelte di carriera, ovvero gli individui con livelli piú alti di testosterone e con minore avversione al rischio risultano piú propensi ad intraprendere carriere rischiose in ambito finanziario. Si é posta molta l'attenzione al livello di testosterone perché emerge che, dopo aver controllato questo parametro, le differenze di genere nella probabilità di scegliere una carriera in finanza svaniscono.

Sempre riguardo alla diversa avversione al rischio tra uomini e donne, é stato condotto uno studio da Jianakoplos e Bernasek (1998) sulla propensione degli individui a detenere asset rischiosi nei loro portafogli finanziari. In questo studio si utilizza per l'appunto la percentuale di ricchezza detenuta in asset rischiosi (come azioni e obbligazioni), rispetto a quelli non rischiosi (come titoli del Tesoro e conti di risparmio) come strumento per valutare la propensione al rischio. É emerso che le donne single detengono il 40% della loro ricchezza in asset rischiosi, rispetto

agli uomini single che ne detengono il 46%. Secondo la teoria dell'utilità attesa, la quantità e la proporzione di asset rischiosi in un portafoglio dipendono dalla ricchezza e dal grado di avversione al rischio dell'individuo, infatti gli investitori più avversi al rischio richiedono rendimenti attesi più alti per detenere asset rischiosi. In questo studio vengono presi in considerazione diversi fattori che impattano l'avversione al rischio, quali il genere, l'essere single o avere un coniuge, il numero di persone sotto i 18 anni nel nucleo familiare, la presenza di una casa di proprietà o meno, il livello di istruzione e lo stato occupazionale. L'avversione al rischio può essere valutata in termini assoluti o relativi secondo Pratt (1978), si parla di avversione al rischio in termini assoluti quando si valuta la propensione ad evitare rischi per un valore monetario fisso. Un individuo con avversione al rischio assoluta decrescente accetterà rischi maggiori man mano che la sua ricchezza aumenta. Al contrario, un individuo con avversione al rischio assoluta costante mantiene la stessa preferenza di rischio indipendentemente dalla sua ricchezza, infine con avversione al rischio assoluta crescente, l'individuo diventa sempre più avverso al rischio con l'aumento della ricchezza. Si parla di avversione al rischio in termini relativi quando si misura quanto una persona è disposta a evitare il rischio in termini percentuali rispetto al proprio livello di ricchezza o reddito.

Il fatto che le donne siano più avverse al rischio rispetto agli uomini ha avuto un impatto significativo a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, che ha cambiato l'importanza della gestione del rischio nelle aziende. Dopo la crisi infatti il numero di donne CEO (FeCEO) è aumentato come anche la loro compensazione, siccome sono percepite come più attente alla gestione del rischio e quindi la loro presenza viene vista come un vantaggio nelle posizioni manageriali. Come viene evidenziato dal Pew Research Center Center (2024), la media di FeCEO nelle aziende della categoria Fortune 500 dal 2002 al 2006 erano l'1.6%, mentre nel 2023 corrispondono al 10.6%. Da questo trend è possibile capire che sempre più imprese hanno iniziato ad assumere talentuose FeCEO a seguito della crisi finanziaria. Un elemento significativo emerso da questo studio è la poca offerta di donne che possono effettivamente diventare CEO, di conseguenza gli incentivi dati alle donne che lo diventano sono superiori a quelli dati ai corrispettivi uomini CEO, così come anche le promozioni.

Carter, Franco e Gine (2017) dimostrano che le tendenze al rischio influiscono

in maniera significativa sul divario salariale di genere. In particolare, gli autori sottolineano che i dirigenti uomini tendono a percepire compensi più elevati rispetto alle donne, soprattutto grazie a una quota maggiore di retribuzione incentivante, che risulta essere più rischiosa rispetto alla retribuzione fissa. Essi ipotizzano che l'avversione al rischio delle donne nei confronti dei compensi incentivanti possa rappresentare una delle principali ragioni per cui le dirigenti donne ricevono una retribuzione complessivamente inferiore rispetto ai loro colleghi maschi. Suggestiscono che le dirigenti ricevano meno opzioni azionarie aziendali, misurate attraverso il "vega" e il "delta" delle opzioni, portando a una retribuzione significativamente inferiore rispetto agli uomini. Le differenze chiave tra "vega" e "delta" sono che il "vega" misura la sensibilità al rischio o alla volatilità delle azioni, mentre il "delta" misura la sensibilità del valore del compenso manageriale al prezzo delle azioni. Un alto "vega" incentiva i manager a prendere decisioni più rischiose, siccome il valore delle loro opzioni aumenta con l'aumento della volatilità, mentre un alto "delta" incentiva i manager a cercare di incrementare il prezzo delle azioni, portando spesso a decisioni più conservative. Tuttavia, le evidenze riportate da Boulton (2010) forniscono ulteriori spunti di riflessione.

Analizzando i dati di circa 3.000 aziende nel 2008, lo studio evidenzia come il bonus discrezionale medio attribuito agli uomini fosse di oltre 3,5 volte superiore a quello delle donne, mentre, sorprendentemente, lo stipendio base delle donne risultava essere in media superiore di 40.000 dollari rispetto a quello degli uomini. Questa discrepanza tra stipendio fisso e bonus suggerisce che le donne possano essere soggette a restrizioni sistemiche legate alla discriminazione di genere sul posto di lavoro. In particolare, le donne potrebbero essere svantaggiate nelle valutazioni delle prestazioni rispetto agli uomini, e questo fenomeno si manifesta soprattutto nelle posizioni dirigenziali. La discriminazione di genere, seppur latente, risulta essere particolarmente evidente nelle posizioni di leadership, dove i bonus basati sulle performance costituiscono una componente determinante della retribuzione complessiva. Di conseguenza, ricerche precedenti suggeriscono che le dirigenti donne possano preferire una maggiore quota di retribuzione fissa rispetto agli incentivi rischiosi, proprio a causa di una percezione del rischio più accentuata rispetto ai dirigenti uomini. Questo comportamento potrebbe spiegare in parte il divario di genere nella retribuzione complessiva.

Tale scenario però cambia quando si prendono in considerazione le FeCEO, ovvero le donne che ricoprono posizioni di leadership ai vertici delle gerarchie aziendali. A tale livello, le FeCEO potrebbero essere relativamente libere dalle valutazioni soggettive dei loro colleghi maschi e beneficiare di una valutazione delle loro prestazioni più oggettiva. Come suggerito Albanesi e Olivetti (2008), la proporzione tra incentivi e retribuzione fissa può influenzare in modo significativo il livello complessivo di compenso di un CEO. Pertanto, è possibile che le FeCEO possano essere maggiormente disposte a scegliere incentivi rischiosi rispetto a una retribuzione fissa, soprattutto se le valutazioni delle loro performance risultano oggettive e trasparenti. Di conseguenza, queste dirigenti potrebbero non mostrare un'avversione al rischio tanto accentuata quanto si potrebbe ipotizzare nella scelta della struttura retributiva. Essi documentano anche che le stock option sono fondamentali per i livelli di compenso dei dirigenti e che la retribuzione delle dirigenti mostra una minore sensibilità alla performance rispetto a quella dei dirigenti uomini, determinando un significativo divario di genere.

Lo studio delle FeCEO offre un'opportunità unica per considerare più obiettivamente se le donne, in contesti di leadership apicale, tendano effettivamente a preferire strutture retributive meno rischiose rispetto agli uomini. Ad esempio, nello studio condotto da Joel et al. (2015), si afferma che, indipendentemente dalle cause biologiche o culturali alla base delle differenze osservate nel cervello e nel comportamento tra i generi, "i cervelli umani non possono essere classificati in due classi distinte: cervello maschile/femminile". Questo suggerisce che, almeno a livello cognitivo, le differenze di genere nelle preferenze di rischio potrebbero non essere così nette come si potrebbe pensare. Adams e Funk (2012) sostengono che le donne ai vertici delle aziende non siano necessariamente più avverse al rischio rispetto agli uomini. Questo implica che, se le FeCEO fossero disposte a ricevere incentivi più rischiosi, esse potrebbero persino ottenere una retribuzione maggiore rispetto ai loro colleghi uomini. In tal modo, il comportamento delle FeCEO rispetto alla retribuzione incentivante potrebbe indicare che le preferenze di rischio non siano legate intrinsecamente al genere, ma piuttosto influenzate da fattori culturali, di contesto e di valutazione oggettiva delle prestazioni.

Un altro importante punto di riflessione emerso dagli studi di Boulton (2010), sottolinea che la causa principale del divario negli incentivi retributivi non risiede

necessariamente nella preferenza delle donne per una retribuzione fissa meno rischiosa, ma piuttosto in un ambiente discriminatorio che agisce contro le donne. Questo suggerisce che la discriminazione sul posto di lavoro potrebbe essere un fattore determinante che limita l'accesso delle donne a incentivi retributivi più elevati e a forme di compenso legate alla performance. Un'ulteriore conferma a questa ipotesi viene dallo studio di Bell (2005), che evidenzia come le aziende gestite da FeCEO tendano a presentare una maggiore presenza di dirigenti femminili. In tali contesti, il divario salariale tra i dirigenti risulta essere significativamente inferiore rispetto alle aziende guidate da uomini. Questi risultati suggeriscono che le aziende con bassi livelli di disuguaglianza di genere nelle posizioni dirigenziali sono caratterizzate anche da una riduzione delle differenze salariali di genere. Tali evidenze supportano l'idea che la presenza di donne leader, come le FeCEO, possa contribuire a mitigare le disuguaglianze di genere sul posto di lavoro, promuovendo una cultura aziendale più inclusiva e equa.

In linea con queste osservazioni, Flabbi et al. (2019) dimostrano che in Italia le donne ai vertici della distribuzione salariale ottengono salari più elevati quando lavorano in aziende guidate da FeCEO. Questo studio si inserisce in un contesto economico e sociale in cui le FeCEO esercitano un'influenza positiva nel ridurre la disparità salariale e nel favorire una maggiore equità retributiva. Lucifora e Vigani (2016) forniscono un'ulteriore conferma di questo trend, dimostrando che la discriminazione contro le donne è relativamente inferiore nelle aziende guidate da FeCEO, suggerendo che la leadership femminile non solo migliora le condizioni economiche delle donne, ma riduce anche i pregiudizi sistemici all'interno dell'organizzazione. Un ulteriore elemento da considerare è l'impatto delle competenze elevate sulla riduzione delle disuguaglianze retributive di genere. Vieito e Khan (2012), nel loro studio sulle aziende ad alta tecnologia, dimostrano che i divari salariali di genere tra i dirigenti sono assenti nelle imprese in cui i dirigenti possiedono qualifiche elevate. Questo suggerisce che, in settori in cui l'offerta di competenze è scarsa rispetto alla domanda, la retribuzione dei dirigenti non differisce significativamente tra uomini e donne. Da una prospettiva economica, ciò implica che il capitale umano può avere un impatto rilevante sulla riduzione del divario salariale, poiché le aziende necessitano di competenze elevate e non possono permettersi di discriminare basandosi sul genere.

## 4.2 Gender pay gap e Glass Ceiling effect

### 4.2.1 Posizionamento delle donne manager in Italia

L'edizione 2023 del Rapporto sulla corporate governance (CONSOB (2023))<sup>13</sup> delle società quotate italiane fornisce evidenze in merito ad assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti correlate, sulla base di dati desunti da segnalazioni statistiche di vigilanza e informazioni pubbliche. In particolare, vengono esaminati: gli assetti proprietari delle società quotate e l'evoluzione della presenza femminile nei boards a fine 2023; le caratteristiche degli organi sociali desunte dalle Relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari pubblicate dagli emittenti nel 2023 e riferite all'esercizio 2022; gli esiti delle votazioni sulle politiche di remunerazione e i compensi corrisposti nelle assemblee annuali svolte nel primo semestre del 2023 dalle maggiori 100 società quotate per capitalizzazione.

I dati relativi alla governance delle società italiane a fine 2023 confermano l'elevata concentrazione proprietaria e la scarsa contendibilità del controllo delle società. Con riguardo alla concentrazione proprietaria, la quota del primo azionista risulta in media pari al 49%, in linea con il valore registrato nel 2021 e in lieve aumento rispetto al 2011, quando era pari al 46% circa. Nell'azionariato rilevante, diminuisce la componente degli investitori istituzionali, presenti in 51 società, dato in notevole riduzione rispetto al 2019, quando le società partecipate da almeno un investitore istituzionale erano 67. Per quanto riguarda gli organi sociali, alla fine del 2023 la quota degli incarichi amministrativi delle società quotate esercitati dalle donne ammonta al 43%, grazie anche all'applicazione della legge n.160/2019 relativa alla quota di genere dei due quinti dell'organo. In linea con gli anni passati, le donne sono consiglieri indipendenti in tre casi su quattro (74,9%) e raramente ricoprono il ruolo di amministratore delegato o di presidente dell'organo amministrativo (rispettivamente pari al 2,3% e 3,6% delle donne con incarichi di consigliere di amministrazione).

Per quanto riguarda il fenomeno dell'*interlocking* riguarda il 28,9% delle donne

---

<sup>13</sup>Corporate governance of Italian listed companies 2023, [https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcg/-/asset\\_publisher/K2uhgZAhU021/content/2023-report-on-corporate-governance/718268](https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcg/-/asset_publisher/K2uhgZAhU021/content/2023-report-on-corporate-governance/718268)

a fine 2023, risulta piú marcata rispetto agli amministratori uomini, ma con una riduzione rispetto al 2019, anno in cui il fenomeno interessava il 34,9% delle donne nei consigli d'amministrazione (Figura 4.1). L'interlocking é una pratica aziendale in cui un membro del consiglio di amministrazione di una societ   é parte anche del consiglio di amministrazione di un'altra societ   o, in alternativa, ricopre un ruolo nella sua dirigenza. La legislazione antitrust prevede non prevede come illegale la pratica degli interlocking, a condizione che le societ   coinvolte non siano in concorrenza tra loro.

Dal 2011 al 2022 la presenza femminile negli organi sociali é aumentata notevolmente, grazie ad un aumento delle disposizioni legali in materia di quote di genere, ad un innalzamento del livello di istruzione e ad una diversificazione del background professionale degli amministratori. Come si evince dalle figure 4.2 e 4.3, l'applicazione delle normative relative alle quote di genere ha comportato un aumento della presenza femminile nei *board*, causando cos   anche una crescita del livello di istruzione (intesa come quota di membri con diploma di laurea e con studi di specializzazione post-universitari) negli stessi. Per "presenza femminile" si intendono gli incarichi negli organi sociali detenuti da donne, mentre per "societ   diverse-board" si intendono le imprese in cui nell'organo di amministrazione o di controllo siede almeno una donna. Per quanto riguarda il *background* professionale negli organi di controllo, risulta aumentata la diversificazione all'interno di questi ultimi, con una riduzione della quota dei manager dal 75% nel 2011 al 64% nel 2022, ma si conferma predominante il ruolo dei consulenti/liberi professionisti all'interno degli organi di controllo (Figura 4.5, Figura 4.6, Figura 4.7). La presenza femminile ha toccato i valori massimi del 43,1% degli incarichi di amministratore e del 41,3% di quelli di componente dell'organo di controllo, grazie all'applicazione delle norme relative all'equilibrio di genere negli organi delle societ   quotate (Figura 4.3). Nel 15% dei consigli di amministrazione e nel 24% degli organi di controllo, il genere femminile risulta ugualmente o piú rappresentato rispetto a quello maschile, questo risultato deriva da una graduale evoluzione positiva nell'ultimo triennio.

I dati mostrano mediamente una presenza femminile di 4,1 donne in ciascun *board*, con valori piú elevati nelle societ   a medio-alta capitalizzazione e in societ   del settore finanziario (Figura 4.2). Nel 2023 si é raggiunto un aumento, seppur lieve, rispetto agli anni precedenti per il ruolo di amministratore delegato da parte

delle donne, soprattutto nelle imprese di piccole dimensioni (che ricoprono il 4,6% della capitalizzazione di mercato). Nel 12,8% della capitalizzazione di mercato complessiva le donne assumono una posizione di presidenza del board, in tre casi su quattro (74,9%) le donne sono qualificate come consiglieri indipendenti e in un caso su dieci sono state nominate dai soci di minoranza in applicazione del voto di lista (91 amministratrici, nominate in 71 società a elevata capitalizzazione, rappresentative del 77% del valore complessivo di mercato; Figura 4.4). La Figura 4.4 riporta i dati su specifiche posizioni ricoperte da donne nei consigli di amministrazione. Non necessariamente ciascuna donna ricopre una delle posizioni indicate, mentre alcune donne potrebbero ricoprire più di una delle posizioni indicate. La voce ‘numero società’ si riferisce alle imprese in cui almeno una donna siede nel consiglio di amministrazione in ciascuna posizione.

|                                     | 2011 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| <b>donne interlockers</b>           |      |      |      |      |
| numero complessivo                  | 29   | 258  | 243  | 250  |
| <i>% totale incarichi femminili</i> | 15.1 | 30.3 | 28.6 | 28.9 |
| numero medio di incarichi           | 1.29 | 1.41 | 1.54 | 1.44 |
| <b>amministratori interlockers</b>  |      |      |      |      |
| numero complessivo                  | 711  | 466  | 414  | 415  |
| <i>% totale incarichi</i>           | 27.4 | 22.5 | 20.9 | 20.7 |
| numero medio di incarichi           | 1.46 | 1.30 | 1.39 | 1.31 |

**Figura 4.1:** Donne interlockers nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

2023

| amministratori donne<br>(valori medi) | <i>totale<br/>total</i> | Ftse Mib | Mid Cap | Star | altro<br>other | finanziario<br>financial | non finanziario<br>non-financial |
|---------------------------------------|-------------------------|----------|---------|------|----------------|--------------------------|----------------------------------|
| numero                                | 4.1                     | 5.4      | 4.5     | 3.9  | 3.5            | 4.7                      | 4.0                              |
| % board                               | 43.1                    | 44.8     | 41.8    | 44.0 | 41.4           | 43.5                     | 42.1                             |

**Figura 4.2:** Presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane per indice di mercato e settore di attività. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

|   | 2011 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|------|------|------|------|
| <b>organi di amministrazione</b>          |      |      |      |      |
| numero donne                              | 192  | 852  | 849  | 864  |
| <i>peso medio sul board (%)</i>           | 7.4  | 41.2 | 42.9 | 43.1 |
| numero società <i>diverse-board</i>       | 135  | 215  | 206  | 209  |
| <i>% totale</i>                           | 51.7 | 99.5 | 99.5 | 99.5 |
| numero società con almeno il 50% di donne | 1    | 27   | 30   | 32   |
| <i>% totale</i>                           | 0.4  | 12.5 | 14.5 | 15.2 |
| <b>organi di controllo</b>                |      |      |      |      |
| numero donne                              | 57   | 274  | 262  | 269  |
| <i>peso medio sul board (%)</i>           | 6.5  | 40.8 | 40.9 | 41.3 |
| numero società <i>diverse-board</i>       | 53   | 213  | 204  | 207  |
| <i>% totale</i>                           | 20.3 | 98.6 | 99.0 | 98.6 |
| numero società con almeno il 50% di donne | 2    | 49   | 46   | 51   |
| <i>% totale</i>                           | 0.8  | 22.7 | 22.3 | 24.3 |

