

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “M. Fanno”



**CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN
ECONOMIA**

COMPOSIZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E PERFORMANCE AZIENDALE: UN'ANALISI SULLE MEDIE IMPRESE

Relatore: Ch.mo prof. Martina Gianecchini

Laureanda/o: Matilde Arcari

Matricola n. 1089992

Anno Accademico 2016-2017

RINGRAZIAMENTI

Ed eccoci qui, all'epilogo di questa laurea triennale.

Ringrazio Enrica e Giovanna, le mie fantastiche coinquiline con cui ho condiviso moltissimo in questi tre anni e che hanno visto ogni versione di me, dalle crisi isteriche alla felicità più assoluta, senza mai abbandonarmi.

Ringrazio i miei amici dell'università Elisabetta, Giorgia, Sofia, Federica, Claudio, Tommaso e Fabrizio con cui ho vissuto i tre anni più belli della mia vita, ma anche i più difficili. Senza i gruppi di studio intenso in Ca' Borin e le serate di svago tutti insieme non sarei mai riuscita ad arrivare a questo traguardo. In particolare ringrazio Federica, senza la quale non avrei mai riprovato il test di ingresso per Padova e ora non sarei a questo punto della mia carriera scolastica. Ormai siete diventati un riferimento per me e so che le nostre amicizie dureranno per molti altri anni. Vi voglio bene amici.

Ringrazio le mie amiche storiche di Brescia Ludovica, Chiara, Laura, Martina, Sofia e Carlotta che ormai considero delle sorelle acquisite.

Ringrazio ovviamente tutta la mia famiglia che mi ha permesso di studiare in un'altra città e che ha sempre sostenuto ogni mia decisione. In particolare ringrazio mia sorella Camilla per essere stata la mia guida (non senza litigi) nelle nuove esperienze che la vita mi ha proposto e la mia cara nonna Marì che è la mia roccia, sempre pronta a farmi mangiare e a rincuorarmi.

Infine ringrazio la Professoressa Gianecchini per avermi seguito con grande cura ed attenzione in questa esperienza della prova finale e per essere un'ottima docente di cui il Dipartimento di Economia dovrebbe andare fiero.

1 Sommario:

2	CAPITOLO PRIMO: LE NORMATIVE SULLA DIVERSITA' NEI CDA.....	4
2.1	Introduzione	4
2.2	Diversità di genere nel CdA: fondamenti teorici	4
2.3	Le normative a supporto della parità di genere nei CdA	6
2.3.1	Normative Europee	6
2.3.2	Normative dei singoli Paesi.....	8
2.3.3	La normativa italiana	9
2.4	Analisi della situazione italiana.....	11
2.5	Conclusioni	15
3	CAPITOLO SECONDO: STUDI SULL'ETEROGENEITA' DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE .	17
3.1	Premessa	17
3.2	Le prime ricerche fondamentali sull'argomento	17
3.2.1	La teoria del Tokenism.....	17
3.2.2	Donne nel Consiglio di Amministrazione, il loro impatto sulla governance e sulla performance aziendale.....	18
3.3	Studi sulla diversità delle aziende australiane	19
3.4	Studi relativi alla zona USA	21
3.5	Ricerche focalizzate sull'area cinese.....	23
3.6	Studi relativi alla situazione delle imprese italiane	25
3.6.1	Caratteristiche dei CdA e performance delle società italiane quotate in borsa: un'analisi per cluster	25
3.6.2	Consiglio di amministrazione e valore d'impresa	27
3.7	Conclusioni	29
4	CAPITOLO TERZO: ANALISI EMPIRICA DELLE MEDIE IMPRESE VENETE	31
4.1	Premessa	31
4.2	Modalità di ricerca.....	31
4.3	Risultati empirici.....	33
5	CONCLUSIONI	40
6	Riferimenti bibliografici	43
6.1	Riferimenti bibliografici citati	45

INTRODUZIONE

L'idea di questa prova finale nasce dalla volontà di affrontare un tema molto attuale e che mi sta a cuore come la parità di genere e gli effetti ad essa connessi.

Lo studio esamina la relazione esistente fra la diversità all'interno del CdA, intesa come diversità di genere e variabilità nelle età dei consiglieri, e la performance aziendale delle medie imprese venete. Gli indici di performance considerati sono i Ricavi delle vendite, il ROS, ROA e ROE. Il campione oggetto di studio è formato da 258 società di capitali venete con un numero di dipendenti compreso fra 50 e 250 e con un fatturato fra i 10 e 50 milioni di euro.

I divari di genere sul mercato del lavoro, nelle retribuzioni e nei vertici delle imprese restano significativi in Italia e la situazione non è diversa per quanto riguarda le posizioni di responsabilità in cui le donne risultano sistematicamente sottorappresentate. Risulta allora interessante indagare se un aumento della percentuale di donne sia correlato a un aumento delle performance aziendale come dimostrato da alcuni studi, oppure se le consigliere donne siano dei semplici "tokens", presenti nel Consiglio di Amministrazione solamente perché godono di un legame familiare con l'imprenditore o con l'azionista di maggioranza.

La diversità fra i consiglieri riguarda anche l'aspetto delle loro età, infatti consiglieri più giovani potrebbero essere più motivati e creativi nello svolgimento dei loro compiti, mentre quelli più anziani possono apportare le risorse finanziarie necessarie per lo svolgimento dell'operatività aziendale. Conseguentemente il confronto fra persone di due o più generazioni diverse porta inevitabilmente ad avere più punti di vista sulle azioni da intraprendere e sul monitoraggio del management che possono portare ad azioni più efficienti, ma anche a processi decisionali più lunghi e difficoltosi.

Negli ultimi anni gli studiosi di corporate governance stanno sempre di più concentrando l'attenzione sullo studio delle caratteristiche che il Consiglio di Amministrazione dovrebbe possedere per garantire un controllo efficiente dell'operato del management e per supportare in modo adeguato il processo decisionale. Una forte corporate governance può essere un valido strumento per attenuare i problemi di agenzia e invogliare i manager a operare in modo adeguato. Dal momento che i consiglieri non hanno accesso diretto alle informazioni relative alla gestione strategica dell'impresa, un rafforzamento del CdA, rappresentato da una maggiore eterogeneità, potrebbe essere un modo per migliorare la gestione dell'impresa e per consentire un adeguato monitoraggio dell'operato del management.

Lo scopo dello studio è indagare, facendo riferimento a quanto previsto dalle varie teorie di governance, la relazione tra l'eterogeneità del Consiglio di Amministrazione e la performance delle società di capitali venete.

L'elaborato è strutturato nel seguente modo: nel primo capitolo viene proposta una panoramica generale della situazione attuale per quanto riguarda la parità di genere e in seguito vengono analizzate le normative europee e le azioni intraprese dai singoli stati per promuovere una maggiore partecipazione femminile al mercato del lavoro. Il capitolo primo si conclude con un'analisi della situazione italiana, della legge Golfo-Mosca del 2011 che ha istituito le quote rosa e degli effetti che questa ha prodotto nel nostro paese.

Il capitolo secondo si concentra sugli studi che sono stati svolti dai ricercatori di tutto il mondo sul tema degli effetti prodotti dalla diversità nel CdA sulla performance delle società. Prima vengono descritte le ricerche fondamentali condotte sull'argomento e successivamente vengono esposti degli studi divisi per macro-area geografica di interesse, in modo da evidenziare i diversi effetti legati al contesto ambientale.

Infine il capitolo terzo è incentrato sullo studio da me condotto sulle medie imprese venete e sui risultati trovati, alla luce delle teorie precedentemente affrontate.

2 CAPITOLO PRIMO: LE NORMATIVE SULLA DIVERSITA' NEI CDA

2.1 Introduzione

Il Consiglio di Amministrazione è il più importante meccanismo di governance all'interno dell'azienda e pertanto la sua composizione, in termini di genere, età, nazionalità e professionalità dei componenti è considerata una determinante cruciale della performance economica delle organizzazioni. Si ritiene infatti che la diversità nella composizione del CdA sia un meccanismo attraverso il quale è possibile ottenere vari benefici oltre che risorse e competenze necessarie per un buon andamento economico aziendale. Lo squilibrio di genere all'interno dei CdA rappresenta una sfida importante, è un fattore negativo tuttora esistente di discriminazione ed disuguaglianza, ma rappresenta anche un indebolimento per l'economia poiché, come sostengono i diversi studi condotti annualmente da McKinsey&Company, Goldman Sachs e Ernst&Young, esso impatta positivamente sui profitti aziendali.

Nel presente capitolo si affronterà il tema fornendo una panoramica delle teorie economiche e delle normative europee e dei singoli Paesi con lo scopo di aumentare la diversità nei board per fornire al lettore una valida base per analizzare lo studio da me condotto nel capitolo terzo.

2.2 Diversità di genere nel CdA: fondamenti teorici

Nel corso degli ultimi anni la letteratura internazionale ha studiato il rapporto tra l'eterogeneità nella corporate governance e performance aziendale giungendo anche a risultati fra loro discordanti; ma riconoscendo che un'organizzazione è il riflesso dei suoi alti dirigenti, quindi le caratteristiche e il funzionamento del top management giocano un ruolo fondamentale nel determinare i risultati aziendali. Il CdA svolge quattro funzioni fondamentali: controllo e monitoraggio dell'azione del management, raccolta di informazioni e consulenza ai manager, monitoraggio dell'osservanza delle leggi e delle normative, connessione dell'organizzazione con l'ambiente esterno.

Nella letteratura di ricerca il tema della diversità all'interno dei CdA è molto discusso e gli studi si basano principalmente su tre teorie: la teoria dell'agenzia, la teoria della dipendenza delle risorse e la teoria dei costi di transazione.

La “Teoria dell’Agenzia”, sviluppata da M.Jensen e W.H. Meckling nel 1976, si focalizza sul conflitto di interessi fra principale (la proprietà) e agente (il management) e muove per tanto dall’assunto che i manager abbiano un atteggiamento opportunistico e possano avere obiettivi diversi da quelli degli shareholders; in tale ottica il CdA svolge il ruolo di rappresentanza e di salvaguardia degli interessi della proprietà al fine di evitare i c.d. costi d’agenzia. La letteratura empirica (Alvarez et al., 2009) mostra come un board eterogeneo svolga meglio le attività di controllo e monitoraggio, dato che diversi background, età, genere, nazionalità e culture permettono di avere punti di vista differenti che conducono a una maggiore indipendenza del CdA rispetto agli amministratori esecutivi. Numerosi studi (ad esempio Gul et al., 2008; Peterson e Philpot, 2007; Adams e Ferreira, 2009) si sono concentrati sugli effetti che una percentuale maggiore di amministratrici donne produce sulle decisioni aziendali e dimostrano che questa è correlata a un monitoraggio più elevato delle azioni dei manager dell’organizzazione e quindi a una maggiore protezione degli interessi degli shareholders dovuta al fatto che soggetti provenienti da background fra loro diversi portano vari punti di vista nell’organo decisionale e conducono a migliori decisioni. In aggiunta è stato dimostrato che una rappresentanza maggiore delle donne negli organi decisionali è associata a una più elevata attenzione per la risoluzione dei conflitti di interessi e a un ricorso maggiore di consulenti specializzati (Brown et al., 2002).

La seconda base teorica è rappresentata dalla “Teoria della dipendenza dalle risorse” sviluppata da Pfeffer e Stanic nel 1977 che introduce per la prima volta il problema dell’accesso alle risorse nel dibattito sulla corporate governance. La teoria fornisce le motivazioni più consistenti per promuovere la diversità all’interno del board, considerato non più solo per la sua funzione di supervisore, ma anche come connettore con l’ambiente economico esterno e guida dell’agire aziendale. Secondo questo approccio le organizzazioni cercano di ridurre l’incertezza esterna in modo da garantirsi la disponibilità di risorse per la loro sopravvivenza e il loro sviluppo; perciò il problema non è più rappresentato dalla dicotomia fra l’assetto proprietario e gli amministratori esecutivi, ma dalla presenza dei c.d. *interlocking directors*, attori che siedono nei CdA di più imprese e che permettono di stabilire rapporti con le altre organizzazioni al fine di acquisire informazioni sull’andamento del mercato, procurarsi in via privilegiata le risorse, contrastare minacce eventuali ed influenzare le attività delle altre imprese. La presenza di diversità fra i membri del CdA permette di avere un numero maggiore di interconnessioni con il mercato e con i concorrenti che si traduce in una fonte di nuovo capitale oltre che a una maggiore qualità di risorse e informazioni (Carter, 2010). Un’altra funzione significativa del CdA reinterpretata dalla teoria delle risorse riguarda la legittimazione dell’azienda agli occhi della comunità, secondo cui una rappresentanza delle minoranze nel board porta a

un'approvazione maggiore da parte dei cittadini, soprattutto per quanto riguarda la diversità di genere poiché la mancanza di rappresentazione di metà della popolazione mondiale nei CdA significa una perdita potenziale di capitale umano.

La teoria dei costi di transazione vede l'impresa come una struttura di governo delle transazioni, definite come il trasferimento di beni e servizi attraverso un'interfaccia separabile sotto il profilo tecnologico. L'unità di analisi dell'impresa non è più il bene prodotto, ma la transazione con i suoi attributi: specificità, perché può comportare investimenti specifici che perdono in parte o del tutto il loro valore al di fuori di essa; frequenza perché è rilevante se essa viene ripetuta una sola volta oppure più volte; incertezza derivante dalla razionalità limitata che non permette di conoscere tutti gli stati del mondo ex-post. Al concetto di transazione Williamson collega i costi di transazione che derivano dalle imperfezioni del mercato e proprio l'esigenza di ridurre oltre ai costi di produzione anche quelli di transazione giustifica l'esistenza di forme alternative di organizzazione delle attività economiche rispetto al mercato e alla gerarchia (governo trilaterale, bilaterale e unificato). Secondo l'autore in condizioni di concorrenza perfetta la chiusura delle transazioni è basata unicamente sulla conoscenza dei prezzi che assicurano il coordinamento fra soggetti, ma in ogni altra situazione il governo delle transazioni comporta sempre la nascita dei costi di transazione, ossia tutti quei costi necessari per la predisposizione, la gestione e il monitoraggio delle transazioni, come per esempio i costi di negoziazione, di stesura dei contratti e di composizione dei conflitti applicativi. Ogni volta in cui i costi di transazione superano un certo livello l'azienda ha interesse ad abbandonare il mercato e a scegliere la gerarchia o soluzioni ibride.

2.3 Le normative a supporto della parità di genere nei CdA

2.3.1 Normative Europee

A livello dell'Unione Europea sono state intraprese da svariati anni iniziative con il fine di incentivare la partecipazione delle donne al mercato del lavoro, aumentare il numero di donne nei posti apicali delle organizzazioni e svolgere un ruolo di guida per le normative dei Paesi membri.