**Figura 4.3:** Presenza femminile negli organi sociali delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

| <b>ruoli donne</b>   | <b>2011</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>amministratore delegato</b>                             |             |             |             |             |
| numero incarichi   | 13          | 16          | 17          | 20          |
| <i>% totale incarichi femminili</i>                        | 6.8         | 1.9         | 2.0         | 2.3         |
| numero società   | 13          | 16          | 17          | 20          |
| <i>% capitalizzazione totale</i>                           | 0.5         | 2.4         | 2.1         | 4.6         |
| <b>presidente/presidente onorario</b>                      |             |             |             |             |
| numero incarichi   | 9           | 30          | 32          | 31          |
| <i>% totale incarichi femminili</i>                        | 4.7         | 3.5         | 3.8         | 3.6         |
| numero società   | 9           | 30          | 32          | 31          |
| <i>% capitalizzazione totale</i>                           | 0.5         | 20.7        | 27.4        | 12.8        |
| <b>amministratore indipendente<br/>(da TUF e/o da CGC)</b> |             |             |             |             |
| numero incarichi   | 71          | 635         | 619         | 647         |
| <i>% totale incarichi femminili</i>                        | 37.0        | 74.5        | 72.9        | 74.9        |
| numero società   | 55          | 209         | 201         | 205         |
| <i>% capitalizzazione totale</i>                           | 28.8        | 99.9        | 99.9        | 99.8        |
| <b>amministratore di minoranza</b>                         |             |             |             |             |
| numero incarichi   | 11          | 91          | 86          | 91          |
| <i>% totale incarichi femminili</i>                        | 5.7         | 10.7        | 10.1        | 10.5        |
| numero società   | 11          | 71          | 68          | 71          |
| <i>% capitalizzazione totale</i>                           | 19.3        | 73.6        | 76.1        | 77.1        |

**Figura 4.4:** Ruoli delle donne nei consigli di amministrazione delle società quotate italiani. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

2022

| <b>membri degli organi di amministrazione</b><br>(valori medi per settore)     | <b>totale</b><br><b>total</b> | <b>finanziario</b><br><b>financial</b> | <b>non finanziario</b><br><b>non-financial</b> |
|--|-------------------------------|--|--|
| <b>numero società considerate</b><br><i>(incluso monistiche e dualistiche)</i> | <b>202</b>                    | 44                                     | 158  |
| <b>numero incarichi</b>  | <b>1,948</b>                  | 469                                    | 1,479  |
| <b>donne (%)</b>   | <b>43.1</b>                   | 44.1                                   | 42.8   |
| <b>età media</b>   | <b>57.2</b>                   | 58.6                                   | 56.7   |
| <b>stranieri (%)</b>   | <b>6.1</b>                    | 5.3                                    | 6.4  |
| <b>laureati (%)</b>  | <b>89.9</b>                   | 92.8                                   | 89.0   |
| <i>di cui: con titolo post-lauream (%)</i>                                     | <b>27.2</b>                   | 24.1                                   | 28.3   |
| <b>manager (%)</b>   | <b>64.3</b>                   | 59.5                                   | 65.8   |
| <b>consulenti/professionisti (%)</b>   | <b>25.8</b>                   | 26.7                                   | 25.5   |
| <b>accademici (%)</b>  | <b>9.1</b>                    | 13.4                                   | 7.7  |
| <b>partecipazione media alle riunioni</b>                                      | <b>95.2</b>                   | 96.2                                   | 94.9   |

**Figura 4.5:** Caratteristiche dei membri degli organi sociali delle società quotate italiane per settore di attività. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

| organi di amministrazione   | 2011  | 2020  | 2021  | 2022  |
|---|-------|-------|-------|-------|
| <b>numero incarichi considerati</b><br><i>(in base alle informazioni disponibili)</i> | 2,476 | 2,084 | 2,005 | 1,903 |
| donne   | 184   | 821   | 838   | 830   |
| uomini  | 2,292 | 1,263 | 1,167 | 1,073 |
| <b>amministratori laureati</b>  | 2,174 | 1,902 | 1,836 | 1,751 |
| <i>% totale incarichi</i>   | 87.8  | 91.3  | 91.6  | 92,0  |
| donne   | 146   | 774   | 793   | 785   |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 79.3  | 94.3  | 94.6  | 94.6  |
| uomini  | 2,028 | 1,128 | 1,043 | 966   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 88.5  | 89.3  | 89.4  | 90.0  |
| <b>economia</b>   | 1,122 | 951   | 914   | 890   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 45.3  | 45.6  | 45.6  | 46.8  |
| donne   | 81    | 381   | 392   | 397   |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 44.0  | 46.4  | 46.8  | 47.8  |
| uomini  | 1,041 | 570   | 522   | 493   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 45.4  | 45.1  | 44.7  | 45.9  |
| <b>giurisprudenza</b>   | 405   | 408   | 397   | 372   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 16.4  | 19.6  | 19.8  | 19.5  |
| donne   | 18    | 220   | 221   | 211   |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 9.8   | 26.8  | 26.4  | 25.4  |
| uomini  | 387   | 188   | 176   | 161   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 16.9  | 14.9  | 15.1  | 15.0  |
| <b>ingegneria</b>   | 358   | 279   | 260   | 236   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 14.5  | 13.4  | 13.0  | 12.4  |
| donne   | 10    | 40    | 40    | 45    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 5.4   | 4.9   | 4.8   | 5.4   |
| uomini  | 348   | 239   | 220   | 191   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 15.2  | 18.9  | 18.9  | 17.8  |
| <b>amministratori con più di una laurea</b>   | 39    | 49    | 45    | 46    |
| <i>% totale incarichi</i>   | 1.6   | 2.4   | 2.2   | 2.4   |
| donne   | 2     | 16    | 15    | 17    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 1.1   | 1.9   | 1.8   | 2.0   |
| uomini  | 37    | 33    | 30    | 29    |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 1.6   | 2.6   | 2.6   | 2.7   |
| <b>amministratori non laureati</b>  | 302   | 182   | 169   | 152   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 12.2  | 8.7   | 8.4   | 8.0   |
| donne   | 38    | 47    | 45    | 45    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 20.7  | 5.7   | 5.4   | 5.4   |
| uomini  | 264   | 135   | 124   | 107   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 11.5  | 10.7  | 10.6  | 10.0  |

**Figura 4.6:** Formazione dei membri degli organi di amministrazione delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

| organi di controllo   | 2011 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------|------|------|------|
| <b>numero incarichi considerati</b><br><i>(in base alle informazioni disponibili)</i> | 834  | 676  | 663  | 628  |
| donne   | 54   | 264  | 271  | 258  |
| uomini  | 780  | 412  | 392  | 370  |
| <b>membri laureati</b>  | 752  | 654  | 650  | 615  |
| <i>% totale incarichi</i>   | 90.2 | 96.7 | 98.0 | 97.9 |
| donne   | 48   | 256  | 267  | 254  |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 88.9 | 97.0 | 98.5 | 98.4 |
| uomini  | 704  | 398  | 383  | 361  |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 90.3 | 96.6 | 97.7 | 97.6 |
| <b>economia</b>   | 644  | 605  | 601  | 572  |
| <i>% totale incarichi</i>   | 77.2 | 89.5 | 90.6 | 91.1 |
| donne   | 42   | 238  | 247  | 235  |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 77.8 | 90.2 | 91.1 | 91.1 |
| uomini  | 502  | 367  | 354  | 337  |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 77.2 | 89.1 | 90.3 | 91.1 |
| <b>giurisprudenza</b>   | 88   | 54   | 57   | 52   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 10.6 | 8.0  | 8.6  | 8.3  |
| donne   | 6    | 26   | 27   | 26   |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 11.1 | 9.8  | 10.0 | 10.1 |
| uomini  | 82   | 28   | 30   | 26   |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 10.5 | 6.8  | 7.7  | 7.6  |
| <b>scienze politiche</b>  | 21   | 8    | 5    | 5    |
| <i>% totale incarichi</i>   | 2.5  | 1.2  | 0.8  | 0.8  |
| donne   | --   | 1    | 1    | 1    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | --   | 0.4  | 0.4  | 0.4  |
| uomini  | 21   | 7    | 4    | 4    |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 2.7  | 1.7  | 1.0  | 1.1  |
| <b>membri con più di una laurea</b>   | 20   | 17   | 17   | 16   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 2.4  | 2.5  | 2.6  | 2.5  |
| donne   | --   | 10   | 10   | 8    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | --   | 3.8  | 3.7  | 3.1  |
| uomini  | 20   | 7    | 7    | 8    |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 2.6  | 1.7  | 1.8  | 2.2  |
| <b>membri non laureati</b>  | 82   | 22   | 13   | 13   |
| <i>% totale incarichi</i>   | 9.8  | 3.3  | 2.0  | 2.1  |
| donne   | 6    | 8    | 4    | 4    |
| <i>% totale incarichi donne</i>   | 11.1 | 3.0  | 1.5  | 1.6  |
| uomini  | 76   | 14   | 9    | 9    |
| <i>% totale incarichi uomini</i>  | 9.7  | 3.4  | 2.3  | 2.4  |

Figura 4.7: Formazione dei membri degli organi di controllo delle società quotate italiane. Fonte: Corporate governance of Italian listed companies 2023, Consob

## 4.2.2 Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) in tema di gender equality

Sulla base del Codice di Corporate Governance, l'obiettivo che guida le azioni compiute dal CdA é il cosiddetto *successo sostenibile*, ovvero la creazione di valore nel lungo periodo a beneficio degli azionisti, tenendo in considerazione gli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società (UniCatt (2024)).<sup>14</sup> Le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) contengono le informazioni relative alle materie di sostenibilità, introdotte dalla Direttiva 2014/95/UE (recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016). La nuova direttiva UE 2022/2464 (CSRD) porta delle novità, tra cui obblighi di informativa riguardanti i Disclosure Requirements previsti dall'European Sustainability Reporting Standard, definendo i criteri per stabilire se un'attività economica può ritenersi ecosostenibile. Le società quotate sono tenute alla pubblicazione obbligatoria della DNF, a meno che non siano esentate per situazioni previste dalla legge. Le DNF sono documenti corposi, includono un'analisi relativa ai temi di sostenibilità ritenuti più o meno rilevanti, indicando i KPI utilizzati per misurare le attività economiche considerate ecosostenibili, ma si concentra anche sulla ripartizione del personale tra uomini e donne.

Prima di analizzare i dati relativi alla gender equality é necessario effettuare una piccola spiegazione su quella che é la struttura proprietaria (ownership), questa classificazione prevede 4 sottogruppi secondo esistenza e identità del/dei socio/soci di riferimento, in possesso di almeno il 20% dei diritti di voto. I diritti di voto dei soci pattisti sono sommati tra loro, così come quelli dei soci appartenenti a un unico gruppo familiare. I tipi di società che si possono avere in base al ruolo dei soci sono: *Family*, ovvero società in cui esiste un socio inteso come persona fisica di riferimento, o in alternativa un gruppo di soci appartenenti allo stesso gruppo familiare; *State*, ovvero società in cui esiste un socio, o un gruppo di soci, di riferimento che appartengono al settore pubblico (Stato o Enti locali); poi ci sono quelle che vengono definite *Altri assetti*, cioè società in cui esiste un socio, o un gruppo di soci, di riferimento non riconducibile ai casi precedenti; infine ci sono

---

<sup>14</sup>I dati e le informazioni presenti in questa sezione sono presi dal rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, [https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-\[eBook\]RapportoFIN-GOV\\_2024.pdf](https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-[eBook]RapportoFIN-GOV_2024.pdf)

le società *Widely Held* in cui non esiste alcun socio di riferimento.

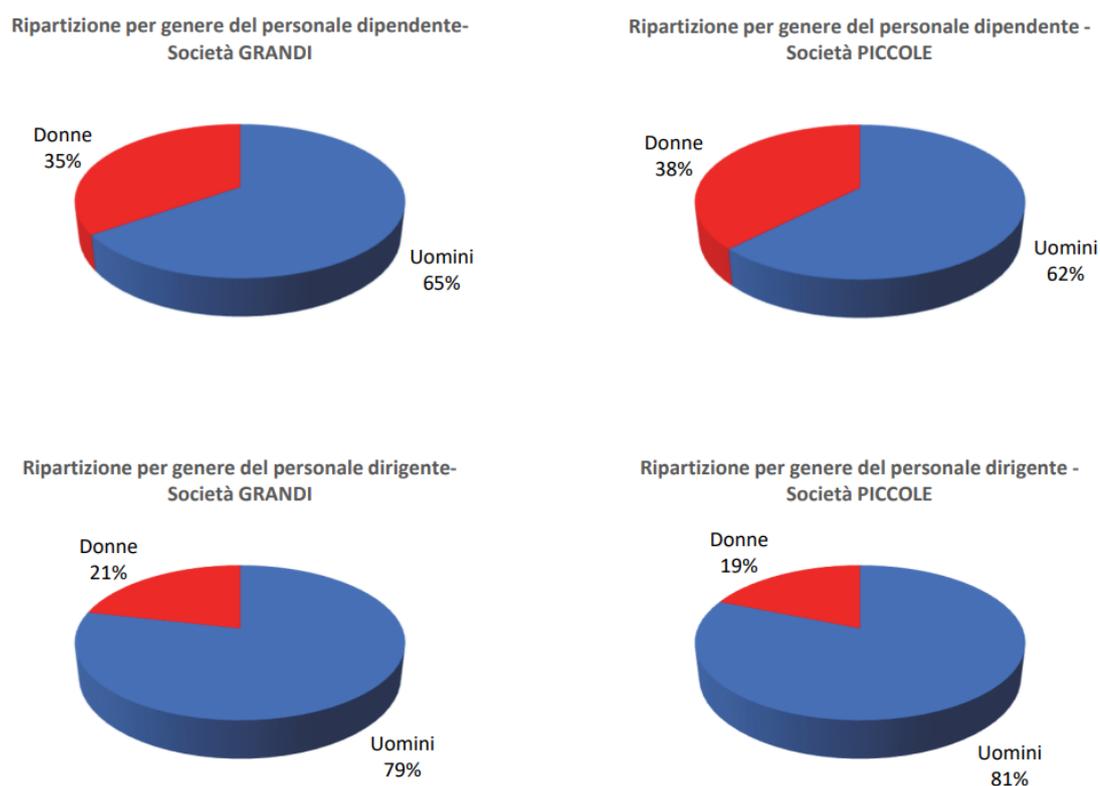
Dalle informazioni in materia di gender equality emerge che il 94% delle aziende ha fornito questi dati anche relativamente ai dirigenti. Nel settore finanziario le donne rappresentano il 43% dei dipendenti totali, valore decisamente più basso nelle società pubbliche in cui corrispondono al 26% del totale.<sup>15</sup> In 41 società il personale risulta in maggioranza femminile, questo dato è influenzato dal settore di appartenenza della società stessa, infatti risulta che più di metà delle società con personale a maggioranza femminile (25 su 41) appartiene ai settori finanziario (10), health care (3) e prodotti di consumo (che include tra gli altri anche il tessile/abbigliamento/moda (14)). Il livello minimo di presenza femminile in azienda è raggiunto in società che si occupano di costruzioni e manutenzione ed equivale al 7% dei dipendenti, mentre il livello massimo si osserva in società del settore tessile, nel quale si raggiunge l'83%. Come si evince in Figura 4.8, a livello dirigenziale la presenza femminile è molto bassa, nessuna azienda ha solo dirigenti donne e 7 aziende sul totale sono prive di dirigenti donne. Nel complesso solamente 3 società hanno maggioranza di dirigenti donne ed operano rispettivamente una nel settore health care, nel quale si registra un record del 63%, e due nel settore moda.

Per quanto riguarda i dati sulle remunerazioni, il 62% delle società rende note le informazioni sulle remunerazioni dei dipendenti, ma solamente il 47% fornisce l'informazione relative alle differenze dei salari tra uomini e donne (il cosiddetto *gender pay gap*), o in alternativa fornisce dati disaggregati in modo tale da renderlo ricostruibile. Questo dato risulta aumentato rispetto al 2022, in cui solo il 31% delle aziende ha fornito questa informazione. A livello dirigenziale il 47% comunica effettivamente il pay gap (in aumento rispetto al 35% del 2022). Le società accorpano a volte le statistiche per quadri e dirigenti oppure danno informazioni solo granulari per categoria di dipendenti, in modo tale che le informazioni relative al pay gap non siano sempre ricostruibili a livello di società o di gruppo. Il livello di trasparenza relativo a questa informazione cambiano anche a seconda della dimensione dell'azienda: le società grandi forniscono dati sul gender pay gap al 69%, mentre quelle piccole solo per il 34%, questa trasparenza varia ancora a seconda che

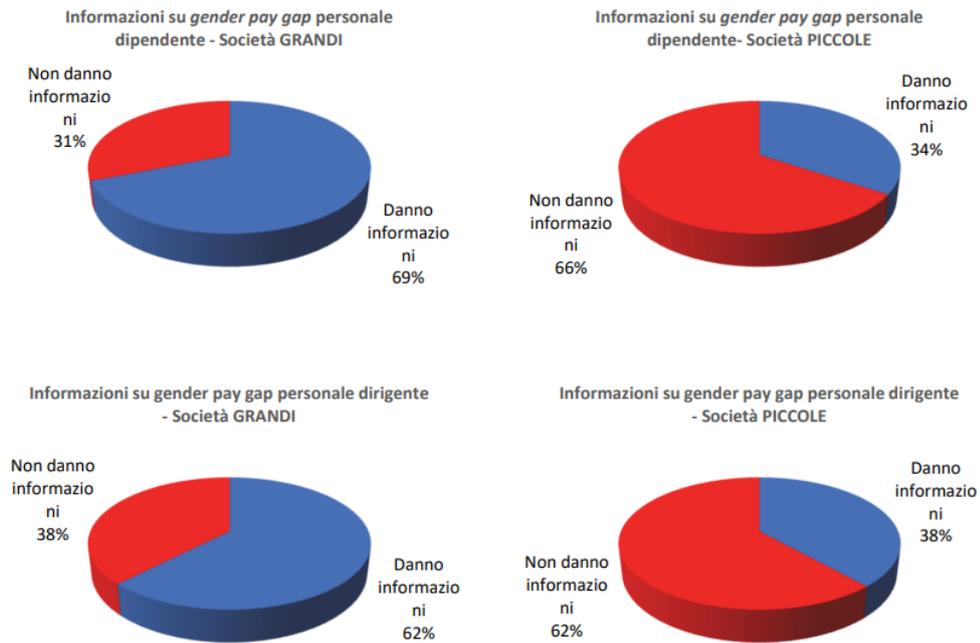
---

<sup>15</sup>Pesa qui un effetto settoriale: circa metà delle società pubbliche appartengono ai settori dell'energia e delle utilities. In tali società la presenza femminile è pari al 22%

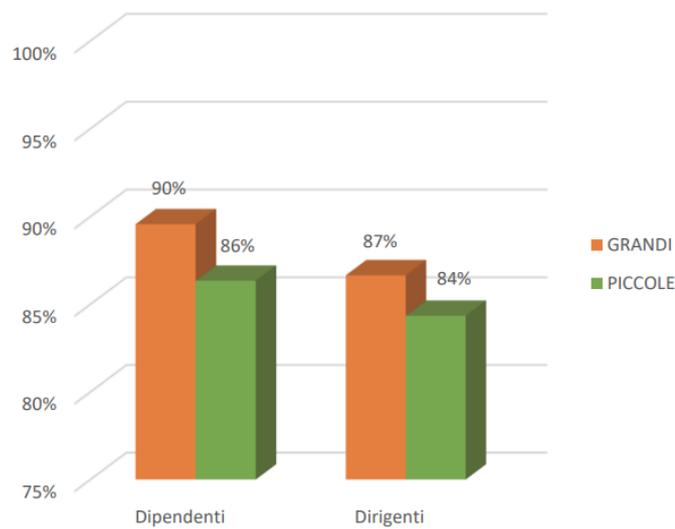
il dato riguarda dipendenti o dirigenti. Risulta inoltre che la trasparenza è maggiore tra le società widely held (79% per la disclosure generale, 64% per i dirigenti), seguita da quelle pubbliche (64% danno disclosure generale, 60% sui dirigenti), e infine le informazioni minori sono fornite dalle family firms (38% forniscono la disclosure generale, 40% sui dirigenti). (Figura 4.9 e Figura 4.10) Dall'analisi dei dati emerge che il pay gap è in lieve diminuzione rispetto all'anno scorso, le donne mediamente percepiscono l'88% della remunerazione dei rispettivi colleghi maschi a livello dipendente generale, mentre percepiscono l'85% del salario dei dirigenti uomini. La variabilità tra i tre gruppi (widely held, pubbliche e family firms) risulta contenuta, infatti la differenza è maggiore tra le società familiari (85% contro 96% tra le società pubbliche e 92% tra le widely held). Tra i dirigenti il pay gap è più contenuto nelle società pubbliche (88%) e nelle family firms (87%) e maggiore tra le widely held (81%). Sempre tra i dirigenti, è notevole anche la differenza tra settore finanziario (77%) e non finanziario (87%).



**Figura 4.8:** Ripartizione per genere del personale dipendente e dirigente. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt



**Figura 4.9:** Informazioni sul gender pay gap tra società grandi e piccole. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt, UniCatt (2024)



**Figura 4.10:** Rapporto tra remunerazione media femminile/maschile per personale dipendente e dirigente e per dimensione delle società. Fonte: Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Centro di Ricerca Unicatt, UniCatt (2024)

Per quanto riguarda i dipendenti, il pay gap più elevato si riscontra in una società industriale, nel quale la remunerazione media femminile equivale al 27% di quella maschile); in 7 società di diversi settori questo rapporto si inverte, ovvero la remunerazione media femminile risulta più alta (fino a un massimo dell'11,5%) di quella maschile. A livello dirigenziale il rapporto si inverte presso 11 società non finanziarie (appartenenti a settori molto vari); il pay gap più elevato a favore delle donne dirigenti si riscontra in una società del settore beni e servizi industriali, dove la retribuzione dell'unica dirigente donna è quasi doppia (194%) di quella media dei colleghi maschi.

### 4.2.3 Glass ceiling effect

Il termine *glass ceiling* fa riferimento al fenomeno che comporta un limite per le donne ad accedere alle posizioni dirigenziali più alte all'interno di grandi aziende, rappresentando così una barriera invisibile ma allo stesso tempo concreta per il loro avanzamento professionale (Morrison (1987)). Sempre Morrison (1987), con il suo studio sulle aziende "Fortune 100" (ovvero la lista delle 100 aziende più grandi negli Stati Uniti in base ai ricavi totali, sia pubbliche che private, che rendono pubblici i loro dati finanziari e sono pubblicate una volta all'anno nella rivista americana *Fortune*), ha evidenziato che in alcuni gruppi aziendali le donne non sono promosse a posizioni dirigenziali per motivi apparentemente legati al genere. Da questo studio è emersa la necessità di ideare delle misure legislative come il Civil Rights Act del 1991 e l'iniziativa "Glass Ceiling" del Dipartimento del Lavoro statunitense. Purtroppo, nonostante la sensibilizzazione e la legislazione, i progressi sono stati limitati, infatti tra il 1987 e il 1996, non si sono verificati cambiamenti significativi nel numero di donne CEO nelle grandi imprese. Anche nel 2011, solo il 2,6% delle aziende Fortune 1000 era guidato da donne.

Uno studio condotto nel 2011 dell'Institute of Leadership and Management ha rilevato che il 73% delle donne ritiene che la propria carriera sia ostacolata proprio da questa barriera. Le ricerche suggeriscono che una motivazione comune per le donne ad abbandonare la loro carriera lavorativa all'interno di una grande azienda per iniziare ad avviare la loro personale impresa è proprio legata al fenomeno del glass ceiling (Mattis (2004)). La National Foundation for Women Business Owners ha condotto uno studio dove emerge che il 16% delle donne imprenditrici

evidenzia il problema del glass ceiling come la maggior motivazione a diventare un imprenditore. Gli altri fattori molto importanti per gli aspiranti imprenditori di ogni tipo (non solo donne) che vogliono avviare una loro impresa, sono legati alla necessità di indipendenza, il desiderio di sfuggire ai vincoli di un'organizzazione formalizzata e la frustrazione per il lento progresso della loro carriera (Coughlin e Thomas (2002)).

Il fenomeno che è stato descritto fino ad ora si può definire come il primo fenomeno legato al glass ceiling, perché esiste anche un secondo fenomeno relativo al glass ceiling, legato al fatto che le imprenditrici donne incontrano svantaggi nell'ottenere i finanziamenti necessari per avviare le loro imprese e per sostenerne la crescita. Per comprendere l'importanza del fenomeno relativo al secondo soffitto di cristallo, è fondamentale riconoscere il valore delle piccole imprese per l'economia e delle donne nel contesto di queste piccole imprese. Le piccole imprese danno un contributo importante in ogni economia e, secondo la Small Business Administration (SBA) degli Stati Uniti, esse sono definite come attività indipendenti con meno di 500 dipendenti. Le piccole imprese costituiscono il 99,9% dei 29,6 milioni di aziende statunitensi e impiegano oltre la metà dei lavoratori del settore privato (SBA, 2011).

Una grande lacuna nell'educazione manageriale è data dal fatto che i materiali didattici disponibili, come casi di studio o articoli di giornale) si concentrano principalmente sullo 0,10% delle imprese, trascurando il potenziale delle piccole aziende che generano oltre la metà del prodotto interno lordo (PIL) degli Stati Uniti. Bisogna anche riconoscere che le donne svolgono un ruolo molto decisamente più ampio nella leadership delle piccole imprese piuttosto che in quella aziendale. Nel 2011 negli Stati Uniti, le donne possedevano 8,1 milioni di aziende, generando un fatturato di 1,3 trilioni di dollari e impiegando 7,7 milioni di lavoratori<sup>16</sup>. I dati evidenziano che, nei Paesi più sviluppati, si è verificato un sostanziale aumento del numero di imprese fondate da imprenditrici donne, contribuendo in modo significativo alla creazione di lavoro e alla crescita economica nei Paesi stessi. Emerge inoltre che il numero di imprese di proprietà femminile sta crescendo

---

<sup>16</sup>American Express. (2011). The American Express OPEN State of Women-Owned Business Report: A Summary of Important Trends, 1997-2011. American Express: New York City, [http://media.nucleus.naprojects.com/pdf/WomanReport\\_FINAL.pdf](http://media.nucleus.naprojects.com/pdf/WomanReport_FINAL.pdf)

ad un tasso 1,5 volte superiore rispetto a tutte le aziende statunitensi ed inoltre mostrano che a livello globale, ci sono più donne rispetto agli uomini che stanno avviando nuove imprese, fenomeno che ha portato ad un rinnovato interesse per l'imprenditorialità femminile.<sup>17</sup>

Uno dei rischi derivanti dal fenomeno del secondo soffitto di vetro é che i gestori di capitali finanziari potrebbero perdere delle opportunità di progetti interessanti sviluppati da imprenditrici, a causa della scarsa sensibilità di genere (Alsos, Isaksen e Ljunggren (2006)), potrebbe quindi essere necessario che questi gestori di capitali identifichino le imprese di proprietà femminile con potenziale di crescita e ne valutino la necessità di capitale finanziario (Alsos, Isaksen e Ljunggren (2006)). Un esempio positivo é dato da Wells Fargo, che ha istituito un fondo di prestiti da 10 miliardi di dollari dedicato alle imprese di proprietà femminile (Bosse e Taylor III (2012)). Costruire una rete di relazioni professionali é molto importante per ridurre il secondo soffitto di cristallo, soprattutto con i propri banchieri. Da studi emerge che le donne abbiano una maggiore capacità di creazione e mantenimento delle relazioni e avere dei rapporti interpersonali con un banchiere di fiducia, concentrando l'utilizzo dei servizi finanziari offerti da tale banca, permette di ottenere vantaggi sia nell'accesso sia nei costi del capitale (Bosse (2009)).

Un modo ulteriore di trovare dei finanziamenti é attraverso l'uso dei business angels, ovvero individui agiati che investono direttamente nelle startup in cambio di una quota di minoranza all'interno delle stesse, hanno esperienza nell'industria e investono in modo professionale, anche per motivazioni non solamente economiche. Essi investono dai 20 ai 100mila euro dei loro soldi personali, per arrivare ad un complesso di 200mila - 1 milione di euro complessivamente. L'angel market é principalmente composto da investitori uomini, le donne sono meno propense ad avere esperienze imprenditoriali e/o manageriali e di partecipare in queste reti di individui agiati (Verheul e Thurik (2001)). Nel 2015 le donne rappresentavano il 25.3% dell'intero angel market, nel 2015 le imprese di proprietà femminile rappresentavano il 29.2% degli imprenditori in cerca di un finanziamento da parte dei business angels, e di queste solo il 14,4% ha ricevuto un investimento angelico (Sohl (2016)). La presenza di business angels donne all'interno nella rete ha un

---

<sup>17</sup>National Women Business Council, 2007, <https://www.nwbc.gov/>

impatto positivo sul numero di progetti avviati dalle stesse, aumentandone anche la visibilità (Harrison e Mason (2007)).

É importante aumentare la consapevolezza sul secondo soffitto di cristallo, sia tra le imprenditrici sia tra i finanziatori, perché educare gli stakeholders ad essere sensibili a questa problematica risulta fondamentale per evitare sia di diventare vittime, sia di continuare a generare effetti dannosi. Un articolo di *Business Week* del 2004 dimostra come molti uomini siano disposti a cambiare il loro punto di vista dopo che sono resi consapevoli dei loro pregiudizi. La consapevolezza dell'esistenza di bias di genere sul secondo soffitto di cristallo, potrebbe essere accelerare i progressi già fatti, anche se lentamente, sul primo soffitto di cristallo. Una maggiore consapevolezza di questi fenomeni potrebbe indurre ad un impegno più forte e anche a cambiamenti a livello macro in leggi, politiche e norme sociali, creando un campo di gioco più equo per le donne. (De Marino et al. (2004)).

#### **4.2.4 La disuguaglianza di genere nell'Unione Europea**

Uno dei compiti della Commissione Europea è quello di promuovere l'uguaglianza di genere, infatti seppur esistano ancora delle disparità, negli ultimi decenni l'Unione Europea ha fatto importanti passi avanti in materia di parità di genere. Si sono verificate alcune tendenze positive, come una maggiore presenza di donne nel mondo del lavoro e i progressi avvenuti nell'acquisizione di un'istruzione migliore. Tuttavia, continuano ad esistere delle disparità di genere e le donne risultano ancora sovrarappresentate all'interno dei settori poco remunerati e sottorappresentate nelle posizioni aziendali che comportano delle responsabilità decisionali, risulta infatti che nelle maggiori società quotate nella borsa europea, solo il 7.5% dei presidenti dei consigli di amministrazione è donna, così come sono donne solo il 7.7% degli amministratori delegati delle suddette società (CommissioneUE (2020))<sup>18</sup>. La Commissione Europea continuerà ad insistere sull'adozione della direttiva proposta nel 2012, al fine di equilibrare maggiormente la parità di genere nei consigli di amministrazione, con l'obiettivo minimo del 40% di donne CEO tra i membri con incarichi non esecutivi all'interno dei CdA, al fine di ridurre il cosiddetto

---

<sup>18</sup>Strategia per la parità di genere 2020-2025, Commissione Europea, [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy_it)

"soffitto di cristallo".<sup>19</sup> Inoltre, la Commissione Europea continuerà a collaborare con differenti progetti a livello europeo, come l'indice europeo della diversità di genere e promuoverà la partecipazione delle donne in primis proprio all'interno della commissione stessa per assicurare la parità di genere nei collegi dei commissari, con l'obiettivo di raggiungere entro la fine del 2024 l'equilibrio di genere al 50% in ogni livello dirigenziale (CommissioneUE (2020))<sup>20</sup>.

Sono state proposte dall'Unione Europea diverse forme di finanziamento pluriennale al fine di promuovere la partecipazione delle donne nel mondo del lavoro e di garantire loro un maggior equilibrio tra vita professionale e vita privata. L'obiettivo di questi finanziamenti è anche quello di sostenere l'imprenditoria condotta dalle donne, provare a contrastare la disparità di genere in alcune professioni e il problema dello squilibrio tra ragazzi e ragazze in alcuni ambiti dell'istruzione e della formazione ed anche la creazione di un piano finanziario per la parità di genere in ambito innovazione e ricerca, per aumentare il numero di start-up tecnologiche con donne al comando. Allo stesso modo, le linee guida disposte dalla Commissione sugli appalti pubblici socialmente responsabili si pongono l'obiettivo di ridurre la discriminazione e favorire l'uguaglianza di genere nei concorsi pubblici (CommissioneUE (2020))<sup>21</sup>.

La disuguaglianza di genere non è solo una tematica interna all'Unione Europea ma è una sfida globale, infatti l'UE considera sia la parità di genere sia l'emancipazione femminile delle priorità nella sua politica esterna. Di conseguenza, è fondamentale che le iniziative interne ed esterne all'Unione Europea siano allineate e si rafforzino a vicenda. Per questo motivo l'UE promuove l'uguaglianza di genere e l'emancipazione femminile tramite i suoi partenariati internazionali, i dialoghi politici e sui diritti umani con i paesi terzi, nonché nelle sue strategie commerciali, di vicinato e di allargamento.

---

<sup>19</sup>COM (2012), <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:it:PDF>

<sup>20</sup>Strategia per la parità di genere 2020-2025, Commissione Europea, p.15-16 [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy_it)

<sup>21</sup>Strategia per la parità di genere 2020-2025, Commissione Europea, p.19-20 [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy_it)

Nel periodo 2016-2020 è stato condotto un piano d'azione (GAP II) per la parità di genere e l'emancipazione femminile nelle relazioni esterne, con il fine principale di far terminare la violenza contro le donne ed a sostenere l'emancipazione economica e sociale delle donne, assicurando il rispetto dei loro diritti umani, politici e civili. Nel 2020 venne invece avviato il GAP III con una prospettiva globale, in linea con le priorità di questa strategia ed incorporando tutti gli elementi rilevanti nelle iniziative di politica estera dell'UE.

La Commissione Europea continua a sostenere in maniera attiva la parità di genere all'interno della sua politica commerciale, anche attraverso la sua partecipazione nell'Organizzazione mondiale del commercio, prosegue nella raccolta dei dati disaggregati per genere, assicurando anche che le questioni di gender gap negli scambi commerciali siano tenute in considerazione. L'Unione Europea ha anche avviato un piano per gli investimenti nei Paesi partner a favore dell'imprenditoria femminile e dell'ampliamento della partecipazione delle donne nel mercato del lavoro. Un esempio è dato dalla mobilitazione di 100 milioni di EURO per permettere alle donne l'accesso ai finanziamenti. Inoltre, la dimensione di genere risulta essere integrata nel bilancio delle politiche estere, con l'obiettivo che almeno l'85% dei nuovi programmi promuova l'uguaglianza di genere e rafforzi il ruolo delle donne (CommissioneUE (2020))<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup>Strategia per la parità di genere 2020-2025, Commissione Europea, p.20-21 [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy_it)

## 5 Disuguaglianze salariali di genere: Analisi empirica del Gender Pay Gap

### 5.1 Evidenze dalla ricerca: studi precedenti sulle disuguaglianze di genere nei salari

Nel seguente capitolo si conduce un'analisi econometrica per esaminare se l'effetto del sesso del CEO ha un impatto sulla remunerazione da lui ottenuta complessivamente.

Studi precedenti condotti da Bilgin, Kang e Ryu (2024) sulle differenze di genere nella retribuzione dei CEO, hanno portato ad ulteriori risultati interessanti, con particolare riferimento alle donne CEO (FeCEOs). Proprio questo studio si basa su un campione di imprese statunitensi, da cui sono state esclusi i settori finanziario e delle utility, in quanto potrebbero avere dei regolamenti e delle politiche differenti (Hill, Upadhyay e Beekun (2022)). Il periodo di campionamento va dal 2009 al 2018 per diversi motivi, in primis da studi precedenti condotti da Acharya, Richardson e Roubini (2009), risulta che la crisi finanziaria del 2007-2008 ha causato un atteggiamento distintivo sia nella remunerazione sia nel turnover dei CEO, causando una possibile distorsione dei risultati delle analisi di regressione. In secondo luogo, la crisi finanziaria ha comportato un aumento della proporzione di FeCEOs, facendo così pensare che le donne dirigenti abbiano raggiunto uno status più elevato negli ultimi anni, infatti risulta che la proporzione di donne dirigenti è triplicata, passando dall'1.8% prima nel 2005 al 4.8% nel 2018 (Bilgin, Kang e Ryu (2024)).

Da queste recenti ricerche emerge che, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, la retribuzione delle FeCEOs non sia poi effettivamente inferiore a quella

dei loro colleghi uomini. Esistono due diversi filoni a sostegno di questo fenomeno: il primo legato alla teoria economica delle risorse, mentre il secondo si concentra sulla rischiosità delle strutture retributive.

Per quanto riguarda il primo filone, Barney suggerisce che la presenza limitata di dirigenti donne che raggiungono la posizione di CEO, dia un contributo prezioso per la loro crescita nella gerarchia aziendale. Il secondo filone invece si concentra sulle differenti teorie che le donne tendono ad essere più avverse al rischio rispetto agli uomini (P. Sapienza, Zingales e Maestripieri (2009)), in contrapposizione alle affermazioni di Johnson e Powell, secondo i quali le donne in posizioni manageriali non mostrino tendenze al rischio differenti rispetto agli uomini. Dal punto di vista dei costi d'agenzia, gli azionisti incoraggiano i CEO ad assumere rischi offrendogli degli incentivi nella retribuzione. A differenza di studi precedenti sulle donne in posizioni esecutive, questo studio legato alle FeCEOs fa emergere come queste ultime non mostrino avversione al rischio in termini di strutture retributive, ma anzi ricevano maggiori incentivi in proporzione rispetto ai corrispettivi uomini, ottenendo così una retribuzione finale superiore a quella dei CEO uomini.

Questa osservazione ha portato alla formulazione di una serie di ipotesi, dove la prima suggerisce che le FeCEOs guadagnino di più rispetto ai loro colleghi uomini. La seconda ipotesi si concentra sulla maggiore componente di incentivi nella retribuzione delle FeCEOs rispetto agli uomini, la terza ipotesi esplora il rapporto tra la paga fissa e il livello complessivo di compenso delle FeCEOs, ipotizzando che queste non siano significativamente influenzate dalla retribuzione fissa, ma che al contrario preferiscano una retribuzione basata sugli incentivi. Infine si avanzano due ulteriori ipotesi, ovvero che le FeCEOs non siano avverse al rischio in un contesto di salario incentivante e che non richiedano dei premi per il rischio nella componente fissa della loro retribuzione. I risultati che emergono da queste analisi confermano la prima ipotesi, ovvero essere una FeCEO ha una correlazione positiva con un salario complessivo più elevato e questo dato risulta ancora più marcato in aziende di grandi dimensioni. Allo stesso modo la seconda e la terza ipotesi trovano supporto dai risultati, mostrando rispettivamente una correlazione positiva tra essere una FeCEO e ricevere una maggiore quota di incentivi e confermando che la retribuzione fissa non ha un peso significativo per le FeCEOs. Passando invece all'analisi della quarta ipotesi, emerge che le FeCEOs non sono avverse al rischio quando si tratta

di scegliere una retribuzione che si basa sugli incentivi, ma la preferiscono alla remunerazione con componente fissa. Infine, dai risultati relativi alla quinta ipotesi emerge che le FeCEOs non richiedono dei premi per il rischio nella paga fissa, rafforzando ulteriormente l'idea che la loro struttura retributiva non differisca in modo significativo da quella dei CEO uomini. In conclusione, questo studio dimostra come le FeCEOs non solo ottengono una retribuzione complessivamente superiore a quella dei rispettivi uomini CEO, ma lo fanno attraverso una maggiore propensione verso le strutture remunerative basate sugli incentivi, confermando che il loro atteggiamento verso il rischio non si discosta significativamente dai rispettivi colleghi maschi.