Il 10 febbraio 2010 la Commissione Europea ha pubblicato la relazione annuale sui progressi ottenuti in tema di parità di genere nell'Unione, lanciando un allarme per la scarsa rappresentatività delle donne nei vertici dei CDA, infatti solo il 3% delle grandi imprese quotate in borsa poteva annoverare una donna fra i propri amministratori. La relazione adduce agli importanti risultati delle ricerche sulla correlazione fra la presenza di donne nei board e migliori

performance aziendali, suggerendo implicitamente la necessità di prendere provvedimenti per favorire la femminizzazione degli organi decisionali delle imprese.

Il 3 marzo 2010 la Commissione Barroso II ha presentato la “Strategia Europa 2020” volta a perseguire una crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva. La Strategia è vista come apripista della questione delle donne nella governance economica sebbene il tema della rappresentanza femminile dei CDA non sia trattato apertamente nel testo poiché pone l’obiettivo di raggiungere a un’occupazione pari al 75% di donne e uomini di età compresa fra i 20 e i 63 anni entro in 2020. Il 5 marzo 2010 il presidente della Commissione Europea Barroso e il Commissario con delega a giustizia, diritti fondamentali e cittadinanza Viviane Reding hanno presentato la “Carta delle donne” che consiste in una comunicazione dei propositi della Commissione Europea per quanto riguarda la parità di genere all’interno dell’Unione Europea; sottolineando il fatto che “la coesione economica e sociale, la crescita sostenibile e la competitività, le sfide demografiche, riuscire in tutto questo dipende da una vera uguaglianza fra donne e uomini.”

Nel novembre 2012 la Commissione ha presentato un progetto di legge per la parità di genere che prevede un obiettivo minimo di presenza del sesso sottorappresentato pari al 40% fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa entro il 2020 per le imprese private ed entro il 2018 per quelle pubbliche, senza discriminazioni fra aziende con struttura monistica e dualistica perché in entrambi i casi è possibile distinguere gli amministratori senza incarichi esecutivi da quelli con incarichi; inoltre le imprese devono stabilire autonomamente degli obiettivi flessibili per aumentare la presenza del genere sottorappresentato anche fra gli amministratori con incarichi esecutivi, informando annualmente i rispettivi Stati membri dei progressi effettuati in tal senso. La Corte di Giustizia Europea ha creato dei criteri da seguire in modo tale che con questa direttiva il sesso sovra-rappresentato non diventi quello discriminato, i quali prevedono la necessità che il candidato del sesso sottorappresentato abbia pari qualifiche rispetto al concorrente dell’altro sesso in termini di rendimento professionale, qualità e competenza, integrati da una valutazione delle qualità strettamente personali del candidato. Nel novembre 2013 il Parlamento Europeo ha approvato una versione modificata del testo proposto che prevede sanzioni per le imprese che non rispettano l’obiettivo del 40% e una relazione annuale della Commissione Europea riguardante la modalità in cui è applicata la parità di genere all’interno delle istituzioni e delle agenzie europee. La proposta di legge è stata quindi sottoposta al Consiglio dell’Unione Europea che però al momento non ha ancora trovato un accordo e ha pubblicato un report secondo il quale bisognerebbe spostare la data per il raggiungimento dell’obiettivo dal 1 gennaio al 31 dicembre 2020. Un altro problema rilevante per l’entrata in vigore della Legge è

rappresentato dal disaccordo fra gli Stati membri, infatti non tutti ritengono che un intervento legislativo vincolante dell'Unione sia la soluzione ottimale.

Nel 2016 la Commissione ha presentato il programma di lavoro per il triennio 2016-2019 per promuovere la parità di genere, accompagnato da una serie di normative, decreti legge e fondi messi a disposizione per raggiungere gli obiettivi. Il programma è incentrato su cinque temi: aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, diminuzione del gap salariale e pensionistico fra uomini e donne, promozione dell'equità fra uomini e donne nel processo decisionale aziendale, combattere la discriminazione di genere e promuovere i diritti delle donne in tutto il mondo. Da parte degli Paesi membri e degli altri attori istituzionali si è già registrata una grande partecipazione all'iniziativa e il coinvolgimento dovrebbe proseguire nei prossimi anni per poter arrivare nel 2020 agli obiettivi prefissati dalla Strategia di crescita intelligente.

Nel parlamento Europeo le donne rappresentano il 37% dell'assemblea, ma spostando l'attenzione sulle istituzioni più importanti per l'adozione delle linee politico-economiche dell'Unione Europea la percentuale di presenza femminile crolla; nel Consiglio Europeo le donne sono 4 su 28 (pari al 14,29%), nell'Ecofin sono 3 su 28 (10,71%) e nel Consiglio degli affari esteri si scende a una su 28 componenti (3,57%); risulta quindi necessaria una diminuzione del *gender gap* nelle istituzioni europee in modo tale che funga da esempio da seguire e che aumenti la credibilità delle politiche europee sulla diversità di genere.

2.3.2 Normative dei singoli Paesi

La Norvegia rappresenta il leading case dell'Unione Europea per quanto riguarda le politiche di parità di genere, infatti è stato il primo Paese a introdurre nel 2003 una legislazione vincolante che istituisce un sistema di quote rosa nei CDA. Il “*Public Limited Companies Act*” approvato nel 2003 impone alle società norvegesi quotate in borsa il raggiungimento di una quota rosa variabile a seconda del numero di consiglieri, da conseguire entro tre anni. La legge è entrata in vigore nel 2006 e concedeva alle imprese norvegesi con più di 200 dipendenti due anni di tempo per conformarsi alla normativa; l'impresa che il 1 Gennaio 2008 non avesse raggiunto la quota prevista dalla normativa avrebbe subito lo scioglimento del CdA (eventualità mai verificatasi). La legge prevedeva che i posti da assegnare al sesso sottorappresentato fossero i seguenti: in CDA da 2 o 3 membri entrambi i sessi devono ottenere almeno un seggio, in CDA da 4 o 5 membri sono previsti almeno due seggi per ogni sesso, in CDA da 6 a 8 membri 3 consiglieri per ogni sesso, in CDA da 9 membri almeno 4 consiglieri per ogni sesso, in CDA oltre i 9 membri ogni sesso deve ottenere almeno il 40% dei consiglieri. I progressi ottenuti

tramite la normativa vincolante sono stati strepitosi, nel 2015 la quota di donne presenti nei CDA delle società norvegesi era ben al di sopra della media europea e si attestava attorno al 46,7%.

La Francia si è dimostrata all'avanguardia per la questione della parità di genere approvando nel 2011 la "*Loi Copè- Zimmermann*" che impone a società private quotate e non che per tre esercizi dal 2011 abbiano almeno 500 dipendenti e un patrimonio di cinquanta milioni di euro oltre che società pubbliche con finalità economiche e non l'attribuzione del 40% dei posti disponibili nei propri CdA al sesso sottorappresentato entro il 2017. La legge prevede sanzioni per inadempimento od inottemperanza della stessa che vanno dalla nullità della nomina degli amministratori alla sospensione dei gettoni di presenza per gli amministratori stessi. A seguito dell'entrata in vigore della normativa vincolante la crescita della presenza di donne nei CDA francesi ha subito una crescita molto sostenuta, addirittura maggiore delle aspettative attestandosi al 32% nel 2015.

2.3.3 La normativa italiana

In Italia, dove nel 2010 la percentuale di donne nei CdA si attestava attorno al 6,8% e in molti CdA di imprese quotate nessun seggio era riservato a donne, il 12 luglio 2011 è stata adottata la Legge 120/2011 *Golfo-Mosca* che impone alle società private quotate in borsa e alle società pubbliche non quotate l'introduzione nei rispettivi statuti di misure volte a garantire l'equilibrio di genere nei CdA. Si tratta di una legge bi-partisan e l'iter legislativo mostra che il parlamento ha subito una serie di pressioni da parte di gruppi di interesse aventi come fine l'empowerment delle donne, come per esempio la Fondazione Bellisario (di cui Lella Golfo è la presidente), il cui contributo è stato decisivo per far entrare l'iniziativa nell'agenda-setting parlamentare.

Nello specifico la norma, che si applica sia per strutture monistiche che dualistiche e interessa posti da amministratore con e senza incarichi esecutivi, prevede che venga riservato al sesso sottorappresentato un quinto dei posti disponibili al successivo rinnovo del consigli dall'entrata in vigore della legge e che a partire dal 2015 la quota sia aumentata fino a raggiungere un terzo dei posti disponibili. In caso di inosservanza della legge le società private incorrono in una diffida da parte della Consob a conformarsi entro quattro mesi e nel caso in cui questa non venga rispettata la Consob irroga una sanzione che parte da un minimo di 100.000€ e può arrivare a un massimo 1.000.000€ insieme all'obbligo di ottemperare entro tre mesi. In caso di mancanza di equilibrio di genere nel CdA l'organo di amministrazione e controllo aziendale ha l'obbligo di informare gli organi deputati alla vigilanza e i soggetti terzi che vi abbiano

interesse; in aggiunta le società devono comunicare al Ministero per le pari opportunità la composizione degli organi sociali non oltre i quindici giorni dalla data di nomina degli stessi. La legge ha iniziato a generare effetti già prima dell'entrata in vigore, infatti società come Unicredit e Fiat hanno apportato anticipatamente modifiche ai loro statuti in modo da conformarsi alla normativa futura.

La normativa riguarda solo il rinnovo di tre mandati del CdA a partire da agosto 2012 e ha una durata complessiva di nove anni, arco di tempo ritenuto sufficiente per maturare un cambiamento sociale, ma non si ha la certezza che allo scadere della legge le quote rosa rimarranno lo stesse, soprattutto dato che un aumento della presenza femminile nei board non è stato finora accompagnato da un incremento delle donne nei ruoli apicali delle società facendo così intuire che il c.d. “soffitto di cristallo” sia ancora da scalfire. La normativa, anche se oggetto di ampio dibattito, rappresenta comunque a livello europeo un esempio di buona legislazione, e ha permesso all'Italia di attestarsi al quarto posto nel mondo per numero di donne nei CdA delle società quotate in borsa, con una percentuale del 30,8% nel 2016, quasi sei volte superiore a quella del 2010 e inoltre nella quasi totalità delle imprese quotate c'è almeno una donna fra i consiglieri. Analizzando meglio i dati per il 2016 tuttavia appare chiaro come l'aumento del numero delle donne sia per lo più attribuibile a ruoli non esecutivi di controllo del management dove il 68% dei casi è rappresentato da amministratrici indipendenti chiamate a vigilare nell'interesse della società, mentre solo il 3% dei presidenti o presidenti onorari è donna e il 2,5% degli amministratori delegati è donna. L'incremento della presenza femminile nei CdA si colloca in un trend di crescita precedente l'entrata in vigore della legge Golfo-Mosca, ma sicuramente grazie alla suddetta ha subito un'accelerazione.

Per quanto riguarda il Governo dei Ministri la percentuale di partecipanti appartenenti al sesso femminile dell'attuale governo Gentiloni sono incoraggianti, le ministre sono 5 su 18 (27,78%), ma di queste due sono senza portafoglio.

Nel 2014 è entrata in vigore la “*Legge Delrio*” che impone ai comuni con una popolazione superiore ai 3000 abitanti una percentuale minima di rappresentanza del sesso sottorappresentato pari al 40% della giunta. Purtroppo però nei 67 capoluoghi di provincia andati al voto dopo l'introduzione della normativa solo 41 hanno rispettato il principio, mentre 15 l'hanno rispettato alla larga e in 11 c'è uno squilibrio di genere nella giunta.

2.4 Analisi della situazione italiana

Il mercato del lavoro italiano è caratterizzato da una limitata partecipazione femminile, il Global Gender Gap Index elaborato dal “World Economic Forum” per il 2016 e incentrato su salute, istruzione economia e politica posiziona il nostro paese al 117° posto, registrando un incremento del divario di genere in relazione alla partecipazione e alle opportunità nell’ambito economico, ma anche l’esistenza di marcati differenziali distributivi e fenomeni di segregazione sia orizzontale (poche donne nelle professioni tecniche) che verticale (poche donne nelle posizioni aziendali di comando); si sottolinea in questo modo la necessità di interventi ad hoc da parte del legislatore per aumentare sia la partecipazione delle donne al mercato del lavoro che le loro possibilità di avere una carriera pari a quella degli uomini e accedere quindi, fra le altre cose, a un posto negli organi decisionali delle aziende.

La rappresentanza femminile è solo uno degli aspetti della *board diversity*, la Consob ha divulgato il “Rapporto sulla corporate governance 2016” con riferimento anche agli altri profili degli amministratori (età, nazionalità, formazione, professione e legami familiari con la proprietà) e risulta che a fine 2015 nelle società quotate gli amministratori avevano in media 56.7 anni, erano prevalentemente italiani, nell’85.6% dei casi erano laureati (di cui uno su due in economia) e nel 20.5% possedevano un titolo di studio post lauream. Per quanto concerne il profilo professionale degli amministratori il 70% di essi erano manager, il 21% professionista o consulente e l’8% accademico. Rispetto ai dati relativi al 2012 risulta cresciuta la percentuale di amministratori laureati (da 84% a 85,6%) e con titolo post lauream (da 15% a 21%), come anche la diversificazione del profilo professionale dei consiglieri con un incremento della percentuale di professionisti e consulenti dal 15% del 2012 al 21% del 2015; è in lieve crescita la presenza di amministratori stranieri (dal 5% al 7%) mentre il peso degli amministratori family è stabile e, infine, l’età media dei consiglieri è passata da 57,6 anni a 56,7. I cambiamenti nelle caratteristiche del board sono stati prevalentemente guidati dall’ingresso delle donne successivamente all’entrata in vigore della legge Golfo-Mosca; il rapporto della Consob mostra che gli amministratori che non hanno un legame con l’azionista di controllo presentano una maggiore diversificazione del background professionale e un livello di istruzione più elevato, il 92% delle donne non-family possiede una laurea mentre per le family questo è vero solo per il 64% dei casi, contro un 87% negli uomini non-family e 72% nei family. Con la legge 120/2011 la rappresentanza femminile è cresciuta in modo consistente nei CdA delle imprese quotate: a fine 2016 le donne ricoprivano il 31,6% dei posti di consigliere (rispetto al 7,4% nel 2011) e fra queste è cresciuta l’incidenza di donne interlocker (con posizioni di consigliere in più aziende) dal 18% nel 2013 al 30% nel 2016. Il numero di *diverse-board companies* è passato

da 135 nel 2011 a 226 nel 2016 (pari 99% del peso delle società quotate) con un conseguente aumento di capacità, punti di vista ed esperienze all'interno dei CdA oltre che a un migliore controllo della rischiosità aziendale che permetterà di raggiungere gli obiettivi di lungo termine delle aziende. Resta però aperta la questione del ruolo, nel rapporto si sottolinea che le donne continuano a ricoprire prevalentemente cariche non esecutive: aumenta il peso delle donne indipendenti (dal 60% nel 2013 al 69% nel 2016), mentre rimane marginale il ruolo di amministratore delegato in diminuzione dal 3,2% del 2013 al 2,5% del 2016.