Un ulteriore studio condotto da J. Sockin e M. Sockin (2024) sulle differenze di genere relative alla componente variabile del compenso del CEO si focalizza sul mercato americano e su altre grandi economie con quella del Regno Unito, nella quale le donne ricevono una remunerazione variabile inferiore a quella degli uomini, anche se hanno lo stesso titolo di lavoro e si trovano nella stessa azienda. Come si evince dalle ricerche di Lemieux, MacLeod e Parent (2009), la componente variabile del compenso è aumentata sempre di più nel tempo, diventando un elemento sempre più rilevante per la maggior parte dei lavoratori americani. Da una ricerca condotta da Payscale con il report sulla *Compensation Best Practices* (Payscale (2023)), risulta che su 5000 imprese americane, il 78% di queste prevede una forma di remunerazione variabile per i suoi dipendenti.<sup>1</sup> Per quanto riguarda le imprese del Regno Unito, quelle con più di 250 dipendenti devono obbligatoriamente comunicare pubblicamente le statistiche sull'utilizzo della retribuzione variabile, da cui apparentemente una presenza inferiore di donne in azienda comporta un utilizzo maggiore di bonus. Infatti, risulta che le aziende differiscano dall'uso dei bonus, un quarto di queste concede bonus a meno del 10% dei dipendenti, mentre un ottavo ne assegna a più del 90% dei dipendenti (J. Sockin e M. Sockin (2024)). Da questo studio risulta che le donne possono ricevere una componente variabile di compenso inferiore agli uomini principalmente per tre motivi: il primo è che sono meno produttive perchè affrontano vincoli di tempo che limitano la loro capacità di lavorare ore extra o subiscono discriminazioni, in secondo luogo le

---

<sup>1</sup>Compensation Best Practices Report, <https://www.payscale.com/research-and-insights/cbpr/>

struttura del compenso potrebbe essere decisa durante il processo di contrattazione, causando il rischio che siano meno propense a negoziare le componenti variabili, ed infine le donne potrebbero essere meno inclini a lavorare in ruoli che usano ampiamente la retribuzione variabile. Il fatto che ci sia una minore rappresentanza femminile in questi ruoli potrebbe causare la preferenza delle donne a scegliere lavori meno propensi alla remunerazione variabile o anche una discriminazione di esse nei processi di assunzione (J. Sockin e M. Sockin (2024)). Di conseguenza, questo studio si focalizza su questo terzo aspetto e, tramite l'analisi dei dati e delle recensioni per le varie posizioni lavorative sulla piattaforma online Glassdoor, mostra che le donne provano una soddisfazione lavorativa minore nei ruoli che dipendono maggiormente dalla retribuzione variabile rispetto ai loro colleghi maschi, in particolare nei ruoli più competitivi in cui le commissioni sulle vendite costituiscono una quota elevata della retribuzione variabile. Dalle varie recensioni si evince che gli aspetti che le donne ritengono di qualità inferiore nei ruoli che presentano un'elevata commissione sulle vendite, riguardano il rispetto, la cultura aziendale, lo stress ed il rapporto con i colleghi (J. Sockin e M. Sockin (2024)).

## **5.2 I dati e le variabili**

Il campione delle imprese che vengono analizzate è composto in maggioranza da aziende quotate sul mercato italiano riguardanti il periodo che va dal 2001 al 2023, con dati raccolti manualmente sul sito della CONSOB, dalla stampa, dalla piattaforma Refinitiv Eikon e da svariati siti web. In aggiunta alle imprese italiane presenti nel dataset, si sono introdotte imprese francesi quotate appartenenti al CAC40, ovvero l'indice azionario di riferimento della Borsa di Parigi, che rappresenta le 40 maggiori società francesi quotate su Euronext Paris sia in termini di capitalizzazione di mercato sia di liquidità. L'integrazione del dataset è stata fatta attraverso i report annuali sulla gestione finanziaria presenti all'interno della piattaforma Refinitiv Eikon. L'analisi in primis si focalizza solo sul mercato nel suo insieme, per poi andare ad esplorare alcune possibili suddivisioni del dataset, con l'obiettivo di creare un matching tra imprese italiane e francesi appartenenti allo stesso settore. Il metodo di matching si utilizza per confrontare aziende simili in modo da isolare gli effetti di una variabile specifica, che in questo caso è il

genere del CEO, mantenendo costanti altre caratteristiche aziendali. L'obiettivo di questo metodo è ridurre al minimo le differenze tra le imprese in modo da poter attribuire eventuali differenze nei risultati al fattore del genere del CEO. Nel seguente lavoro di tesi la scelta su quali imprese francesi aggiungere al dataset ha previsto la selezione di imprese francesi con CEO donne, abbinandole ad altre due o tre imprese francesi dello stesso settore aventi però al comando CEO uomini. In seguito è presente la lista delle variabili contenute nel dataset e che sono state utilizzate durante l'analisi<sup>2</sup>:

- *Nfirm*: numero dell'osservazione;
- *year*: anno dell'osservazione;
- *emolumenti*: compenso fisso del CEO;
- *bnf\_non\_mnt*: benefici non monetari del CEO;
- *bonus*: bonus del CEO (compenso variabile);
- *other\_comp*: altri compensi del CEO;
- *totcomp\_ceo*: totale del compenso del CEO (somma delle quattro voci precedenti);
- *CEO\_gender*: genere del CEO (M = Maschio, F = Femmina);
- *ceo\_f*: variabile binaria che assume il valore 1 quando il CEO è femmina;
- *ceo\_m*: variabile binaria che assume il valore 1 quando il CEO è maschio;
- *turnover*: variabile binaria che assume il valore 1 quando si verifica un cambiamento di CEO nell'anno in osservazione;
- *tenure*: variabile che indica da quanti anni è in carica un CEO all'interno dell'azienda in osservazione;

---

<sup>2</sup>Struttura proprietaria e struttura finanziaria: Analisi empirica su un campione d'impresе quotate italiane, Andreoli (2024), pp. 102 elenco variabili dataset

- *CEO\_Chair*: variabile binaria che vale 1 se il presidente del CdA è anche CEO, 0 altrimenti;
- *ROA*: variabile ottenuta dal rapporto tra l'EBITDA (Earnings before Interest, Depreciations and Amortizations) e Total Assets che rappresenta la performance aziendale;
- *TotalAssets*: totale dell'attivo della società;
- *MarketCap*: capitalizzazione di mercato;
- *lntotalassets*: variabile che indica il logaritmo dell'attivo totale della società;
- *lnMarketCap*: variabile che indica il logaritmo della capitalizzazione di mercato;
- *lnpay*: variabile che indica il logaritmo del compenso annuale del CEO;
- *lnpaytot*: variabile che indica il logaritmo del compenso totale del CEO comprensivo di fair value dell'equity based compensation;
- *roa\_ceof*: variabile interagita che indica la pay-performance-sensitivity (PPS) delle donne rispetto agli uomini ed è data dal prodotto tra il ROA e *ceo\_f*;
- *roa\_ceom*: variabile interagita che indica la pay-performance-sensitivity (PPS) degli uomini rispetto alle donne ed è data dal prodotto tra il ROA e *ceo\_m*;
- *mkcap\_ceof*: variabile interagita tra il logaritmo della capitalizzazione di mercato e la dummy *ceo\_f*;
- *mkcap\_ceom*: variabile interagita tra il logaritmo della capitalizzazione di mercato e la dummy *ceo\_m*;
- *StockOp\_Dum*: variabile binaria che vale 1 se l'azienda prevede una distribuzione di stock option come parte del compenso, 0 altrimenti;
- *Fvalue\_eqcomp*: è il valore equo di mercato delle azioni al raggiungimento di determinati obiettivi prefissati;

- *rapporto\_fisso1*: variabile derivante dal rapporto tra il compenso fisso (emolumenti + other\_comp) ed il compenso totale annuo del CEO, in modo da misurare l'importanza relativa del compenso fisso rispetto alle altre componenti sul totale

$$\text{rapporto\_emolumenti} = \frac{\text{emolumenti} + \text{other\_comp}}{\text{totcomp\_CEO}} \quad (5.1)$$

- *rapporto\_bonus*: variabile derivante dal rapporto tra il compenso variabile ed il compenso totale del CEO, in modo da misurare l'importanza relativa del compenso variabile rispetto alle altre componenti sul totale

$$\text{rapporto\_bonus} = \frac{\text{bonus} + \text{bnf\_non\_mnt}}{\text{totcomp\_CEO}} \quad (5.2)$$

- *totcomp*: compenso totale del CEO, ottenuto dalla somma tra il suo compenso annuale e il fair value del compenso basato sull'equity;
- *rapporto\_fisso*: variabile derivante dal rapporto tra la somma delle componenti fisse della remunerazione (emolumenti + bnf\_non\_mnt + other\_comp) e il totale del compenso del CEO (totcomp)

$$\text{rapporto\_fisso} = \frac{\text{emolumenti} + \text{other\_comp}}{\text{totcomp}} \quad (5.3)$$

- *rapporto\_variabile*: variabile derivante dal rapporto tra la somma delle componenti variabili della remunerazione (bonus + benefici non monetari + fair value of equity-based compensation) e il totale del compenso del CEO (totcomp)

$$\text{rapporto\_variabile} = \frac{\text{bonus} + \text{bnf\_non\_mnt} + \text{Fvalue\_eqcomp}}{\text{totcomp}} \quad (5.4)$$

- *settore*: indica in che settore opera l'azienda;
- *ceo\_age*: rappresenta l'età del CEO;
- *age\_ceogen*: è l'interazione tra la variabile che riporta l'età del CEO (*ceo\_age*) e la dummy che assume valore 1 quando il CEO è una donna (*ceo\_f*).

### 5.2.1 Le statistiche descrittive del campione

All'interno della base dati utilizzata per le analisi risulta che non tutte le aziende presenti nella banca dati per lo studio contengano informazioni che coprono l'intero periodo dal 2001 al 2023, siccome alcune si sono solo quotate in seguito al 2001, mentre altre hanno effettuato un delisting prima del 2023. Per tale motivo il dataset è *unbalance*, ovvero sbilanciato, con un numero di osservazioni variabili per le varie aziende durante i vari anni.<sup>3</sup> Nella tabella 5.1 sono presenti le informazioni relative al numero di aziende presenti nel campione per ogni anno di osservazione. In questo studio si considerano gli anni dal 2001 al 2023, in quanto il numero di CEO donne sul totale delle imprese considerato è molto basso (65 CEO donna su 2865 record osservati), di conseguenza è stato necessario non escludere nessuna delle osservazioni aventi una donna come CEO (Tabella 5.2). Da questa tabella si può appunto notare come dal 2014 si sia verificato un aumento di FeCEOs, appunto grazie all'introduzione di norme come la legge Golfo-Mosca a favore della parità di genere negli organi apicali delle società.

I settori all'interno dei quali operano le aziende che abbiamo preso in osservazione per la costruzione del dataset sono molteplici (come si evince dalla figura 5.1), ma come affermato in precedenza, il dataset è stato ampliato con le imprese francesi appartenenti solamente ai settori della moda, chimico, dell'energia e delle telecomunicazioni che avessero al comando almeno una CEO donna per settore. La suddivisione delle osservazioni tra imprese italiane e francesi per i settori sopra menzionati è mostrata in tabella 5.3, mentre in figura 5.2 è presente la suddivisione generale del campione tra la percentuale di osservazioni italiane e quelle francesi.

---

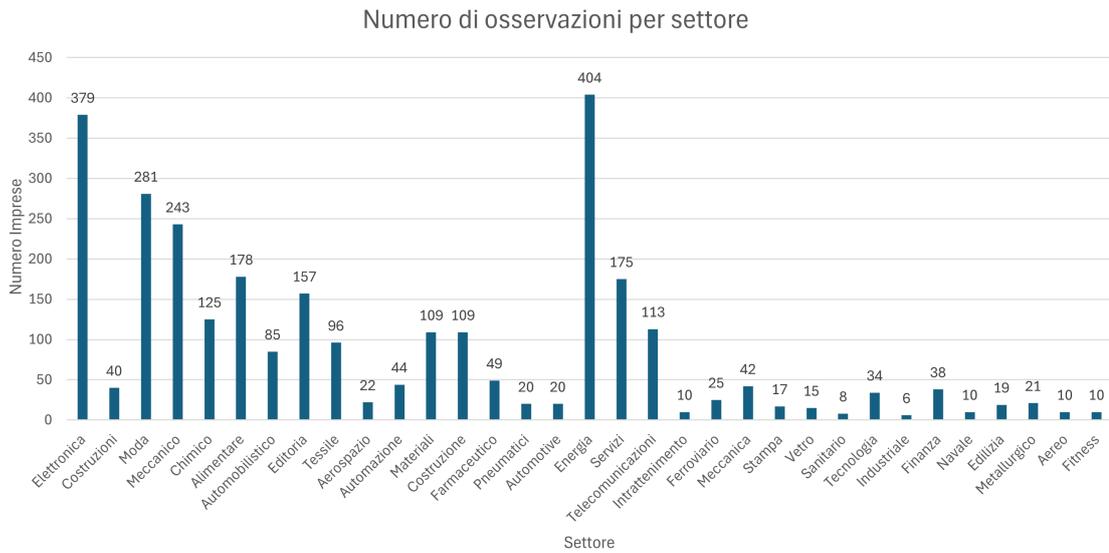
<sup>3</sup>Struttura proprietaria e struttura finanziaria: Analisi empirica su un campione d'impresе quotate italiane, Andreoli (2024), pp. 103

**Tabella 5.1:** Numero di osservazioni presenti nel campione di studio per ogni anno di osservazione (dal 2001 al 2023)

| <b>Anno</b> | <b>Numero Osservazioni</b> |
|-------------|----------------------------|
| 2001        | 66                         |
| 2002        | 93                         |
| 2003        | 111                        |
| 2004        | 116                        |
| 2005        | 123                        |
| 2006        | 134                        |
| 2007        | 142                        |
| 2008        | 142                        |
| 2009        | 148                        |
| 2010        | 157                        |
| 2011        | 155                        |
| 2012        | 159                        |
| 2013        | 162                        |
| 2014        | 159                        |
| 2015        | 148                        |
| 2016        | 152                        |
| 2017        | 147                        |
| 2018        | 122                        |
| 2019        | 122                        |
| 2020        | 89                         |
| 2021        | 90                         |
| 2022        | 65                         |
| 2023        | 65                         |

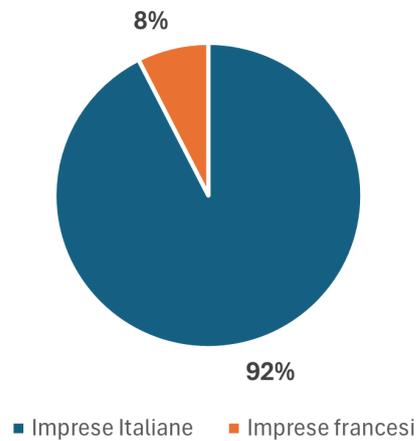
**Tabella 5.2:** Frequenza di FeCEOs nel campione nel corso degli anni osservati dal 2001 al 2023

| <b>Anno</b> | <b>Frequenza FeCEOs</b> | <b>Percentuale FeCEOs</b> |
|-------------|-------------------------|---------------------------|
| 2001        | 1                       | 1.5                       |
| 2002        | 2                       | 3.1                       |
| 2003        | 1                       | 1.5                       |
| 2004        | 1                       | 1.5                       |
| 2005        | 1                       | 1.5                       |
| 2006        | 1                       | 1.5                       |
| 2007        | 1                       | 1.5                       |
| 2008        | 1                       | 1.5                       |
| 2009        | 2                       | 3.1                       |
| 2010        | 3                       | 4.6                       |
| 2011        | 3                       | 4.6                       |
| 2012        | 2                       | 3.1                       |
| 2013        | 3                       | 4.6                       |
| 2014        | 4                       | 6.2                       |
| 2015        | 6                       | 9.2                       |
| 2016        | 6                       | 9.2                       |
| 2017        | 5                       | 7.7                       |
| 2018        | 3                       | 4.6                       |
| 2019        | 3                       | 4.6                       |
| 2020        | 1                       | 1.5                       |
| 2021        | 3                       | 4.6                       |
| 2022        | 6                       | 9.2                       |
| 2023        | 6                       | 9.2                       |
| Totale      | 65                      | 100%                      |



**Figura 5.1:** Numero osservazioni per settore dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale

Percentuale osservazioni tra imprese italiane e francesi



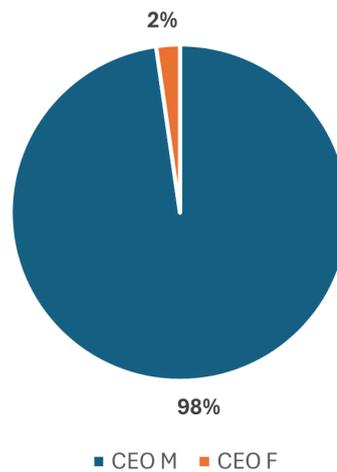
**Figura 5.2:** Percentuale osservazioni delle aziende italiane e francesi

**Tabella 5.3:** Numero di imprese italiane e francesi nei settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni

| Stato        | Chimico | Energia | Moda | Telecomunicazioni | Total |
|--------------|---------|---------|------|-------------------|-------|
| Francia      | 42      | 70      | 46   | 42                | 200   |
| Italia       | 81      | 300     | 224  | 64                | 669   |
| <b>Total</b> | 123     | 370     | 270  | 106               | 869   |

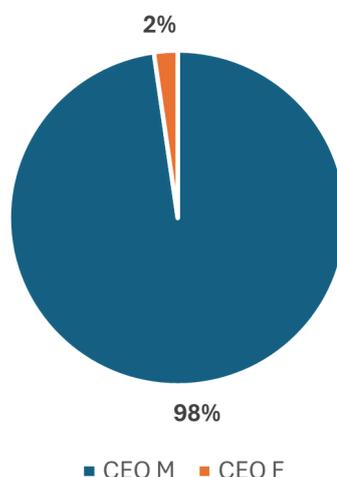
Come si può evincere dalla figura 5.3, all'interno della base dati utilizzata per le analisi risulta che solo il 2% delle aziende del campione ha una donna a ricoprire il ruolo di CEO, il restante 98% ha un CEO uomo. Andando a fare una restrizione del dataset dove si considerano solo le imprese appartenenti ai settori di moda, energia, telecomunicazioni e chimico, risulta che anche qui le percentuali di CEO donne e uomini sono le stesse dell'intero campione (figura 5.4).

Percentuale di CEO Uomini e Donne



**Figura 5.3:** CEO Gender diversity per le aziende osservate dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale

Percentuale di CEO Uomini e Donne  
nei settori Moda, Energia, Telecomunicazioni e Chimico



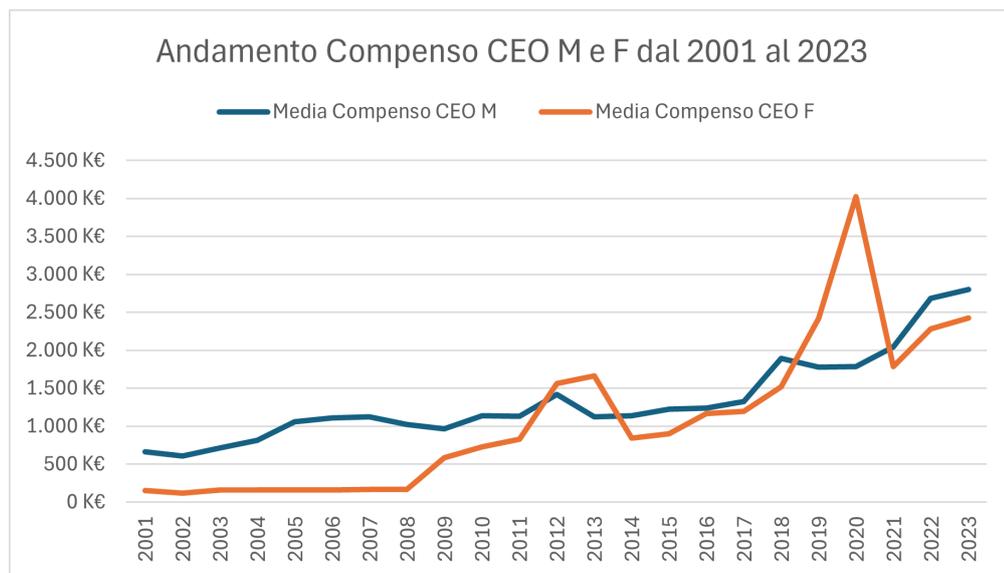
**Figura 5.4:** CEO Gender diversity per le aziende appartenenti ai settori Moda, Energia, Telecomunicazioni e Chimico osservate dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale

L'introduzione di norme sulla corporate governance negli ultimi anni a supporto della parità di genere, come la legge n. 120 del 2011, nota come *legge Golfo - Mosca*, ha lo scopo di "tutelare la parità di genere nell'accesso agli organi di amministrazione e di controllo per le società quotate in mercati regolamentati. L'articolo 3 della suddetta legge estende il campo di applicazione di tali disposizioni anche alle società pubbliche, ovvero quelle controllate da pubbliche amministrazioni. La finalità di questo atto normativo è affrontare la situazione di cronico squilibrio nella rappresentanza dei generi nelle posizioni di vertice delle predette imprese e riequilibrare l'accesso agli organi apicali" Repubblica (2011)<sup>4</sup>. L'introduzione di queste normative ha permesso alle donne CEO di arrivare a dei livelli di remunerazione al pari o addirittura superiori dei rispettivi colleghi uomini. Nei primi anni dal 2001 al 2008 si nota come il compenso annuo medio delle FeCEOs fosse decisamente inferiore a quello degli uomini, ma dal 2009 in poi si nota un

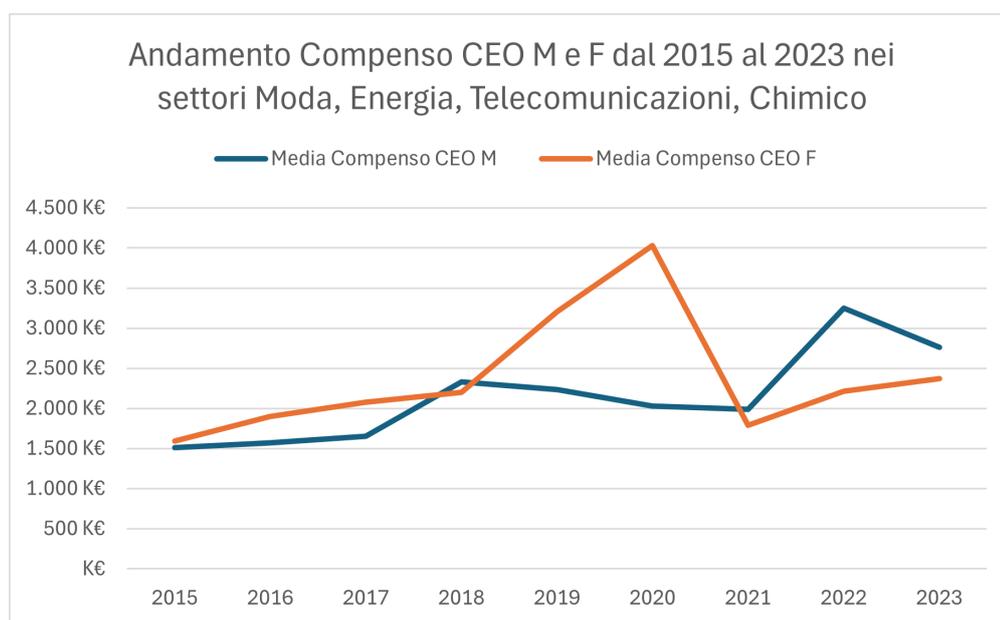
---

<sup>4</sup>Cit. Senato della Repubblica, legge n. 120 del 2011 sulla parità di genere negli organi apicali della società, [https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/18/DOSSIER/0/1107241/index.html?part=dossier\\_dossier1](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/18/DOSSIER/0/1107241/index.html?part=dossier_dossier1)

progressivo miglioramento con tendenza crescente, fino addirittura a superare la remunerazione dei CEO maschi (figura 5.5). Andando a prendere un sottoinsieme nel nostro campione, comprendente solo le imprese che appartengono ai settori moda, energia, telecomunicazioni e chimico, emerge che non ci sono state donne CEO prima del 2014, e, tranne per il 2022, la loro remunerazione (escludendo le stock option) complessivamente è stata fin da subito superiore a quella dei colleghi uomini (figura 5.6).



**Figura 5.5:** Andamento dei compensi annuali (escluso il fair value dell'equity based compensation) di CEO Uomini e Donne dal 2001 al 2023. Fonte: Analisi personale



**Figura 5.6:** Andamento dei compensi annuali (escluso il fair value dell’equity based compensation) di CEO Uomini e Donne dal 2015 al 2023 per i settori Moda, Chimico, Telecomunicazioni, Energia. Fonte: Analisi personale

Come menzionato nella descrizione delle variabili del dataset, il compenso totale del CEO è dato dalla somma di emolumenti, benefici non monetari, bonus, altri elementi del compenso (ad esempio l’uso di una macchina aziendale) ed infine, se previsto dalla società, il fair value del compenso basato sulla componente di equity. In tabella 5.4 si mostra quella che è la media delle diverse parti della remunerazione dei CEO in base al genere del CEO. Tranne per gli emolumenti, dove gli uomini hanno una media leggermente più elevata rispetto alle donne, per tutte le altre componenti risulta invece il contrario, ovvero che le FeCEOs hanno un valor medio superiore per quelle componenti remunerative rispetto ai colleghi uomini. Queste differenze sono in primis dovute al fatto che il numero di osservazioni con CEO donne è decisamente ridotto rispetto a quelle con CEO uomini, ma potrebbe indicare differenze nella struttura del compenso tra i generi, con politiche aziendali ed incentivi volti ad attrarre e trattenere donne in posizioni di leadership. In tabella 5.5 è invece presente il confronto dei compensi medi annuali e totali per CEO uomini e donne, da cui emerge che le FeCEOs mediamente ottengono un compenso superiore ai rispettivi colleghi uomini.

**Tabella 5.4:** Media delle componenti del compenso per genere del CEO

| CEO_Gender | Emolumenti | Bnf_Non_Mnt | Other_Comp | Bonus    | Fvalue_Eqcomp |
|------------|------------|-------------|------------|----------|---------------|
| F          | 594.6383   | 129.3722    | 422.5733   | 476.8267 | 291.942       |
| M          | 614.8198   | 13.78637    | 177.2625   | 450.6511 | 204.8297      |
| Total      | 614.3501   | 16.48592    | 182.9785   | 451.261  | 206.8394      |

**Tabella 5.5:** Media del compenso annuale e totale comprensivo di fair value dell'equity compensation

| CEO_Gender | Compenso annuale CEO | Compenso Tot |
|------------|----------------------|--------------|
| F          | 1341.502             | 1597.094     |
| M          | 1266.797             | 1465.994     |
| Total      | 1268.481             | 1469.017     |

Per quanto riguarda la parte del compenso legata al fair value dell'equity based compensation, questo risulta essere la componente più incentivante della remunerazione, di conseguenza quella più rischiosa perchè non è detto che venga poi effettivamente incassata. Teorie precedenti affermano che, siccome le donne sono più avverse al rischio, preferiscono una paga composta da una minore componente incentivante rispetto ai colleghi uomini, ed in tabella 5.6 si mostra la percentuale di donne che ha una retribuzione comprensiva del fair value legato all'equity. La seguente tabella mostra come il 63.83% delle aziende con FeCEO prevede le stock option come parte del compenso, a differenza del 36.17% che invece non le prevede, per un totale quindi di 30 FeCEOs che ricevono un compenso con possibilità di ottenere le stock option e 17 no invece. Tuttavia, i dati relativi al fair value dei compensi basati sull'equity dell'azienda sono diventati disponibili solo in seguito al 2012, anno in cui la CONSOB ne ha imposto la divulgazione completa (Abrardi e Rondi (2023)). Per quanto riguarda le aziende con CEO uomini al comando, i risultati in tabella 5.7 mostrano che il 71.12% non prevede la distribuzione di stock option come parte del compenso, al contrario del 28.88% che invece la prevede, evidenziando un primo distacco delle donne che risultano, in percentuale, più propense ad ottenere le stock option come remunerazione incentivante. Infine, in tabella 5.8 si mostra il numero di osservazioni per ogni settore del matching che prevedono un compenso che include anche le stock option, per un totale di 191.

**Tabella 5.6:** Distribuzione della variabile StockOp\_Dum per le aziende con ceo\_f = 1 dal 2011 in poi

| StockOp_Dum | Freq. | Percent | Cum.   |
|-------------|-------|---------|--------|
| 0           | 17    | 36.17   | 36.17  |
| 1           | 30    | 63.83   | 100.00 |
| Total       | 47    | 100.00  |        |

**Tabella 5.7:** Distribuzione della variabile StockOp\_Dum per le aziende con ceo\_m = 1 dal 2011 in poi

| StockOp_Dum | Freq. | Percent | Cum.   |
|-------------|-------|---------|--------|
| 0           | 990   | 71.12   | 71.12  |
| 1           | 402   | 28.88   | 100.00 |
| Total       | 1392  | 100.00  |        |

**Tabella 5.8:** Distribuzione delle aziende con StockOp\_Dum = 1 per gli anni successivi al 2011 e per i settori moda, chimico, energia e telecomunicazioni

| Settore           | StockOp_Dum = 1 |
|-------------------|-----------------|
| Chimico           | 24              |
| Energia           | 77              |
| Moda              | 68              |
| Telecomunicazioni | 22              |
| Totale            | 191             |

## 5.2.2 Le analisi dei test sulle differenze di medie salariali tra CEO uomini e donne

Un primo passo nell'analisi consiste nel verificare se vi è una differenza significativa di medie dei compensi tra i gruppi di CEO di genere femminile (F) e maschile (M). Quest'analisi viene condotta tramite l'utilizzo del comando *t-test* del software STATA, che permette di eseguire un test d'ipotesi con un livello di confidenza del 95%. L'ipotesi nulla  $H_0$  è che la differenza tra le medie sia pari a zero ( $\text{diff} = 0$ ), contro l'ipotesi alternativa che questa differenza sia diversa da zero ( $H_a: \text{diff} \neq 0$ ). Quando si esegue un test al livello di significatività del 95% significa che si può rifiutare l'ipotesi nulla se il modulo della statistica calcolata ( $|t|$ ) è superiore a 1.96 ( $|t| > 1.96$ ) e se il p-value è minore del 5% ( $\text{p-value} < 0.05$ ).

Siccome il compenso totale del CEO è caratterizzato da diverse componenti, fisse e variabili, è necessario andare ad effettuare molteplici test sulla differenza di medie per comprendere se esistono delle componenti statisticamente significative tra questi due sottogruppi. Le variabili usate per fare le differenze di medie sono dei rapporti, in modo da poter valutare la differenza in termini relativi rispetto al compenso totale. Non si utilizza il valore assoluto, perchè quest'ultimo può variare significativamente tra le aziende a causa delle differenze nelle dimensioni aziendali, nei settori e nella redditività dell'azienda. Ad esempio, un CEO di una grande multinazionale avrà probabilmente un compenso fisso più elevato rispetto ad un CEO di una piccola azienda. Tuttavia, questa differenza non implica necessariamente che la struttura retributiva sia diversa, ma piuttosto una semplice variazione nei livelli salariali generali tra le aziende. Di conseguenza, una variabile che confronti i compensi fissi assoluti potrebbe non evidenziare le differenze strutturali nei compensi, ma solamente quelle nei livelli generali di retribuzione. Per questo motivo si normalizza il compenso fisso rispetto al compenso totale, in modo che si possa percepire meglio la percentuale di remunerazione fissa sul totale, analizzando così la struttura del compenso del CEO. I risultati dei vari test sulla differenza di medie risultano essere presenti in tabella 5.9.

Il primo test effettuato riguarda la variabile *rapporto\_fisso1*, per il quale si utilizza la variabile di rapporto tra la componente fissa del compenso (data da emolumenti + other\_comp) e il totale annuale del CEO, da cui si esclude il fair value dell'equity based compensation. Si nota innanzitutto come il numero di osservazioni per le donne sia nettamente inferiore a quello degli uomini (60 per le CEO donne contro 2598 per i CEO uomini, come avevamo già evidenziato in precedenza anche in figura 5.3) ed emerge che c'è una leggera differenza nella media del rapporto fisso, con le donne che mediamente ottengono un compenso fisso minore dei rispettivi colleghi uomini, e questo risultato è statisticamente significativo in quanto il p-value è inferiore al livello di significatività di 0.01. La stessa variabile si usa anche per condurre un secondo test sulle differenze di medie, ma solo per il campione ristretto appartenente ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Siccome il campione è ridotto il numero di osservazioni è inferiore rispetto a prima, ma risulta comunque notevole la differenza tra il numero di osservazioni con CEO donne e quelle con CEO uomini (rispettivamente 20 osservazioni con CEO donna rispetto a

855 con CEO uomo), con una differenza sulle medie statisticamente significativa al 5%, da cui risulta che gli uomini guadagnano mediamente di più delle donne.

Passando alla parte variabile del compenso annuo del CEO, si effettua un test sulla differenze di medie per i due gruppi sulla variabile *rapporto\_bonus*, che incorpora i bonus e i benefici non monetari, sempre rapportata al totale annuale del CEO, da cui si esclude il fair value della componente equity. Come prima, la differenza di medie tra i due gruppi risulta statisticamente significativa in quanto il p-value è inferiore alla soglia di significatività di 0.01, ma questa volta a favore delle FeCEOs, le quali ottengono un compenso variabile mediamente superiore agli uomini, sia nel caso dell'intero campione, sia nel caso con campione ridotto ai settori menzionati in precedenza.

Come affermato in precedenza, le aziende possono prevedere un piano di stock option come parte del compenso totale del CEO, ma questa componente è la più rischiosa e allo stesso tempo la più incentivante, quindi non è detto che le aziende la prevedano e non è detto che il CEO accetti come parte del suo salario questo elemento così rischioso, motivo per cui le analisi sulle differenze delle medie sono state svolte considerando come un primo esempio di analisi la componente variabile rapportata compenso annuale del CEO in cui da entrambe è stato escluso il fair value dell'equity based compensation, mentre in questo secondo caso verranno svolte le analisi considerando sia nella componente variabile sia nel compenso totale del CEO il fair value del compenso basato sull'equity.

La variabile *rapporto\_fisso2* è data appunto dalla somma delle due componenti fisse (ovvero emolumenti e *other\_comp*) divise per il compenso totale comprensivo di fair value delle stock option, e come avveniva nel precedente caso di analisi della variabile *rapporto\_fisso1*, si verifica che il rapporto medio del compenso è più alto per gli uomini rispetto alle donne e questa differenza risulta statisticamente significativa con un livello di significatività dell'1%. Questo risultato rimane invariato nel momento in cui si va a restringere il campo di analisi ai singoli settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni.

Nelle ultime due righe della tabella 5.9 sono presenti i risultati dei test sulla differenza di medie prima sull'intero campione e poi sul campione ristretto per la variabile *rapporto\_variabile*, e anche in questo caso la differenza di medie risulta essere statisticamente significativa, con le FeCEOs che in media guadagnano un

compenso variabile mediamente superiore agli uomini, sia nel campione intero sia in quello ridotto, così come si verificava nel caso del rapporto\_bonus.

**Tabella 5.9:** Test t per la differenza di medie delle imprese italiane e francesi delle variabili date dai rapporti delle componenti fisse e variabili del compenso del CEO sul totale, sia nel caso dell'intero settore sia per il sotto campione

| Statistics                       | Obs  | M        | F       | Diff. (F - M) | p-value |
|----------------------------------|------|----------|---------|---------------|---------|
| rapporto_fisso1                  | 2658 | 0.79585  | 0.70547 | -0.09039      | 0.0035  |
| rapporto_fisso1 if sub_sect=1    | 875  | 0.73214  | 0.6166  | -0.11554      | 0.0455  |
| rapporto_bonus                   | 2661 | 0.20348  | 0.30665 | 0.10317       | 0.0010  |
| rapporto_bonus if sub_sect=1     | 877  | 0.26337  | 0.41974 | 0.15638       | 0.0067  |
| rapporto_fisso2                  | 2632 | 0.76469  | 0.62623 | -0.13845      | 0.0001  |
| rapporto_fisso2 if sub_sect=1    | 866  | 0.693156 | 0.44915 | -0.24400      | 0.0002  |
| rapporto_variabile               | 2632 | 0.23459  | 0.37817 | 0.14358       | 0.0000  |
| rapporto_variabile if sub_sect=1 | 866  | 0.30233  | 0.56408 | 0.26175       | 0.0000  |

Note: sub\_sect=1 indica che il campione è stato ristretto solo alle aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Gli anni presi in analisi vanno dal 2011 in poi perchè solo in quel periodo la CONSOB ha introdotto le normative a favore della divulgazione di queste informazioni

Come affermato in precedenza, le stock option sono la parte più rischiosa del compenso dei CEO, di conseguenza non tutte le aziende le prevedono come componente della remunerazione. Andando a fare una differenza di medie sulla dummy relativa alla presenza di stock option sulla base del genere del CEO, emerge che ci sia una differenza statisticamente significativa con un p-value inferiore al livello di significatività dell'1%, da cui risulta che le donne CEO ricevono mediamente più stock option dei rispettivi colleghi uomini, a supporto di quanto visto in precedenza ovvero che le FeCEOs tendono a guadagnare una componente variabile superiore ai rispettivi colleghi uomini (tabella 5.10).

**Tabella 5.10:** Test t per la differenza di medie delle imprese italiane e francesi sulla presenza di stock option nel compenso in base al genere del CEO

| Statistics                | Obs  | M       | F      | Diff. (F - M) | p-value |
|---------------------------|------|---------|--------|---------------|---------|
| StockOp_Dum               | 1447 | 0.28714 | 0.6383 | 0.35116       | 0.0000  |
| StockOp_Dum if sub_sect=1 | 529  | 0.34184 | 0.85   | 0.50815       | 0.0000  |

Note: sub\_sect=1 indica che il campione è stato ristretto solo alle aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Gli anni presi in analisi vanno dal 2011 in poi perchè solo in quel periodo la CONSOB ha introdotto le normative a favore della divulgazione di queste informazioni

Il compenso totale del CEO varia a seconda che siano distribuite le stock option o meno, motivo per cui in tabella 5.11 sono presenti i risultati del test sulla differenza di medie per quanto riguarda le imprese italiane e francesi che hanno distribuito le stock option dal 2011 in avanti, sia analizzando il campione per intero, sia analizzando solo il sotto campione contenente le aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. I compensi dei CEO che ricevono le stock option sono mediamente superiori a quelli dei CEO che non le ricevono e questa differenza risulta essere statisticamente significativa, con un p-vale inferiore al livello di significatività standard dell'1%.

**Tabella 5.11:** Test t per la differenza di medie per le imprese italiane e francesi sulla variabile totale compenso del CEO sulla base della distribuzione o meno delle stock option come parte del compenso totale, dagli anni 2011 in poi

| Statistics            | Obs  | StockOp_Dum=0 | StockOp_Dum=1 | Diff. (0-1) | p-value |
|-----------------------|------|---------------|---------------|-------------|---------|
| totcomp               | 1412 | 1335.282      | 2923.983      | -1588.701   | 0.0000  |
| totcomp if sub_sect=1 | 519  | 1654.452      | 3700.849      | -2046.397   | 0.0000  |

Note: sub\_sect=1 indica che il campione è stato ristretto solo alle aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Gli anni presi in analisi vanno dal 2011 in poi perchè solo in quel periodo la CONSOB ha introdotto le normative a favore della divulgazione di queste informazioni

### 5.3 Analisi empiriche delle regressioni

All'interno del presente lavoro di tesi si usano i dati panel, che considerano le variazioni nel tempo per ogni singola impresa. Uno strumento molto utilizzato per l'analisi dei dati panel è la regressione con effetti fissi, grazie alla quale è possibile controllare meglio se le variabili omesse, che possono cambiare tra le varie imprese ma rimangono costanti nel tempo, influenzano i risultati ottenuti. È sicuramente importante tenere in considerazione gli effetti fissi di ogni impresa, ma un aspetto interessante è ampliare il modello in modo da tenere in considerazione anche gli effetti temporali. Questi ultimi permettono di rilevare in che modo i fattori esterni che variano nel tempo, possono influenzare il contesto economico all'interno del periodo preso in esame. Attraverso lo stimatore panel ad effetti fissi è dunque possibile controllare le caratteristiche che rimangono invariate, in modo da evitare il pericolo di distorsioni causate dalla presenza di variabili omesse <sup>5</sup>.