L'eterogeneità dei Consigli di amministrazione varia sia in funzione del settore dell'impresa che degli assetti proprietari ovvero dell'eventuale legame di parentela degli amministratori con l'azionista di controllo (i cosiddetti amministratori *family*); risulta infatti che le imprese operante nel settore dei servizi e in quello finanziario abbiano una maggiore presenza di amministratori stranieri, laureati e in possesso di un master e/o un dottorato; quelle controllate da istituzioni finanziarie presentano board più giovani, istruiti e con una presenza maggiore di stranieri; al contrario le imprese non controllate o di tipo familiare sono caratterizzate da amministratori più anziani, con una percentuale inferiore di laureati e di donne; infine nelle imprese family gli amministratori sono meno istruiti e sono prevalentemente manager. Per quanto riguarda la presenza femminile nei CdA emerge che le amministratrici che hanno legami familiari con l'azionista di riferimento sono più frequenti nelle società di minore dimensione, a proprietà controllata e operanti nel settore dei consumi; mentre amministratrici indipendenti risiedono nei board di società a proprietà diffusa o estera operanti nei settori dell'information technology o delle comunicazioni. Il grado di gender diversity varia in base alla grandezza delle società e al settore di appartenenza, risulta che il numero di posti nei CdA riservati alle donne sia pari a 3,6 nelle imprese incluse nell'indice Ftse Mib corrispondente circa al 30% delle poltrone disponibili, 3 posti nelle medie imprese quotate e 2,4 nelle altre imprese quotate. Dal report della Consob viene anche evidenziato che gli amministratori nominati dopo l'entrata in vigore della Legge 120/2011 sono in media più giovani, più istruiti, hanno raramente legami con l'azionista di controllo e sono più spesso professionisti/consulenti; tutte differenze che risultano ancora più marcate nel caso delle donne.

A fine 2014 il dal Dipartimento per le Pari Opportunità della Presidenza del Consiglio dei Ministri in collaborazione con la società Cerved e la Fondazione Bellisario ha condotto un monitoraggio sulle società controllate da pubbliche amministrazioni e non quotate dal quale risulta che nemmeno un organo su sei nei CdA è donne; solo 1795 donne risiedevano al top delle società non quotate in cui uno o più enti delle PA detengono una percentuale non superiore al 50%, pari quindi al 14,7% del totale; si evidenzia anche una forbice territoriale molto

accentuata, al Nord Italia è maggiore la presenza sia assoluta che relativa delle donne ai vertici aziendali con una rappresentanza di 1020 donne, mentre nel Centro Italia le amministratrici sono solo 428 e scendono a 347 nel Sud e nelle Isole. Il risultato dell'indagine del Ministero mostra distintamente che le imprese non sottoposte agli obblighi della legge 120/2011 sono ancora ben lontane da una percentuale accettabile di presenza femminile nel board, sebbene nelle PMI possa essere più difficile reperire le figure più adatte e in aggiunta molto spesso i consiglieri sono persone che conoscono in profondità il territorio in cui si opera oppure che hanno legami stretti con l'assetto proprietario e perciò difficilmente sostituibili.

Relativamente alla legge 120/2011 è interessante lo studio svolto da Joselle Dagnes del Dipartimento di Culture, Politica e Società dell'Università di Torino che indaga il punto di vista delle persone che ricoprivano posizioni apicali nei CdA al momento dell'entrata in vigore della normativa e che hanno dovuto confrontarsi dall'interno con i vincoli imposti da questa, con l'obiettivo di approfondire la percezione e la rappresentazione degli amministratori nei confronti di uno shock esogeno che modifica gli assetti pre-esistenti e in aggiunta mettere in luce le strategie difensive e di adattamento attuate oltre che eventuali effetti inattesi dell'azione regolativa. La ricerca si basa su quindici interviste condotte in profondità nel 2012 e 2013 con membri dei CdA di imprese quotate, di cui quattordici sono uomini e una sola è donna. Per quanto riguarda il riconoscimento della scarsa presenza femminile gli intervistati riconoscono uno squilibrio tra uomini e donne, ma non c'è accordo sulle motivazioni, per alcuni la disparità è il risultato di percorsi di scelta individuali senza una specifica volontà discriminatoria, per altri invece esiste un pregiudizio nelle modalità di selezione dei membri del CdA con un orientamento omofilo, conseguentemente gli uomini indirizzerebbero la loro scelta verso altri uomini perché percepiscono le donne come una minaccia; infine per altri ancora il superamento del gender gap porterebbe a un potenziale vantaggio dal punto di vista aziendale. Agli intervistati è stato successivamente chiesto se le quote rosa fossero per loro giuste ed utili, anche in questo caso sono risultate visioni differenti: quote rosa ritenute un bene necessario; un male inutile considerandole inique perché penalizzanti nei confronti dei soggetti che non ne beneficiano e inopportune sul piano concreto; quote rosa viste come un bene non prescrivibile quindi gli intervistati riconoscono la necessità di un intervento modificativo dello scenario attuale, ma sono scettici nei confronti di norme che prescrivono una quota fissa di donne, e infine quote rosa ritenute un male indispensabile perciò contrari al sistema delle quote, ma riconoscono la necessità di porre rimedio alle ingiustizie strutturali esistenti. Le interviste si sono poi concentrate su due aspetti della legge Golfo-Mosca: la sua validità temporanea e l'estensione della quota. Tutti gli interrogati si sono espressi a favore della temporaneità, mentre l'estensione della quota ha destato maggiore preoccupazione legata principalmente a due

fenomeni: il primo riguarda il fatto che per far posto alle nuove consigliere un numero elevato di amministratori maschi della precedente compagine dovrà essere rimosso e questo porterà a delle strategie di reazione e adattamento degli attori per contrastare la manovra; la soluzione più favorita risulta per ora l'ampliamento del numero dei componenti del CdA in modo da affiancare i nuovi membri ai vecchi. La seconda fonte di timore è relativa alle difficoltà connesse all'obbligo di cooptazione di un numero elevato di donne negli organi aziendali, rischia infatti di innescarsi un meccanismo di competizione in vista del rinnovo del CdA che danneggerebbe la risorsa preziosa ma scarsa rappresentata dalla presenza femminile. Il focus delle interviste sono stati i criteri di selezione della nuova componente: le aziende possono rivolgersi alle poche consigliere che già ricoprono incarichi analoghi in altre imprese, ma che comunque potrebbero rifiutare la proposta se dovessero capire che essa deriva esclusivamente dalla necessità di raggiungere le quote rosa prescritte dalla normativa, oppure possono selezionare risorse interne all'azienda, purtroppo però la sotto-rappresentazione femminile interessa anche le posizioni apicali e provoca difficoltà nel reperire la persona adatta. La strada al momento maggiormente seguita consiste nell'individuare donne esterne sia all'azienda che al circuito delle amministratrici; i profili selezionati sono riconducibili a due categorie: soggetti selezionati per la loro vicinanza personale all'imprenditore, nel caso di società familiari, e soggetti portatori di specifiche competenze, come liberi professionisti e docenti universitari. Concludendo lo studio si sofferma sulle strategie di adattamento e sulle conseguenze derivanti dall'arrivo di nuove consigliere. Per quanto riguarda le strategie di adattamento due sono le principali: la nomina di donne silenti o poco ingombranti in modo da preservare le posizioni di coloro che detengono maggiori poteri e la conservazione de facto del ruolo degli amministratori più rilevanti che formalmente abbandonano il proprio posto nel consiglio, ma mantengono inalterato il potere decisionale e la capacità di influenza. Le reazioni della compagine sociale all'entrata di nuove amministratrici sono ovviamente un fattore importante per determinare gli effetti delle quote rosa sulla performance aziendale, infatti solo se queste avranno la possibilità di operare realmente nel CdA potranno influenzare la performance aziendale e quindi sarà possibile capire se la normativa introdotta nel 2011 ha degli effetti positivi e concreti sull'attività delle aziende quotate. Il risultato dello studio sottolinea come, pur in presenza di un rispetto formale delle norme, i gruppi di potere pre-esistenti possano promuovere logiche di azione, strategie adattive e stratagemmi decisionali che sono di fatto una regolamentazione non ufficiale in grado di impedire il pieno raggiungimento degli obiettivi perseguiti dal legislatore. Nella valutazione delle possibilità di successo della normativa è bene tener presente non solo le discriminazioni che si affrontano in un percorso dal basso verso l'alto (il c.d. *glass ceiling*), ma anche quelle dall'alto verso il basso, di tipo *cement floor*, ossia nei meccanismi di

riproduzione dell'élite aziendale, perché solo in questo modo si possono cogliere gli effetti positivi e negativi dell'imposizione delle quote alle società.

2.5 Conclusioni

Dopo aver condotto una panoramica sulla situazione italiana ed europea per quanto riguarda la diversità nei CdA dovrebbe risultare chiaro al lettore che sia le normative che i report si sono concentrati prettamente sulle grandi imprese quotate, per questo motivo il mio studio è incentrato sulle medie imprese, con la speranza che possa giungere a risultati significativi e innovativi per comprendere se esiste una relazione fra la diversità nel board e la performance aziendale. Nel prossimo capitolo si analizzerà la letteratura accademica che si è occupata della relazione fra la diversità nel CdA e la performance aziendali, con il fine di fornire basi teoriche e giustificazioni alla ricerca empirica da me svolta.

3 CAPITOLO SECONDO: STUDI SULL'ETEROGENEITA' DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

3.1 Premessa

Il capitolo sarà focalizzato principalmente sulle ricerche empiriche svolte negli ultimi anni dagli studiosi e si concentrano sugli effetti della diversità nel CdA sull'andamento aziendale. Gli studi sono suddivisi per area geografica in cui sono stati condotti per evidenziare come variano i risultati fra le diverse parti del mondo e per fornire una base scientifica allo studio da me svolto sulle medie imprese venete.

3.2 Le prime ricerche fondamentali sull'argomento

3.2.1 La teoria del Tokenism

Il primo studio rilevante svolto sull'argomento risale al 1977 e fu condotto da R. Kanter la quale nel suo "*Men and women of the corporation*" studiò gli effetti della composizione del gruppo di comando sull'attività aziendale. Il libro tratta la "teoria del *tokenism*" secondo la quale ogni tal volta in cui in un gruppo di persone è ben riconoscibile un sub-gruppo composto dal genere sottorappresentato e pari a meno del 15% del totale dei partecipanti, esso ha effetti negativi sull'attività del gruppo intero. In particolare secondo l'autrice sono tre gli effetti negativi prodotti da una percentuale scarsa di donne all'interno dell'azienda: *visibility* che riflette la maggiore attenzione dedicata ai c.d. tokens che perciò soffrono di una pressione esagerata a performare; *contrast* che si riferisce all'esagerazione delle differenze presenti fra il sub-gruppo e la maggioranza dominante che può portare a un isolamento sociale dei sottorappresentati; *role encapsulation* relativa ai numerosi episodi in cui a causa degli stereotipi di genere, alle donne sono stati limitati certi ruoli all'interno della realtà aziendale. La studiosa arriva quindi alla conclusione che i risultati raggiunti dalle donne che rappresentano la minoranza del gruppo sono annullati dal fatto che esse sono sottorappresentate all'interno di gruppi dominati dagli uomini e perciò introduce per la prima volta il concetto di massa critica (che secondo le ricerche attuali si attesta attorno al 30% del totale dei partecipanti), necessaria affinché le partecipanti donne abbiano un potere reale e non solamente uno di facciata.

3.2.2 Donne nel Consiglio di Amministrazione, il loro impatto sulla governance e sulla performance aziendale

Un *paper* di grande importanza è quello svolto da R.B. Adams e D. Ferreira nel 2009 che fornisce risultati rilevanti investigando la teoria secondo cui la diversità di genere nei CdA ha degli effetti sulla governance aziendale. Lo scritto utilizza dati dallo Standard & Poor's 500 relativi agli amministratori (genere, età, numero di cariche possedute da ognuno) e dall'*Investor responsibility research center* (IRRC) per quanto riguarda la frequenza di presenza e l'indipendenza degli amministratori. Partendo con l'analisi degli effetti sulla frequenza i due studiosi verificano che le amministratrici si comportano diversamente dagli amministratori e hanno perciò più probabilità di presenza rispetto ai loro colleghi uomini. Inoltre la presenza alle riunioni del consiglio è il principale mezzo a disposizione degli amministratori per ottenere le informazioni necessarie a svolgere al meglio i loro compiti, quindi si presuppone che le donne possano apportare un contributo positivo all'attività del CdA. In aggiunta i due studiosi mostrano che all'aumentare della percentuale di donne nel CdA migliora anche la frequenza di presenze degli amministratori del sesso opposto e in generale la presenza di donne all'interno dei CdA richiama il concetto di amministratore indipendente presente nella teoria poiché le suddette non facendo parte del gruppo direzionale preesistente sono maggiormente inclini a svolgere un controllo sull'attività dell'AD e a difendere gli interessi degli shareholders riducendo così i costi d'agenzia. Un numero maggiore di donne esercita un impatto significativo anche sulla "*board governance*", infatti aumenta il ruolo di monitoraggio del CdA nei confronti dei manager e le ricompense risultano più legate all'andamento aziendale.

Adams e Ferreira indagano anche la correlazione fra la diversità nei CdA e la performance aziendale, partendo dalla premessa che CdA eterogenei monitorano maggiormente le azioni dell'AD e che una partecipazione maggiore degli amministratori nell'attività decisionale può avere effetti sia positivi che negativi sulla performance dell'azienda. Infatti sebbene una delle funzioni del Cda consista nel superare i problemi d'agenzia esistenti fra management e proprietà, un monitoraggio troppo elevato potrebbe condurre a un diminuzione del valore della proprietà (Almazan e Suarez, 2003) o a una rottura del dialogo fra manager e proprietà (Adams e Ferreira, 2007) sottintendendo in questo modo un effetto negativo della diversità sui risultati aziendali. I due studiosi sviluppano un modello di performance che correla la percentuale di donne, il numero di amministratori e di amministratori indipendenti, il logaritmo delle vendite e il numero di segmenti di business con due misurazioni di performance (la Q di Tobin¹ e il

¹ Calcolata come somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo

ROA). Attraverso una regressione OLS trovano una correlazione positiva tra ROA e la diversità di genere; mentre risulta negativa la relazione fra la q di Tobin e il valore dell'impresa poiché un eccessivo monitoraggio può ridurre la performance dell'impresa. I precedenti risultati suggeriscono quindi che un board eterogeneo sia riconducibile a un'amministrazione più forte, il che implica che CdA omogenei non aumentino il valore aziendale. Tuttavia questi risultati non sono veri in ogni caso, il valore dei board omogenei è legato alla governance aziendale, se essa dovesse risultare particolarmente debole un CdA eterogeneo avrebbe un impatto positivo sulla performance grazie alla capacità di evitare i c.d. takeovers, mentre nel caso in cui un'azienda sia caratterizzata da una governance forte un CdA omogeneo sarebbe una risorsa di grande valore. La correlazione fra diversità del CdA e performance aziendale risulta quindi complicata e variabile in base al contesto. I risultati trovati da Adams e Ferreira mostrano anche una correlazione positiva fra la partecipazione delle donne e la grandezza del CdA, la quale può essere vista sia come una preferenza per l'omogeneità da parte dell'AD che non vuole essere monitorato troppo da vicino e perciò preferisce avere dei consiglieri di fiducia e dello stesso genere, che come segnale che l'AD è aperto ad ascoltare diverse opinioni e quindi che non è spaventato dalla diversità di genere. Inoltre la correlazione positiva fra percentuale di consigliere donne e grandezza del CdA esclude il c.d. *tokenism* (limitata rappresentanza del genere femminile a cui non sono attribuiti poteri effettivi) poiché mostra che una volta che una donna è stata aggiunta al board, questo non frena l'incentivo a nominarne altre.