Nel presente lavoro è stato introdotto un modello di regressione che incorpora sia gli effetti fissi aziendali sia quelli temporali, ispirandosi al modello utilizzato nel loro studio sui contratti incentivanti condotto da Abrardi e Rondi (2023).

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{CEOpay}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA} * 100_{it} + \alpha_2 \text{CEO\_f}_{it} + \alpha_3 \text{Log}(\text{TotalAssets}) \\ & + \alpha_4 (\text{ROA} * 100_{it} \times \text{CEO\_f}_{it}) + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5.5)$$

I pedici  $i$  e  $t$  indicano rispettivamente le varie aziende ed i diversi periodi temporali, che in questo modello vanno dal 2001 al 2023. Il coefficiente  $\alpha_1$  dell'equazione 5.5<sup>6</sup> stima la PPS, il coefficiente  $\alpha_2$  testa invece se la paga del CEO è significativamente più alta nelle imprese con al comando una CEO donna, rispetto a quelle con CEO uomini. Il coefficiente  $\alpha_3$  stima l'impatto della grandezza dell'azienda sulla remunerazione del CEO. Il coefficiente  $\alpha_4$  testa se la PPS è significativamente più alta in imprese con CEO donna. Il vettore  $X'_{it}$  include le variabili di controllo per il CEO e le caratteristiche dell'impresa, mentre le variabili  $\mu_i$  e  $\lambda_t$  rappresentano rispettivamente gli effetti fissi specifici per ciascuna impresa e gli effetti temporali.

---

<sup>5</sup>Impatto dell'Initial Public Offering sulle imprese italiane, Frasconi (2024)

<sup>6</sup>La stessa regressione verrà poi eseguita anche con la dummy  $\text{ceo\_m}$  al posto di  $\text{ceo\_f}$ .

Infine  $\epsilon_{it}$  rappresenta il termine di errore che cattura la parte di variabilità della variabile dipendente non spiegata dalle variabili dipendenti, ovvero tiene in conto di come i fattori non inclusi nel modello possano influenzare i risultati.

Per implementare il modello di regressione all'interno del software statistico Stata, per prima cosa si sono definiti i dati come panel attraverso il comando `tsset`, da usare in combinazione con la funzione `xtreg`, che permette di eseguire la regressione ad effetti fissi con errore robusto (`fe robust`), per consentire la corretta stima del modello e del p-value in presenza di eteroschedasticità. L'opzione `i.year` permette di tenere in considerazione gli effetti temporali tra le variabili indipendenti, generando così l'insieme delle variabili dummy temporali.

A partire dal modello di regressione definito nell'equazione 5.5, si esaminano prima i risultati dell'analisi effettuata sull'intero dataset, per poi osservare come cambia la situazione se si riduce il campione includendo solo i settori di moda, chimica, energia e telecomunicazioni, al fine di creare un matching tra le imprese italiane e francesi. Il modello di regressione usato è log-lineare, in modo da poter valutare le variazioni percentuali. La prima regressione svolta sull'intero campione prevede come variabile dipendente il logaritmo del salario annuale del CEO (`lnpay`), ed è funzione delle variabili indipendenti che sono *ROA* (Return on Asset)<sup>7</sup>, *ceo\_f* (una variabile dummy per il genere del CEO che vale 1 se quest'ultimo è femmina), *lntotalassets* (il logaritmo del totale attivo), *roa\_ceogen* (l'interazione tra il ROA e il genere del CEO) ed infine l'insieme degli anni, inclusi come variabili per controllare gli effetti temporali. La stessa regressione viene poi condotta sul sottoinsieme del campione che include solo i settori sopra menzionati.

Un secondo modello di regressione, rappresentato dall'equazione 5.6<sup>8</sup>, è quello che prevede il  $\log(\text{MarketCap})$  come indicatore di performance aziendale al posto del ROA. In questo caso il modello risulta logaritmico-logaritmico e si può misurare l'elasticità, ovvero come una variazione percentuale nella variabile indipendente  $\log(\text{MarketCap})$  comporti una variazione percentuale della variabile dipendente  $\log(\text{CEOPay})$ . Le altre variabili indipendenti rimangono le stesse del modello

---

<sup>7</sup>Per questa prima regressione si utilizza il ROA come indicatore di performance aziendale, che rappresenta una semi elasticità. In seguito in un'altra regressione, si userà il  $\log(\text{MarketCapitalization})$  come indicatore di performance, che stima invece l'elasticità.

<sup>8</sup>La stessa regressione verrà poi eseguita anche con la dummy `ceo_m` al posto di `ceo_f`.

precedente.

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{CEOpay}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{log}(\text{MarketCap})_{it} + \alpha_2 \text{CEO\_f}_{it} + \alpha_3 \text{Log}(\text{TotalAssets}) \\ & + \alpha_4 (\text{log}(\text{MarketCap})_{it} \times \text{CEO\_f}_{it}) + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5.6)$$

Sono state condotte quattro diverse regressioni, dove le prime due colonne relative alla tabella 5.12 contengono i risultati relativi alle regressioni svolte con ROA come indicatore di performance, mentre le ultime due colonne mostrano i risultati ottenuti con il logaritmo della Market Capitalization come indicatore di performance.

Partendo dunque dalla prima colonna, si vede subito che esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra la redditività dell'azienda (ROA) e il compenso del CEO, con un p-value inferiore al livello di significatività di 0.05. Anche il logaritmo degli asset totali è positivo e significativamente correlato al compenso del CEO, suggerendo che imprese con più asset tendono a pagare compensi più alti ai loro CEO. Le altre variabili del modello risultano invece statisticamente non significative. Analizzando invece la seconda colonna che contiene il risultato delle analisi con il campione ristretto per le aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni, si nota che anche qui il ROA e il logaritmo degli asset totali sono positivi e statisticamente significativi, ovvero una loro variazione impatta la variazione della paga annuale del CEO, ma in aggiunta risulta che anche la variabile *ceo\_f* è statisticamente significativa e negativa, indicando così una possibile disparità retributiva basata sul genere in questi settori specifici.

Le colonne (3) e (4) contengono invece le analisi di regressione con il logaritmo della Market Capitalization per misurare la performance. La colonna (3) fa riferimento all'intero campione, da cui emerge che sia l'indicatore di performance sia il logaritmo dei total asset sono statisticamente significativi, ma in questo caso non emerge alcuna differenza significativa tra i CEO maschi e femmine. Infine la colonna (4) considera nuovamente il campione ridotto ed in questo caso un fattore statisticamente significativo e positivo è l'assetto aziendale, ergo le imprese più grandi pagano di più, mentre la variabile dummy rappresentante il *ceo\_f* risulta essere significativa e correlata negativamente con la paga del CEO, rappresentando

anche in questo caso una possibile disparità di genere.

Per le seguenti analisi di regressione si è tenuto in considerazione lo stimatore per gli effetti fissi, le dummies temporali per gli anni dal 2001 al 2023 e alcune variabili di controllo relative alla corporate governance e alla presenza di investitori istituzionali, tra cui il turnover e la tenure del CEO, la CEO\_chair duality, la presenza di institutional investor e la distribuzione delle stock option come componente variabile della remunerazione del CEO. L'unica di queste variabili di controllo che risulta essere statisticamente significativa, oltre al logaritmo dei total asset, risulta essere il turnover del CEO, ovvero il fatto che il CEO possa cambiare in un determinato anno di osservazione.

In tabella 5.13 sono presenti i risultati ottenuti dalle stesse regressioni di prima, ma in questo caso tra le variabili indipendenti è presente la dummy ceo\_m, che assume il valore 1 quando il CEO è maschio. Il fatto che il coefficiente del ROA vari nelle regressioni a seconda che come variabile indipendente ci sia ceo\_f o ceo\_m, potrebbe indicare che la pay-for-performance sensitivity, ovvero la sensibilità del compenso alla performance, cambia in funzione del genere del CEO. Questo significa che l'effetto di un miglioramento nel ROA (o nel logaritmo della Market Capitalization nel caso in cui venga preso questo come indicatore di performance) sul compenso del CEO potrebbe essere diversa per i CEO uomini rispetto alle donne.

Partendo dalla prima regressione in colonna (1), emerge che il ROA è positivo ma non è statisticamente significativo nel campione totale, a differenza del caso con ceo\_f come variabile dummy indipendente. Il coefficiente della variabile ceo\_m è positivo, indicando che c'è una leggera differenza nei compensi, ma non è statisticamente significativo, quindi non si può affermare che esista una differenza significativa nei compensi tra CEO uomini e donne nel campione totale. Come nel primo caso, anche in quest'analisi il logaritmo del totale dell'attivo è positivo e statisticamente significativo, evidenziando una relazione positiva tra la dimensione dell'azienda ed il compenso del CEO, ovvero per ogni aumento percentuale dei total asset si avrà un aumento dello 0.379% nel compenso annuale dei CEO. In colonna (2) il campione è ristretto alle imprese dei settori moda, energia, telecomunicazioni e chimico, sia il ceo\_m sia il logaritmo del total asset sono positivi e statisticamente significativi. Il fatto che il coefficiente per ceo\_m sia significativo al 5% e positivo,

implica che nel campione ristretto per i settori specificati, i CEO maschi guadagnano mediamente di più delle CEO donne.

La colonna (3) contiene le analisi per il logaritmo della market capitalization come indicatore di performance, che insieme al log dei total asset, risultano essere positivi e statisticamente significativi rispettivamente al 5% e all'1%. Seppur il valore della variabile *ceo\_m* sia positivo e leggermente superiore alle regressioni precedenti condotte con *ceo\_f*, non è statisticamente significativo, il che suggerisce che non ci sia una differenza di compenso tra i due generi di CEO nel campione totale quando si considera anche la capitalizzazione di mercato. Infine in colonna (4), con il campione ridotto, si verifica anche qui che il coefficiente della variabile *ceo\_m* è statisticamente significativa insieme al logaritmo del totale attivo, anch'esso positivo, indicando che per ogni aumento percentuale degli asset totali aziendali, il compenso annuale del CEO aumenta dello 0.427%. Esattamente come fatto nelle regressioni in tabella 5.13, anche qui si sono utilizzate le stesse variabili di controllo, da cui risulta che, oltre al logaritmo del totale attivo, l'unica statisticamente significativa è il turnover ed è negativa, ad indicare che nel momento in cui si verifica il turnover del CEO, si avrà una riduzione del compenso del CEO.

Seppur i risultati non sono statisticamente significativi, si può evincere dalla tabella 5.12 che il salario delle FeCEOs, escludendo la componente più rischiosa e variabile data dalle stock option, è mediamente inferiore a quella dei colleghi uomini (tabella 5.13), ma che la PPS legata al ROA data dalla presenza di una FeCEO al comando è superiore a quella con un uomo al comando, indicando che tendenzialmente le donne sono più propense a ottenere compensi legati alla performance.

**Tabella 5.12:** Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso annuale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo\_f

| VARIABLES          | (1)<br>lnpay          | (2)<br>lnpay<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpay          | (4)<br>lnpay<br>(cmp ridotto) |
|--------------------|-----------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------------|
| ROA100             | 0.438**<br>(0.213)    | 0.324*<br>(0.162)             |                       |                               |
| lnmarketcap        |                       |                               | 0.104**<br>(0.0427)   | 0.0436<br>(0.0647)            |
| ceo_f              | -0.0773<br>(0.177)    | -0.410**<br>(0.169)           | -0.482<br>(0.454)     | -0.647*<br>(0.369)            |
| roa_ceof           | 0.426<br>(1.810)      | 1.574<br>(1.390)              |                       |                               |
| mkcap_ceof         |                       |                               | 0.0659<br>(0.0717)    | 0.0674<br>(0.175)             |
| Intotasset         | 0.379***<br>(0.0583)  | 0.463***<br>(0.0700)          | 0.285***<br>(0.0686)  | 0.427***<br>(0.0883)          |
| turnover           | -0.167***<br>(0.0454) | -0.223***<br>(0.0772)         | -0.170***<br>(0.0441) | -0.242***<br>(0.0762)         |
| Constant           | 3.770***<br>(0.399)   | 3.074***<br>(0.579)           | 3.449***<br>(0.396)   | 3.032***<br>(0.549)           |
| Firm Fixed Effects | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Time dummies       | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Control Variables  | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Observations       | 2,169                 | 718                           | 2,183                 | 715                           |
| R-squared          | 0.219                 | 0.220                         | 0.224                 | 0.229                         |
| Number of Nfirm    | 162                   | 54                            | 165                   | 54                            |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, Stock Option Dummy

Note: Il compenso del CEO in queste regressioni esclude il fair value dell'equity based compensation. Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

**Tabella 5.13:** Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso annuale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo\_m

| VARIABLES          | (1)<br>lnpay          | (2)<br>lnpay<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpay          | (4)<br>lnpay<br>(cmp ridotto) |
|--------------------|-----------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------------|
| ROA100             | 0.880<br>(1.798)      | 1.898<br>(1.345)              |                       |                               |
| lnmarketcap        |                       |                               | 0.170**<br>(0.0791)   | 0.111<br>(0.183)              |
| ceo_m              | 0.0772<br>(0.177)     | 0.410**<br>(0.169)            | 0.482<br>(0.454)      | 0.647*<br>(0.369)             |
| roa_ceom           | -0.442<br>(1.803)     | -1.574<br>(1.390)             |                       |                               |
| mkcap_ceom         |                       |                               | -0.0661<br>(0.0717)   | -0.0674<br>(0.175)            |
| Intotasset         | 0.379***<br>(0.0583)  | 0.463***<br>(0.0700)          | 0.285***<br>(0.0686)  | 0.427***<br>(0.0883)          |
| turnover           | -0.167***<br>(0.0454) | -0.223***<br>(0.0772)         | -0.170***<br>(0.0441) | -0.242***<br>(0.0762)         |
| Constant           | 3.693***<br>(0.426)   | 2.664***<br>(0.573)           | 2.966***<br>(0.571)   | 2.385***<br>(0.645)           |
| Firm Fixed Effects | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Time dummies       | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Control Variables  | Yes                   | Yes                           | Yes                   | Yes                           |
| Observations       | 2,230                 | 756                           | 2,247                 | 755                           |
| R-squared          | 0.217                 | 0.209                         | 0.225                 | 0.216                         |
| Number of Nfirm    | 164                   | 56                            | 167                   | 56                            |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, Stock Option Dummy

Note: Il compenso del CEO in queste regressioni esclude il fair value dell'equity based compensation. Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

Come affermato in precedenza, la remunerazione del CEO può essere composta anche da una parte di equity, che consente loro di ottenere delle azioni della società al fair value stabilito in precedenza durante la definizione del piano azionario. Di conseguenza, si analizza come le analisi di regressione rappresentate nelle equazioni 5.7 e 5.8 variano quando la variabile dipendente diventa il compenso totale del CEO, inclusa questa componente di remunerazione molto rischiosa e variabile data dalle stock option.

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{CEOpay\_tot}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA} * 100_{it} + \alpha_2 \text{Ceo\_f}_{it} + \alpha_3 \text{Log}(\text{TotalAssets}) \\ & + \alpha_4 (\text{ROA} * 100_{it} \times \text{Ceo\_f}_{it}) + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5.7)$$

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{CEOpay\_tot}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{log}(\text{MarketCap})_{it} + \alpha_2 \text{CEO\_f}_{it} + \alpha_3 \text{Log}(\text{TotalAssets}) \\ & + \alpha_4 (\text{log}(\text{MarketCap})_{it} \times \text{CEO\_f}_{it}) + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5.8)$$

I risultati di questa regressione sono presenti nella tabella 5.14. Partendo dalla colonna (1) che analizza il campione totale con indicatore di performance aziendale il ROA, emerge che proprio il ROA, ovvero la redditività aziendale, insieme al logaritmo dei total assets sono i principali determinanti del compenso del CEO, avendo un impatto positivo e statisticamente significativo rispettivamente al 5% e all'1%. Il coefficiente legato alla dummy ceo\_f è negativa, sintomo del fatto che il compenso medio percentuale degli uomini è più alto di quello delle donne, ma non è una differenza statisticamente significativa. La PPS data dall'interazione tra ROA e la dummy relativa alle FeCEO risulta positiva, indicando che la presenza di una donna CEO ha un impatto positivo sulla pay performance, ma il risultato non è statisticamente significativo. Tra le variabili di controllo che sono state inserite nell'analisi di regressione, risulta che turnover, tenure e la presenza di stock option siano tutte statisticamente significative, rispettivamente all'1% e al 10%. Il turnover ha un coefficiente negativo, ad indicare che una variazione del CEO in un certo anno di osservazione ha un impatto negativo sul compenso totale del CEO. Al contrario, la tenure e la presenza di stock option hanno un coefficiente positivo, sinonimo del

fatto che un'esperienza elevata in azienda e una remunerazione incentivante sono elementi che contribuiscono positivamente al compenso totale del CEO. I risultati in colonna (2) ottenuti dalle analisi del campione ristretto ai settori moda, chimico, energia e telecomunicazioni, fanno evincere che anche in questo caso gli unici due elementi positivi e statisticamente significativi sono il ROA e il logaritmo del totale attivo, insieme alla variabile di controllo associata al turnover. Il ROA, seppur sempre positivo, ha un impatto inferiore rispetto a quello che ha sul campione totale, a differenza dei total asset che hanno invece un impatto superiore rispetto al caso sul campione totale. L'impatto del turnover risulta negativo, come anche nei casi precedenti, mentre le altre variabili di controllo risultano non essere statisticamente significative.

Passando ora alle analisi di regressione condotte con il logaritmo della capitalizzazione di mercato con i risultati nelle colonne (3) e (4) rispettivamente per il campione intero e per il campione ridotto. In colonna (3) si evince come la situazione con il logaritmo della market capitalization sia molto simile a quanto si è verificato nel caso (1), con il ROA come indicatore di performance, ovvero solo la capitalizzazione di mercato e il logaritmo dei total assets sono dei determinanti positivi e statisticamente significativi del compenso del CEO nel campione totale, ma non emergono differenze salariali statisticamente significative tra i CEO uomini e donne. Il turnover rimane significativo ma con un impatto negativo sul compenso totale del CEO. Infine in colonna (4) con il campione di mercato ridotto, si vede che l'indicatore di performance non risulta più statisticamente positivo, ma risultano significativi l'assetto aziendale, il turnover e la disparità di compenso tra i CEO maschi e femmine, da cui risulta che le donne CEO guadagnano significativamente meno rispetto ai CEO uomini. Tutte le altre variabili di controllo utilizzate non risultano avere impatti significativi sulla remunerazione complessiva in questo caso.

Per analizzare come varia la PPS a seconda che ci sia una CEO donna o un uomo al comando, si eseguono le stesse regressioni (ovvero le equazioni 5.7 e 5.8) ma con la dummy `ceo_m` e le rispettive interazioni. I risultati rappresentati in tabella 5.15 evidenziano come il coefficiente legato alla performance aziendale, sia nel caso in cui questo sia il ROA sia nel caso in cui è il logaritmo della capitalizzazione di mercato, assumono dei valori superiori rispetto alle regressioni condotte con le `ceo_f`. Ciò che sorprende subito è che sia nella colonna (1) che analizza il campione intero, sia

nella colonna (2) che analizza il campione ristretto, il ROA non è statisticamente significativo, al contrario del logaritmo degli assetti aziendali, che è positivo e significativo e quindi un suo aumento dell'1% comporta un aumento nel compenso del CEO rispettivamente di 0.356% e 0.119%. Tra le altre variabili di controllo utilizzate risultano statisticamente significative il turnover, correlato negativamente con la paga totale del CEO, la tenure e la presenza di stock option, che risultano invece essere correlate positivamente con la remunerazione del CEO. Passando alla colonna (3) si nota invece che in questo caso l'indicatore di performance aziendale, insieme al logaritmo dei total asset e alla summy che indica la presenza di stock option, sono positivi e statisticamente significativi, a differenza del turnover che è correlato negativamente. In colonna (4) si riduce il campione solo per le imprese appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni risulta che la variabile *ceo\_m* è positiva e statisticamente significativa, suggerendo una possibile disparità nel compenso, a differenza delle analisi precedenti dove questa significatività statistica non c'era. In aggiunta a quest'ultima risultano essere positivi e statisticamente significativi anche il logaritmo della capitalizzazione di mercato e gli asset totali, suggerendo che un loro aumento comporta un aumento anche della paga totale del CEO, al contrario del turnover che risulta significativo ma con coefficiente negativo.