3.3 Studi sulla diversità delle aziende australiane

Il lavoro di Kang, Cheng e Gray del 2007 "Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards" ha come obiettivo l'esame del grado di estensione della diversità e dell'indipendenza dei consiglieri nei CdA delle 100 top aziende quotate australiane. La ricerca inizia analizzando la letteratura empirica esistente secondo la quale la diversità all'interno del CdA è desiderabile sia perché accresce i confronti, gli scambi di opinioni e la performance del gruppo (Knippenberg et al., 2004; Schipper et al., 2003; Watson et al., 1993), sia perché allargando il numero di consiglieri si includono membri che rappresentano meglio la varietà degli stakeholders e perciò i loro interessi possono essere protetti in modo migliore. Lo studio si focalizza successivamente sulla diversità (età e genere) e sull'indipendenza dei CdA delle cento maggiori società quotate australiane per verificare se questi due attributi sono associati a fattori come il settore di appartenenza, la numerosità del board e la concentrazione della proprietà.

Esistono due categorie di diversità: la prima è la diversità osservabile, caratterizzata dagli attributi visibili degli amministratori come la nazionalità, il genere, l'età e l'etnia; mentre la seconda è meno visibile e riconducibile alle esperienze passate degli amministratori come per esempio il loro background formativo, occupazionale e le loro esperienze precedenti. La ricerca empirica rileva che generalmente la maggior parte dei membri del CdA è composta da soggetti di mezza età o vicini alla pensione che hanno precedentemente avuto ruoli executive in altre aziende appartenenti allo stesso settore; tuttavia questa tendenza sta lentamente cambiando verso una promozione della diversità di età in modo da incoraggiare il confronto delle diverse prospettive e opinioni degli amministratori aventi diverse età al fine di ottenere, fra le altre cose, un buon avvicendamento programmato. Un CdA con membri appartenenti a diverse fasce d'età può godere dell'esperienza e delle risorse economiche dei più anziani insieme alle responsabilità assunte dai soggetti di mezza età e delle energie, della voglia di trionfare e dello sguardo improntato al futuro dei membri più giovani. Sono state trovate prove secondo le quali la diversità del board non è associata solamente alla grandezza del CdA, ma anche al settore in cui opera l'azienda (nel 2002 Hyland e Marcellino hanno dimostrato una correlazione tra il numero di donne nel CdA e la grandezza del settore a cui appartiene l'azienda). Il settore di riferimento influenza la diversità del board e ne è un esempio il settore dei servizi, comprendente quello sanitario e tecnologico, dove è più facile trovare donne amministratrici rispetto a settori come quello della finanza o bancario.

Per quanto riguarda il concetto di indipendenza del CdA non esiste un consenso sulla definizione del termine ed è difficile comparare il significato di indipendenza per un'azienda con quello di un'altra; quindi la letteratura generalmente riconosce che un consigliere è indipendente quando non ha legami con il *senior management* dell'azienda. I dati necessari per svolgere lo studio provengono dalla lista delle top 500 aziende australiane quotate, dai bilanci delle quali sono state estrapolate le informazioni relative alla diversità e all'indipendenza del board. I risultati dello studio mostrano che solo il 10,37% delle posizioni totali di amministratori era occupato da donne, che ben 33 compagnie non avevano nessun consigliere donna e che il livello di concentrazione della proprietà è l'unico fattore significativo nel determinare la diversità di genere. La diversità di età è un aspetto significativo solo in 70 aziende e risulta una marcata preferenza per i consiglieri più anziani (80% dei membri del CdA ha più di cinquant'anni). In aggiunta 83 aziende presentano una maggioranza di consiglieri indipendenti sul totale, risultati in linea con le raccomandazioni fatte nel 2003 "*dall'ASX Corporate Governance Council*". Gli esiti mostrano che sia il settore di appartenenza che la concentrazione della proprietà influenzano in modo significativo l'indipendenza del CdA, in particolare il settore manifatturiero e quello industriale che mostrano una minore concentrazione della

proprietà includono più probabilmente una percentuale rilevante di amministratori indipendenti nel board of directors.

3.4 Studi relativi alla zona USA

La ricerca condotta da Carter (The diversity of corporate board committees and firm financial performance) nel 2007 esamina invece la relazione fra la diversità intesa come diversità di genere e di minoranze etniche del CdA e dei comitati consiliari e la performance finanziaria dell'impresa. L'analisi è unica nel suo genere perché analizza anche la diversità nei comitati in modo da avere una comprensione migliore degli effetti di questa sulle funzioni svolte dal board e quindi, in ultima istanza, sul valore per gli azionisti. Le ricerche empiriche svolte sugli effetti dell'eterogeneità del CdA mostrano delle problematiche per vari motivi: non esiste un forte collegamento teorico fra la composizione del board e la performance aziendale, i test empirici svolti sull'argomento possono essere soggetti a problemi di endogeneità delle caratteristiche del CdA, dei suoi processi e delle sue azioni e dei risultati aziendali. Perciò se i risultati mostrassero una correlazione empirica positiva fra la board diversity e la performance aziendale, questa potrebbe essere dovuta sia a un CdA eterogeneo che crea valore per gli azionisti, sia a un'azienda forte e di successo che ha le risorse economiche necessarie per incoraggiare la diversità basata su correttezza ed equità all'interno dell'organizzazione.

Con queste premesse lo studio vuole investigare empiricamente la tesi economica relativa alla diversità nel CdA e nei collegi consiliari; i ricercatori hanno rilevato che le donne e le minoranze etniche all'interno dei collegi hanno più probabilità di influire concretamente sulle decisioni del CdA e del management dal momento che i partecipanti ai comitati hanno meno probabilità di essere dei c.d. *token* rispetto ai consiglieri.

Lo studio inizia con una panoramica delle tesi economiche secondo cui un CdA eterogeneo è collegato a migliori performance per l'azienda e maggiore valore per gli azionisti, questo implica che i c.d. *diverse directors* non sono sostituiti di quelli già presenti e non hanno le loro stesse abilità, ma posseggono caratteristiche uniche che permettono di creare valore aggiuntivo per l'azienda. Preliminarmente all'esposizione ricerca empirica credo che sia doveroso spiegare parte della letteratura empirica che fornisce le basi allo studio; la sintesi della tesi economica è la seguente: la diversità nel CdA migliora l'efficacia delle azioni del board che a loro volta aumentano la produttività e la performance dell'organizzazione creando una redditività e un valore per gli azionisti più elevato (Stephenson 2004).