Le analisi di regressione sono state svolte con errori standard robusti e prendendo in analisi anche ulteriori variabili di controllo, quali il turnover, la tenure, la presenza di stock option, che sono risultate essere statisticamente significative in alcuni casi, mentre la CEO chair duality e la presenza di institutional investors non risultano essere statisticamente significative in nessuno dei casi sopra analizzati.

**Tabella 5.14:** Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo\_f

| VARIABLES          | (1)<br>lnpaytot       | (2)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpaytot       | (4)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) |
|--------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| ROA100             | 0.443**<br>(0.223)    | 0.311*<br>(0.163)                |                       |                                  |
| lnmarketcap        |                       |                                  | 0.138***<br>(0.0473)  | 0.0637<br>(0.0690)               |
| ceo_f              | -0.0235<br>(0.180)    | -0.306<br>(0.214)                | -0.300<br>(0.476)     | -1.060**<br>(0.410)              |
| roa_ceof           | 0.497<br>(1.923)      | 0.277<br>(1.863)                 |                       |                                  |
| mkcap_ceof         |                       |                                  | 0.0355<br>(0.0771)    | 0.281<br>(0.194)                 |
| Intotasset         | 0.356***<br>(0.0656)  | 0.449***<br>(0.0635)             | 0.228***<br>(0.0781)  | 0.388***<br>(0.0941)             |
| turnover           | -0.146***<br>(0.0467) | -0.202**<br>(0.0772)             | -0.151***<br>(0.0453) | -0.225***<br>(0.0757)            |
| tenure             | 0.00926*<br>(0.00535) | 0.00996<br>(0.00596)             | 0.00822<br>(0.00540)  | 0.00751<br>(0.00591)             |
| StockOp_Dum        | 0.120*<br>(0.0711)    | -0.00334<br>(0.123)              | 0.132*<br>(0.0710)    | 0.00692<br>(0.116)               |
| Constant           | 3.931***<br>(0.449)   | 3.267***<br>(0.532)              | 3.617***<br>(0.437)   | 3.258***<br>(0.524)              |
| Firm Fixed Effects | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Time dummies       | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Control Variables  | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Observations       | 2,138                 | 704                              | 2,150                 | 701                              |
| R-squared          | 0.239                 | 0.211                            | 0.248                 | 0.222                            |
| Number of Nfirm    | 160                   | 54                               | 163                   | 54                               |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, Stock Option Dummy. Note: Il compenso totale include il fair value dell'equity based compensation. Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

**Tabella 5.15:** Risultati delle regressioni per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni, con dummy ceo\_m

| VARIABLES          | (1)<br>lnpaytot       | (2)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpaytot       | (4)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) |
|--------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| ROA100             | 0.949<br>(1.908)      | 0.588<br>(1.820)                 |                       |                                  |
| lnmarketcap        |                       |                                  | 0.174**<br>(0.0837)   | 0.345*<br>(0.202)                |
| ceo_m              | 0.0234<br>(0.180)     | 0.306<br>(0.214)                 | 0.300<br>(0.476)      | 1.060**<br>(0.410)               |
| roa_ceom           | -0.506<br>(1.914)     | -0.277<br>(1.863)                |                       |                                  |
| mkcap_ceom         |                       |                                  | -0.0356<br>(0.0771)   | -0.281<br>(0.194)                |
| Intotasset         | 0.356***<br>(0.0656)  | 0.449***<br>(0.0635)             | 0.228***<br>(0.0781)  | 0.388***<br>(0.0941)             |
| turnover           | -0.146***<br>(0.0467) | -0.202**<br>(0.0772)             | -0.151***<br>(0.0453) | -0.225***<br>(0.0757)            |
| tenure             | 0.00926*<br>(0.00535) | 0.00996<br>(0.00596)             | 0.00822<br>(0.00540)  | 0.00751<br>(0.00591)             |
| StockOp_Dum        | 0.120*<br>(0.0711)    | -0.00334<br>(0.123)              | 0.132*<br>(0.0710)    | 0.00692<br>(0.116)               |
| Constant           | 3.907***<br>(0.474)   | 2.961***<br>(0.549)              | 3.317***<br>(0.620)   | 2.198***<br>(0.658)              |
| Firm Fixed Effects | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Time dummies       | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Control Variables  | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Observations       | 2,138                 | 704                              | 2,150                 | 701                              |
| R-squared          | 0.239                 | 0.211                            | 0.248                 | 0.222                            |
| Number of Nfirm    | 160                   | 54                               | 163                   | 54                               |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, Stock Option Dummy. Note: Il compenso totale include il fair value dell'equity based compensation. Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

Per analizzare più nel dettaglio se la PPS è influenzata dalla distribuzione delle stock option da parte dell'azienda, si sono condotte nuove analisi di regressione, sia sul ROA sia sul logaritmo della capitalizzazione di mercato. Per svolgere le seguenti regressioni si sono dovute creare delle nuove variabili:

- *roa\_stock*: è il prodotto tra il ROA e la dummy che indica se sono presenti le stock option o meno e permette di capire se la PPS è influenzata dalla presenza delle stock option o meno;
- *roa\_ceof\_stock* e *roa\_ceom\_stock*: è il prodotto tra il ROA, la dummy per che indica se un CEO è femmina (o nel secondo caso se è uomo), e la dummy che indica se sono presenti le stock option o meno e permette di capire se la PPS è influenzata dalla presenza delle stock option e dal fatto che il CEO è donna (o rispettivamente uomo nel secondo caso);
- *mkcap\_stock*: è il prodotto tra il logaritmo della market capitalization e la dummy che indica se sono presenti le stock option o meno e permette di capire se la variabile che misura la performance aziendale è influenzata dalla presenza delle stock option;
- *mkcap\_ceof\_stock* e *mkcap\_ceom\_stock*: è il prodotto tra il logaritmo della market capitalization, la dummy che vale 1 se il CEO è donna (o nel secondo caso se è uomo), e la dummy che indica se sono presenti le stock option o meno e permette di capire se la variabile che misura la performance aziendale è influenzata dalla presenza delle stock option e dalla presenza di una FeCEO al comando (o rispettivamente di un uomo nel secondo caso).

Le regressioni condotte in questa sezione risultano le seguenti:

$$\begin{aligned}
 \text{Log}(\text{CEOpay\_tot}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA} * 100_{it} + \alpha_2 \text{Ceo\_F}_{it} + \alpha_3 \text{StockOp\_Dum}_{it} \\
 & + \alpha_4 (\text{ROA} * 100_{it} \times \text{StockOp\_Dum}_{it}) \\
 & + \alpha_5 (\text{ROA} * 100_{it} \times \text{StockOp\_Dum}_{it} \times \text{Ceo\_F}_{it}) \\
 & + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{5.9}$$

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{CEOpay\_tot}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \log(\text{MarketCap})_{it} + \alpha_2 \text{Ceo\_F}_{it} + \alpha_3 \text{StockOp\_Dum}_{it} \\ & + \alpha_4 (\log(\text{MarketCap})_{it} \times \text{StockOp\_Dum}_{it}) \\ & + \alpha_5 (\log(\text{MarketCap})_{it} \times \text{StockOp\_Dum}_{it} \times \text{Ceo\_F}_{it}) \\ & + X'_{it} \gamma + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5.10)$$

Le regressioni rappresentate nelle equazioni 5.9 e 5.10 sono state condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto contente solo le imprese appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Le variabili di controllo utilizzate durante le regressioni, svolte con errori standard robusti, sono il turnover e la tenure del CEO, la CEO chair duality, il logaritmo dei total asset ed infine la presenza di investitori istituzionali.

In tabella 5.16 sono presenti i risultati delle analisi di regressione sopra menzionante, infatti partendo dalla colonna (1) che utilizza il campione intero di imprese italiane e francesi con il ROA come indicatore di performance, da cui si può notare che questo indicatore è positivo e statisticamente significativo, ad indicare che un suo aumento ha un impatto positivo sul salario complessivo del CEO. Tra le variabili di controllo statisticamente significative troviamo la dummy che rappresenta la distribuzione o meno delle stock option come parte del compenso risulta essere positiva, il turnover del CEO che ha invece un coefficiente negativo ed infine la tenure con coefficiente positivo. Tutte e tre risultano avere un p-value inferiore al livello di significatività del 5%. Risultano inoltre essere positive e statisticamente significative la variabile derivante dall'interazione di ROA, dummy per le FeCEO e la presenza delle stock option, indicando così che la PPS è influenzata dalla presenza congiunta di FeCEOs e distribuzione di stock option ed anche il logaritmo del totale attivo della società. Andando a ridurre il campione alle sole aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni, in colonna (2) si nota come la situazione cambi decisamente rispetto a prima e risulta che le variabili statisticamente significative sono il ROA, con coefficiente positivo e le variabili di controllo relative al turnover e alla tenure del CEO, rispettivamente in maniera negativa, indicando che un cambio di CEO ha un impatto negativo sulla remunerazione totale, e positivo per la tenure a favore del fatto che maggiori sono

gli anni di esperienza e maggiore è l'effetto positivo sul compenso. Infine risulta positiva e statisticamente significativa anche la variabile associata al logaritmo dei total asset, con un p-value inferiore alla soglia di significatività dell'1%, suggerendo appunto che un aumento delle dimensioni aziendali ha un impatto positivo sulla paga totale del CEO.

Passando alle colonne (3) e (4) si conducono le stesse analisi di prima ma con il logaritmo della capitalizzazione di mercato come indicatore di performance, rispettivamente per il campione intero e ridotto. In entrambi i casi il logaritmo della market capitalization, il turnover ed il logaritmo del totale attivo della società risultano essere statisticamente significativi e, solo nel caso del campione intero, risulta esserlo anche la tenure del CEO. In questi ultimi due casi la presenza delle FeCEO al comando e le stock option come parte del compenso non hanno un impatto statisticamente significativo sull'indicatore di performance. In tutte le regressioni sono state tenute in considerazione la presenza delle dummies temporali dal 2001 al 2023 e si sono utilizzati gli errori standard robusti. Si nota come il coefficiente legato di `ceo_f` sia negativo in tutte le specifiche, suggerendo che le FeCEOs tendono ad avere una retribuzione inferiore rispetto ai loro colleghi uomini a parità di altre condizioni e questo divario sembra essere maggiore quando si analizza il campione ridotto.

In tabella 5.17 si trovano sempre le regressioni presenti nelle equazioni 5.7 e 5.8 ma con la variabile dummy relativa alla presenza di CEO uomini al comando dell'azienda. La significatività statistica delle variabili rimane invariata rispetto al caso con le FeCEOs, le uniche cose che cambiano sono i segni delle variabili che interagiscono con la dummy `ceo_m`. La variabile derivante dall'interazione tra il ROA, la dummy `ceo_m` e la presenza di stock option ha coefficiente negativo, indicando così che la PPS è influenzata dalla presenza di stock option in aziende con al comando CEO uomini, impatta negativamente il compenso totale che questi ultimi ricevono.

Le due tabelle 5.16 e 5.17 mostrano i risultati delle regressioni in cui la variabile dipendente è la paga del CEO comprensiva di stock option, dove la variabile chiave di interesse è il genere del CEO, ovvero `ceo_f` nella prima tabella e `ceo_m` nella seconda. Si nota come in generale la PPS rispetto al ROA è maggiore in presenza di stock option incluse nel compenso totale del CEO, e che questo risultato è più

forte in presenza di CEO donne rispetto a CEO uomini, ovvero le donne sembrano essere più incentivate ad ottenere come parte del loro salario la componente più rischiosa e variabile data dal fair value del compenso basato sull'equity e questo risultato è statisticamente significativo. Quando si analizza solo la PPS in funzione della presenza di stock option il risultato è positivo, ma non è significativo, quindi l'aggiunta della presenza di una FeCEO al comando impatta positivamente il risultato.

Infine, l'ultima analisi che si conduce riguarda l'utilizzo del modello di probabilità non lineare *logit*, che permette di modellare la probabilità che l'evento di interesse, che in questo caso corrisponde all'accettazione delle stock options da parte del CEO, si verifichi in funzione delle variabili indipendenti, che riguardano caratteristiche personali del CEO e variabili aziendali (risultati in tabella 5.18). Partendo dalla variabile dummy che assume il valore 1 quando il CEO è una donna, si nota che il suo coefficiente, seppur negativo, non risulta essere statisticamente significativo, di conseguenza non si può affermare che il genere del CEO abbia un impatto significativo sulla probabilità di ricevere stock options, a differenza di quanto ottenuto dalle analisi di regressione svolte in precedenza. Al contrario, un aumento della dimensione aziendale (misurata come il logaritmo degli asset totali) ha un coefficiente positivo e statisticamente significativo, ad indicare che aziende più grandi tendono ad offrire più stock options. Le variabili relative alla tenure ed al turnover risultano non impattare in maniera significativa la distribuzione delle stock option. Quando si passa ad analizzare l'età dei CEO (*ceo\_age*) si nota che questa è negativamente correlata alla probabilità di ricevere le stock options, suggerendo che i CEO più giovani sono maggiormente propensi a riceverle, siccome costituiscono la componente più rischiosa del loro compenso. Al contrario, quando si analizza la variabile *age\_ceogen* data dall'interazione dell'età del CEO con la dummy *ceo\_f*, non vi sono evidenze che l'effetto dell'età sulla probabilità di ricevere stock options sia differente per uomini e donne. I risultati sopra descritti sono analoghi sia quando si considera il campione intero (colonna 1), sia quando si analizza il campione ristretto comprendente solo le imprese che appartengono ai settori Moda, Chimico, Telecomunicazioni ed Energia (colonna 2).

**Tabella 5.16:** Risultati delle regressioni delle equazioni 5.7 e 5.8 per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy ceo\_f

| VARIABLES          | (1)<br>lnpaytot       | (2)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpaytot       | (4)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) |
|--------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| ROA100             | 0.365**<br>(0.184)    | 0.370**<br>(0.176)               |                       |                                  |
| ceo_f              | -0.0203<br>(0.179)    | -0.326<br>(0.222)                | -0.0991<br>(0.240)    | -0.720*<br>(0.389)               |
| StockOp_Dum        | 0.107<br>(0.0701)     | 0.00747<br>(0.121)               | 0.275<br>(0.178)      | 0.338<br>(0.221)                 |
| roa_stock          | 0.545<br>(0.606)      | -0.459<br>(0.545)                |                       |                                  |
| roa_ceof_stock     | 2.710**<br>(1.354)    | 1.355<br>(3.035)                 |                       |                                  |
| lnmarketcap        |                       |                                  | 0.147***<br>(0.0509)  | 0.0666<br>(0.0739)               |
| mkcap_stock        |                       |                                  | -0.0225<br>(0.0302)   | -0.0522<br>(0.0342)              |
| mkcap_ceof_stock   |                       |                                  | -0.0388<br>(0.0495)   | 0.116<br>(0.146)                 |
| turnover           | -0.144***<br>(0.0468) | -0.203**<br>(0.0765)             | -0.149***<br>(0.0461) | -0.211***<br>(0.0764)            |
| tenure             | 0.00932*<br>(0.00535) | 0.0101*<br>(0.00599)             | 0.00874<br>(0.00545)  | 0.00932<br>(0.00578)             |
| Intotasset         | 0.356***<br>(0.0648)  | 0.444***<br>(0.0637)             | 0.229***<br>(0.0779)  | 0.403***<br>(0.0951)             |
| Constant           | 3.934***<br>(0.446)   | 3.311***<br>(0.535)              | 3.558***<br>(0.435)   | 3.148***<br>(0.542)              |
| Firm Fixed Effects | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Time dummies       | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Control Variables  | Yes                   | Yes                              | Yes                   | Yes                              |
| Observations       | 2,138                 | 704                              | 2,150                 | 701                              |
| R-squared          | 0.241                 | 0.212                            | 0.248                 | 0.230                            |
| Number of Nfirm    | 160                   | 54                               | 163                   | 54                               |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, logaritmo degli asset aziendali

Note: Il compenso totale include il fair value dell'equity based compensation.  
Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

---

**Tabella 5.17:** Risultati delle regressioni delle equazioni 5.7 e 5.8 per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente corrispondente al logaritmo del compenso totale del CEO, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy ceo\_m

| VARIABLES        | (1)<br>lnpaytot       | (2)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) | (3)<br>lnpaytot       | (4)<br>lnpaytot<br>(cmp ridotto) |
|------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| ROA              | 0.365**<br>(0.184)    | 0.370**<br>(0.176)               |                       |                                  |
| ceo_m            | 0.0203<br>(0.179)     | 0.326<br>(0.222)                 | 0.0991<br>(0.240)     | 0.720*<br>(0.389)                |
| StockOp_Dum      | 0.107<br>(0.0701)     | 0.00747<br>(0.121)               | 0.275<br>(0.178)      | 0.338<br>(0.221)                 |
| roa_stock        | 3.255**<br>(1.256)    | 0.896<br>(3.049)                 |                       |                                  |
| roa_ceom_stock   | -2.710**<br>(1.354)   | -1.355<br>(3.035)                |                       |                                  |
| lnmarketcap      |                       |                                  | 0.147***<br>(0.0509)  | 0.0666<br>(0.0739)               |
| mkcap_stock      |                       |                                  | -0.0613<br>(0.0590)   | 0.0642<br>(0.158)                |
| mkcap_ceom_stock |                       |                                  | 0.0388<br>(0.0495)    | -0.116<br>(0.146)                |
| turnover         | -0.144***<br>(0.0468) | -0.203**<br>(0.0765)             | -0.149***<br>(0.0461) | -0.211***<br>(0.0764)            |
| tenure           | 0.00932*<br>(0.00535) | 0.0101*<br>(0.00599)             | 0.00874<br>(0.00545)  | 0.00932<br>(0.00578)             |
| Intotasset       | 0.356***<br>(0.0648)  | 0.444***<br>(0.0637)             | 0.229***<br>(0.0779)  | 0.403***<br>(0.0951)             |
| Constant         | 3.914***<br>(0.473)   | 2.985***<br>(0.551)              | 3.460***<br>(0.497)   | 2.428***<br>(0.643)              |
| Observations     | 2,138                 | 704                              | 2,150                 | 701                              |
| R-squared        | 0.241                 | 0.212                            | 0.248                 | 0.230                            |
| Number of Nfirm  | 160                   | 54                               | 163                   | 54                               |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Control Variables: CEO Turnover, CEO Tenure, CEO\_Chair, Institutional Investor, logaritmo degli asset aziendali

Note: Il compenso totale include il fair value dell'equity based compensation. Colonne (1) e (3) campione intero, colonne (2) e (4) campione ridotto

---

**Tabella 5.18:** Risultati della funzione *logit* per le imprese italiane e francesi per la variabile dipendente alla dummy sulla distribuzione delle Stock Options da parte dell'azienda, condotte sia sul campione intero sia sul campione ridotto (cmp ridotto) con le imprese appartenenti ai settori Moda, Energia, Chimico e Telecomunicazioni per la dummy *ceo\_f*

| VARIABLES         | (1)<br>StockOp_Dum     | (2)<br>StockOp_Dum<br>(cmp ridotto) |
|-------------------|------------------------|-------------------------------------|
| <i>ceo_f</i>      | -0.665<br>(5.326)      | -1.542<br>(8.273)                   |
| <i>lntotasset</i> | 0.416***<br>(0.100)    | 0.511***<br>(0.149)                 |
| <i>tenure</i>     | 0.0170<br>(0.0232)     | 0.0556<br>(0.0392)                  |
| <i>turnover</i>   | -0.164<br>(0.172)      | -0.254<br>(0.330)                   |
| <i>ceo_age</i>    | -0.0453***<br>(0.0171) | -0.0669**<br>(0.0282)               |
| <i>age_ceogen</i> | 0.0184<br>(0.0981)     | 0.0546<br>(0.147)                   |
| Constant          | -2.307*<br>(1.316)     | -1.859<br>(1.795)                   |
| Dummies settore   | Yes                    | Yes                                 |
| Observations      | 2,028                  | 682                                 |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

---

## 6 Conclusioni

Il gender gap da sempre è un tema molto discusso all'interno delle aziende e che proprio negli ultimi anni è oggetto dell'introduzione di normative volte a ridurlo il più possibile. Nel presente lavoro di tesi è stata esaminata la relazione tra la propensione al rischio dei CEO e la struttura della loro retribuzione, con un particolare focus sulle differenze di genere e sull'effetto del gender pay gap. Purtroppo le donne CEO risultano essere molte meno rispetto agli uomini CEO, motivo per cui è stato necessario prendere un campione molto ampio di aziende italiane (in maggioranza) e francesi dall'anno 2001 al 2023, in modo da includere il maggior numero di donne CEO possibile. Si è poi creato un matching tra imprese francesi ed italiane appartenenti ai settori dell'energia, della moda, delle telecomunicazioni e chimico, in cui almeno un'impresa per ciascuna categoria avesse una CEO donna, per vedere se ci fossero evidenze significative sul gender pay gap. L'analisi empirica dei risultati ha mostrato come, nelle analisi di regressione, non ci sia una significatività statistica tra l'essere una FeCEO e la remunerazione complessiva, ma quest'ultima è influenzata significativamente dal ROA o dal logaritmo della Market Capitalization, che sono entrambi degli indicatori di performance aziendale, e dai Total Assets, che rappresentano la dimensione della società, dimostrando infatti che tanto più l'azienda è ampia e la sua performance è buona, tanto più la remunerazione complessiva del CEO cresce.

Dall'analisi dei t-test sulla differenza tra le medie per quanto riguarda il rapporto della componente fissa (emolumenti + other\_comp) e della componente variabile (bonus + benefici non monetari) sul compenso annuale dei CEO escludendo il fair value dell'equity based compensation, risulta che, nei diversi casi analizzati, la differenza delle medie per i due gruppi è statisticamente significativa. Sia quando si considera la totalità dei settori, sia quando si considerano solo le imprese

appartenenti ai settori dell'energia, della moda, delle telecomunicazioni e chimico, risulta che, nel rapporto tra la componente fissa ed il totale annuale, gli uomini hanno una media leggermente più alta delle donne, che risulta essere significativa. Al contrario, quando si guarda al rapporto tra la parte variabile ed il totale annuale in entrambi i casi analizzati, risulta che il gruppo femminile ha una media leggermente più alta del gruppo maschile, ed anche in questo caso è statisticamente significativa.

I risultati rimangono all'incirca gli stessi nel momento in cui i test sulla differenza di medie sono svolti sulla componente fissa e variabile del compenso totale del CEO complessivo anche del fair value per l'equity based compensation. In questo caso, sia quando si considerano tutti i settori sia quando si analizza il campione ridotto, la differenza del rapporto tra la componente fissa ed il totale risulta essere statisticamente significativo, con una media del compenso dei CEO uomini superiore a quella delle FeCEOs. Quando si passa ad analizzare la differenza delle medie per la variabile relativa al rapporto tra la parte variabile (comprensiva di fair value) e il compenso totale del CEO, si evince che questa è superiore per le donne rispetto agli uomini e che questa differenza è statisticamente significativa. Queste evidenze empiriche mostrano una certa coerenza con lo studio legato alle FeCEOs condotto da Bilgin, Kang e Ryu (2024), nel quale emergeva che quest'ultime ottengono una retribuzione complessivamente superiore a quella dei rispettivi CEO maschi, anche attraverso una maggiore propensione al rischio verso le strutture remunerative basate sugli incentivi.

Questo risultato viene anche confermato dal test sulla differenza di medie condotto sulla variabile relativa alla distribuzione di stock option come parte variabile del compenso totale del CEO, e risulta che le aziende con CEO donne come leader sono più propense a distribuire le stock option rispetto a quelle guidate da CEO uomini e questo risultato rimane invariato nel momento in cui si va a prendere il campione ridotto con le sole aziende appartenenti ai settori moda, energia, chimico e telecomunicazioni. Inoltre, si evince che i CEO al comando di aziende che distribuiscono le stock option come parte del loro compenso totale, guadagnano mediamente di più rispetto a quelli delle aziende che non prevedono le stock option come parte della remunerazione e anche questa differenza risulta essere statisticamente significativa, con un p-value inferiore al livello di significatività standard dell'1%.

Questi dati dimostrano che, nonostante la teoria dell'agenzia e i sistemi di incentivi come il "pay-for-performance" possono aiutare a ridurre i conflitti di interesse tra i manager e gli azionisti, le differenze di genere possono ancora influire significativamente sul modo in cui sono distribuiti i compensi e soprattutto risulta ancora evidente la presenza di un "glass ceiling effect" che blocca molte donne nell'accesso a posizioni di leadership, quali diventare il CEO dell'azienda. Inoltre, è emerso che l'adozione di politiche di Corporate Governance orientate alla parità di genere possano contribuire, anche se parzialmente, a ridurre il divario salariale tra i CEO donne e uomini, ma non è sufficiente a garantire l'effettiva uguaglianza totale nelle pratiche retributive.

## Bibliografia

- Abrardi, Laura e Laura Rondi (2023). «Incentive Contracts Under Profit Diversion: The Agency Problem in Family Firms». In: *Available at SSRN 4487979*.
- Acharya, Viral V, Matthew Richardson e Nouriel Roubini (2009). «The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies». In.
- Adams, Renée B e Patricia Funk (2012). «Beyond the glass ceiling: Does gender matter?» In: *Management science* 58(2), pp. 219–235.
- Akerlof, George A (1978). «The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism». In: *Uncertainty in economics*. Elsevier, pp. 235–251.
- Albanesi, Stefania e Claudia Olivetti (2008). «Gender and dynamic agency: Theory and evidence on the compensation of top executives». In: *Manuscript. Columbia University*.
- Alchian, Armen A e Harold Demsetz (1972). «Production, information costs, and economic organization». In: *The American economic review* 62(5), pp. 777–795.
- Alsos, Gry Agnete, Espen John Isaksen e Elisabet Ljunggren (2006). «New venture financing and subsequent business growth in men–and women–led businesses». In: *Entrepreneurship theory and practice* 30(5), pp. 667–686.
- Andreoli, Luca (2024). «Struttura proprietaria e struttura finanziaria: Analisi empirica su un campione d’imprese quotate italiane». In: *Politecnico di Torino*.
- Ardizzi, Federico (2023). «I conflitti d’interesse tra manager e azionisti e l’utilizzo dei piani azionari per allineare i loro obiettivi». In.
- Baker, George P, Michael C Jensen e Kevin J Murphy (1988). «Compensation and incentives: Practice vs. theory». In: *The journal of Finance* 43(3), pp. 593–616.
- Baron-Cohen, Simon et al. (2001). «The “Reading the Mind in the Eyes” Test revised version: a study with normal adults, and adults with Asperger syndrome

- or high-functioning autism». In: *The Journal of Child Psychology and Psychiatry and Allied Disciplines* 42(2), pp. 241–251.
- Bell, Linda A (2005). «Women-led firms and the gender gap in top executive jobs». In.
- Bertrand, Marianne, Claudia Goldin e Lawrence F Katz (2010). «Dynamics of the gender gap for young professionals in the financial and corporate sectors». In: *American economic journal: applied economics* 2(3), pp. 228–255.
- Bilgin, Mehmet Huseyin, SungChang Kang e Doojin Ryu (2024). «Gender gaps in CEO compensation and risk aversion». In.
- Boles, Janet e Helen F Durio (1981). «Political Woman and Superwoman: Sex Stereotyping of Females in Elected Office». In: *Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, Cincinnati*.
- Bosse, Douglas A (2009). «Bundling governance mechanisms to efficiently organize small firm loans». In: *Journal of Business Venturing* 24(2), pp. 183–195.
- Bosse, Douglas A e Porcher L Taylor III (2012). «The second glass ceiling impedes women entrepreneurs». In: *The Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 17(1), p. 52.
- Boulton, L (2010). «Gender pay gap endures as women climb the ranks». In: *Financial Times*.
- Cammarosano, Simonetta Ortaggi (1997). *Industrializzazione e condizione femminile tra Otto e Novecento*. na.
- Carli, Linda L (2001). «Gender and social influence». In: *Journal of Social issues* 57(4), pp. 725–741.
- Carter, Mary Ellen, Francesca Franco e Mireia Gine (2017). «Executive gender pay gaps: The roles of female risk aversion and board representation». In: *Contemporary Accounting Research* 34(2), pp. 1232–1264.
- Clarkson, Max E (1995). «A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance». In: *Academy of management review* 20(1), pp. 92–117.
- Coughlin, Jeanne Halladay e Andrew R Thomas (2002). *The rise of women entrepreneurs: People, processes, and global trends*. Quorum Books Westport, CT.

- Curli, Barbara (2002). «Women entrepreneurs and Italian industrialization: Conjectures and avenues for research». In: *Enterprise & Society* 3(4), pp. 634–656.
- Damodaran, Aswath (1999). «Financing innovations and capital structure choices». In: *Journal of Applied Corporate Finance* 12(1), pp. 28–39.
- De Marino, Simona et al. (2004). «Megastigmane and phenolic components from *Laurus nobilis* L. leaves and their inhibitory effects on nitric oxide production». In: *Journal of agricultural and food chemistry* 52(25), pp. 7525–7531.
- Deci, Edward L (1972). «The effects of contingent and noncontingent rewards and controls on intrinsic motivation». In: *Organizational behavior and human performance* 8(2), pp. 217–229.
- Dell’Acqua, Alberto (2017). *Debt management: pianificare e gestire le scelte di indebitamento aziendale*. EGEA spa.
- Duby, Georges e Michelle Perrot (1991). «Storia delle donne in Occidente». In: (*No Title*).
- Eagly, Alice H e Steven J Karau (2002). «Role congruity theory of prejudice toward female leaders.» In: *Psychological review* 109(3), p. 573.
- Enriques, Luca e Paolo Volpin (2007). «Corporate governance reforms in continental Europe». In: *Journal of economic perspectives* 21(1), pp. 117–140.
- Fama, Eugene F (1980). «Agency problems and the theory of the firm». In: *Journal of political economy* 88(2), pp. 288–307.
- Fama, Eugene F e Michael C Jensen (1983). «Separation of ownership and control». In: *The journal of law and Economics* 26(2), pp. 301–325.
- Flabbi, Luca et al. (2019). «Do female executives make a difference? The impact of female leadership on gender gaps and firm performance». In: *The Economic Journal* 129(622), pp. 2390–2423.
- Frasconi, Samuele (2024). «Impatto dell’Initial Public Offering sulle imprese italiane». In: *Politecnico di Torino*.
- Freeman, Edward e Alexander Moutchnik (2013). «Stakeholder management and CSR: questions and answers». In: *uwf UmweltWirtschaftsForum* 21(1), pp. 5–9.
- Freeman, R Edward (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.

- Friedman, Milton et al. (1970). «A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits». In: *The New York Times Magazine* 13(1970), pp. 32–33.
- Harrison, Richard T e Colin M Mason (2007). «Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance». In: *Entrepreneurship theory and practice* 31(3), pp. 445–472.
- Heider, Fritz (1944). «Social perception and phenomenal causality.» In: *Psychological review* 51(6), p. 358.
- Heilman, Madeline E (2001). «Description and prescription: How gender stereotypes prevent women’s ascent up the organizational ladder». In: *Journal of social issues* 57(4), pp. 657–674.
- Hill, Aaron, Arun Upadhyay e Rafik Beekun (2022). «Revisiting the gender gap in CEO compensation: Rectifying conflictive findings by correcting Gupta, Mortal, and Guo’s (2018) misapplication of absorption in unbalanced panel». In: *Managerial Finance* 48(8), pp. 1186–1205.
- Holmström, Bengt (1979). «Moral hazard and observability». In: *The Bell journal of economics*, pp. 74–91.
- Ichheiser, Gustav (1943). «Misinterpretations of personality in everyday life and the psychologist’s frame of reference.» In: *Character & Personality; A Quarterly for Psychodiagnostic & Allied Studies*.
- Ichheiser, Gustav (1949). «Misunderstandings in human relations: A study in false social perception.» In: *American Journal of Sociology*.
- Ichheiser, Gustav (1970). «Appearances and realities». In: *Life as Theater: A Dramaturgical Sourcebook*, pp. 425–31.
- Jacobson, Marsha B e Joan Effertz (1974). «Sex roles and leadership: Perceptions of the leaders and the led». In: *Organizational behavior and human performance* 12(3), pp. 383–396.
- Jensen, Michael C (1986). «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers». In: *American Economic Review*.
- Jensen, Michael C e William H Meckling (2019). «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». In: *Corporate governance*. Gower, pp. 77–132.

- Jensen, Michael C e Kevin J Murphy (1990). «CEO incentives: It's not how much you pay, but how». In.
- Jianakoplos, Nancy Ammon e Alexandra Bernasek (1998). «Are women more risk averse?» In: *Economic inquiry* 36(4), pp. 620–630.
- Joel, Daphna et al. (2015). «Sex beyond the genitalia: The human brain mosaic». In: *Proceedings of the National Academy of Sciences* 112(50), pp. 15468–15473.
- Kohn, Alfie (1998). «How incentives undermine performance». In: *The Journal for Quality and Participation* 21(2), p. 6.
- Kulich, C, MK Ryan e SA Haslam (2007). «Pay satisfaction and the gender pay gap in managerial positions». In: *Unpublished manuscript, University of Exeter*.
- Lemieux, Thomas, W Bentley MacLeod e Daniel Parent (2009). «Performance pay and wage inequality». In: *The Quarterly Journal of Economics* 124(1), pp. 1–49.
- Lord, Robert G, Roseanne J Foti e Christy L De Vader (1984). «A test of leadership categorization theory: Internal structure, information processing, and leadership perceptions». In: *Organizational behavior and human performance* 34(3), pp. 343–378.
- Lucifora, Claudio e Daria Vigani (2016). «What if your boss is a woman? Work organization, work-life balance and gender discrimination at the workplace». In.
- Marris, Robbin e Domenico Mario Nuti (1972). *La teoria economica del capitalismo manageriale*. Einaudi.
- Marshall, Alfred (1890). *Principles of economics, by Alfred Marshall*. Macmillan e Company.
- Mattis, Mary C (2004). «Women entrepreneurs: out from under the glass ceiling». In: *Women in management review* 19(3), pp. 154–163.
- Means, Gardiner (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge.
- Meindl, James R e Sanford B Ehrlich (1987). «The romance of leadership and the evaluation of organizational performance». In: *Academy of Management journal* 30(1), pp. 91–109.
- Meindl, James R, Sanford B Ehrlich e Janet M Dukerich (1985). «The romance of leadership». In: *Administrative science quarterly*, pp. 78–102.
- Morrison, AM (1987). «Breaking the glass ceiling: Can women reach the top of America's largest corporations?» In: *Reading/Addison-Wesley*.

- Naldini, Manuela e Chiara Saraceno (2011). «Conciliare famiglia e lavoro: vecchi e nuovi patti tra sessi e generazioni». In.
- Pratt, John W (1978). «Risk aversion in the small and in the large». In: *Uncertainty in economics*. Elsevier, pp. 59–79.
- Prentice, Deborah A e Erica Carranza (2002). «What women and men should be, shouldn't be, are allowed to be, and don't have to be: The contents of prescriptive gender stereotypes». In: *Psychology of women quarterly* 26(4), pp. 269–281.
- Preston, Lee E e Harry J Sapienza (1990). «Stakeholder management and corporate performance». In: *Journal of behavioral Economics* 19(4), pp. 361–375.
- Ross, Lee (1977). «The intuitive psychologist and his shortcomings: Distortions in the attribution process». In: *Advances in experimental social psychology*. Vol. 10. Elsevier, pp. 173–220.
- Ross, Stephen (2015). *Ebook: Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw Hill.
- Sapienza, Paola, Luigi Zingales e Dario Maestripieri (2009). «Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone». In: *Proceedings of the National Academy of Sciences* 106(36), pp. 15268–15273.
- Sarale, Marcella, Rossella Rivaro et al. (2018). *Percorsi di Diritto commerciale*. CLUT Editrice.
- Schein, Virginia E (1973). «The relationship between sex role stereotypes and requisite management characteristics.» In: *Journal of applied psychology* 57(2), p. 95.
- Schein, Virginia E (1975). «Relationships between sex role stereotypes and requisite management characteristics among female managers.» In: *Journal of applied psychology* 60(3), p. 340.
- Schein, Virginia E (2001). «A global look at psychological barriers to women's progress in management». In: *Journal of Social issues* 57(4), pp. 675–688.
- Simoni, Elisabetta (2021). «Le Donne e il Lavoro: il Gender Gap dall'Ottocento ad oggi.» In.
- Slater, Phillip (1980). *Wealth Addiction. New York: EP Dutton*.
- Smith, Adam (1793). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations: By Adam Smith,...* Vol. 1. William Porter.
- Sockin, Jason e Michael Sockin (2024). «A pay scale of their own: Gender differences in variable pay». In.

- Sohl, Jeffrey (2016). «The angel investor market in 2015: A buyers market». In: Sullerot, Evelyne e Enrica Basevi (1969). *La donna e il lavoro: storia e sociologia del lavoro femminile*. Etas Kompass.
- UniCatt (2024). «Rapporto FIN-GOV sulla Corporate Governance in Italia». In: Verheul, Ingrid e Roy Thurik (2001). «Start-up capital: " does gender matter?"» In: *Small business economics* 16, pp. 329–346.
- Vieito, João Paulo e Walayet A Khan (2012). «Executive compensation and gender: S&P 1500 listed firms». In: *Journal of Economics and Finance* 36, pp. 371–399.

## Sitografia

- Center, Pew Research (2024). *Pew Research Center - Women CEOs in Fortune 500 companies, 1995-2023*. URL: <https://www.pewresearch.org/chart/women-ceos-in-fortune-500-companies/> (visitato il giorno 18/10/2024).
- COM (2012). *COM,614,Final*. URL: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:it:PDF>.
- CommissioneUE (2020). *GenderEqualityStrategy*. URL: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/gender-equality-strategy_it).
- CONSOB (2023). *Report on Corporate Governance for Italian Listed Companies*. URL: [https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcg/-/asset\\_publisher/K2uhgZAhU021/content/2023-report-on-corporate-governance/718268](https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcg/-/asset_publisher/K2uhgZAhU021/content/2023-report-on-corporate-governance/718268).
- Deloitte (2010). *Executive compensation: plan, performance and pay*. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/executive-compensationplan-perform-pay.html>.
- Esteban Ortiz-Ospina, Joe Hasell e Max Roser (2018). *Economic Inequality by Gender*. URL: <https://ourworldindata.org/what-drives-the-gender-pay-gap>.
- Europea, Commissione (2021). *The gender pay gap situation in the EU*. URL: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/policies/justice-and-fundamental-rights/gender-equality/equal-pay/gender-pay-gap-situation-eu_en).
- Europeo, Parlamento (2022). *Relazione sulla povertà femminile*. URL: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0194\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0194_IT.html).

Forum, World Economic (2024). *Global Gender Gap Report 2024*. URL: <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2024/digest/> (visitato il giorno 11/11/2024).

Gender Equality, European Institute for (2023). *Gender Equality Index for European Union*. URL: <https://eige.europa.eu/gender-equality-index/2023/country/IT> (visitato il giorno 17/11/2024).

Payscale (2023). *CBPR*. URL: <https://www.payscale.com/research-and-insights/cbpr/>.

Repubblica, Senato della (2011). *Legge n. 120, Golfo Mosca*. URL: [https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/18/DOSSIER/0/1107241/index.html?part=dossier\\_dossier1](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/18/DOSSIER/0/1107241/index.html?part=dossier_dossier1).