Le tesi economiche relative alla diversità aziendale possono essere riassunte in cinque proposizioni:

1. La teoria dell'agenzia (Jensen e Mekling, 1976) e la teoria dei costi di transazione (Williamson, 1988) forniscono le fondamenta teoriche all'attività di monitoraggio e di controllo svolta dal CdA. L'eterogeneità del board ne aumenta l'indipendenza diminuendo quindi i costi di agenzia e migliorando l'attività di monitoraggio (Jensen 1993, Hermalin e Weisbach 1998; Adams e Ferreira 2006).
2. L'eterogeneità del CdA incoraggia nuovi e differenti punti di vista sulle decisioni strategiche, aumenta la comunicazione all'interno dell'azienda ed amplia gli obiettivi dell'organizzazione. A supporto di queste affermazioni Stephenson nel 2004 ha provato che il flusso di informazioni e il processo decisionale aziendale sono migliorati dalla presenza di diversità nel CdA che incoraggia fortemente la risoluzione dei problemi e il dissenso costruttivo. Le donne e le minoranze inoltre apportano una conoscenza approfondita di alcuni segmenti di mercato e di alcuni consumatori dovuta alla loro vicinanza e partecipazione ad essi.
3. La diversità dei consiglieri permette di svolgere al meglio la loro funzione di raccolta di informazioni dall'ambiente esterno e di creazione di canali con gli altri attori del settore perché persone con caratteristiche diverse riescono a fornire un numero maggiore di informazioni strumentali alla presa di decisioni aziendali oltre che all'accesso a risorse preziose dell'ambiente.
4. Un CdA eterogeneo invia segnali positivi al mercato del lavoro e permette quindi di attrarre risorse di talento appartenenti alla metà del capitale umano disponibile che è rappresentata da donne e da minoranze.

La ricerca di Carter et al. Sviluppa un sistema di equazioni simultanee al fine di verificare se le proposizioni economiche relative alla diversità sono veritiere. I dati sono raccolti da un panel di cinque anni (1998-2002) relativo alle aziende statunitensi appartenenti al Fortune 500² e viene utilizzato un approccio a tre stadi della regressione dei minimi quadrati in modo da trovare un collegamento fra la Q di Tobin e la diversità nei comitati aziendali. I risultati mostrano che in media le donne e le minoranze rappresentano l'11,25% del CdA e dei collegi con una percentuale pressoché simile fra i due. Il comitato di controllo è quello con la percentuale maggiore di donne e minoranze etniche (14,83%), mentre il comitato di remunerazione presenta quella minore (10,35%). La ricerca palesa una correlazione positiva e significativa delle

² Lista annuale compilata dalla rivista Fortune che classifica le 500 maggiori imprese societarie statunitensi in base al loro fatturato.

percentuali di donne e delle minoranze etniche con la performance aziendale, misurata tramite la Q di Tobin, sia per il CdA che per le altre commissioni confermando perciò le tesi economiche. Tuttavia non possiamo considerare la diversità di nazionalità e quella di genere come facenti parte della stessa categoria; le prove dimostrano che le due hanno effetti molto simili nella maggior parte dei casi, ma non in tutti. C'è la possibilità che il genere e la nazionalità influenzino la performance, ma potrebbe essere anche la performance a modificare il livello di diversità nel board. L'interpretazione dei risultati dell'analisi conferma le tesi economiche precedenti sulla diversità, ma come per ogni complesso fenomeno economico l'analisi empirica non giunge a un risultato assolutamente certo.

3.5 Ricerche focalizzate sull'area cinese

Lo studio condotto nel 2016 da Talavera, Yin e Zhag dell'Università di Sheffield e intitolato "Managing the diversity: board age diversity, director personal values and bank performance" si concentra appunto sulla diversità di età fra i componenti del CdA di 97 banche cinesi in un periodo compreso fra il 2009 e il 2013. Gli studiosi ritengono che l'età sia un fattore determinante per l'operare del CdA, questa è importante anche in relazione al contesto sociale nel quale i membri dell'organizzazione interagiscono. Per esempio nel CdA i consiglieri giovani si comportano diversamente da quelli più anziani per quanto riguarda i valori guida: i primi hanno più energia e una maggiore propensione al rischio, mentre i secondi tendono con più probabilità ad essere prudenti e a mantenere invariato il contesto di cui fanno parte (Mishra e Jhunjhunwala, 2013). Rilevare i valori personali e valutare le differenze generazionali rappresentano l'approccio base per capire il gap generazionale; il lavoro in esame scompone le età dei consiglieri nei valori personali e discute la tesi economica secondo cui la diversità di età può influenzare la performance delle banche tramite la diversità di valori fra i consiglieri in modo da giungere a dei risultati significativi.

La letteratura ha dimostrato come avere consiglieri di varie età nel board possa causare molteplici conseguenze. È stato empiricamente provato (Ararat e al., 2010) che la rappresentazione di varie generazioni all'interno del CdA ottimizza la flessibilità delle decisioni grazie a un migliore bilanciamento del rischio che, in ultima istanza, porta a una migliore performance aziendale. Kim e Lim nel 2010 hanno dimostrato che la c.d. *age diversity* dei consiglieri indipendenti aumenta il valore dell'impresa poiché in questo modo il CdA rappresenta in modo più completo il capitale umano con cui intrattiene rapporti. Invece alcuni studiosi hanno trovato risultati opposti riguardo gli effetti legati alla diversità di età nel CdA; infatti in base al paradigma dell'attrazione per ciò che è simile a noi gli individui percepiscono

le persone demograficamente diversi da loro come degli *outsiders* e sono riluttanti a condividere informazioni con essi, conducendo inevitabilmente a una rottura del rapporto. Per quanto riguarda i CdA, diversi punti di vista e abilità cognitive dei consiglieri possono generare conflitti all'interno del gruppo (Byrne, 1971; Williams e O'Reilly, 1996) che precludono lo sviluppo della coesione fra i partecipanti, creano barriere comunicative, prolungano il processo decisionale e indeboliscono la performance aziendale (Westphal e Bednar, 2005; Wang e Hsu, 2013).

La diversità di età è una variabile particolarmente significativa per organizzazioni che hanno sede in paesi dove è in atto un processo di transizione economica e politica che ha comportato un cambiamento culturale dei suoi abitanti (Stulz e Williamson, 2003) e dove dunque persone di diverse generazioni sperimentano esperienze di vita differenti e hanno valori diversi. Durante gli ultimi anni la Cina ha sperimentato uno sviluppo economico, politico e culturale immenso; i dati mostrano che la maggior parte dei CdA cinesi è composta da persone di età compresa fra i 35 e i 70 anni, cresciute quindi nell'era di Mao Zedong o in quella di Deng Xiaoping. I consiglieri nati nel periodo in cui Mao era al potere sono probabilmente meno istruiti e più propensi a svolgere i loro compiti secondo il metodo tradizionale e senza creatività. Mentre con Xiaoping sono state implementate campagne politiche per promuovere il successo individuale e l'imprenditorialità, conseguentemente i consiglieri più giovani presentano una formazione migliore, sono più qualificati per il lavoro che svolgono e promuovono maggiormente l'innovazione e la creatività (Ralston et al, 1999; Huang et al, 2016).

Lo studio esamina un campione di 97 banche cinesi nel periodo fra il 2009 e il 2013 trovando una relazione negativa fra la diversità di età del CdA e la performance della banca misurata con gli indici ROA e ROE. I risultati mostrano quindi che in questo caso il costo della diversità di età supera i benefici in termini di performance per le banche cinesi. Le età impari comportano una variazione dei valori personali (Egri e Ralston, 2004), perciò gli studiosi decidono di suddividere la diversità di età da quella relativa ai valori e scoprono che è l'eterogeneità dei valori dei consiglieri relativi al lavoro, alla prudenza e alla ricchezza a ridurre la redditività delle banche e non quella legata alla diversità di età.

Lo studio di Talavera, Yin e Zhang è il primo a indagare statisticamente il cambiamento dei valori dei consiglieri e per farlo hanno suddiviso i consiglieri in due generazioni in base all'età (di Mao e di Deng) e hanno selezionato otto indicatori specifici dei valori personali dal World Values Survey³. I risultati mostrano che i consiglieri appartenenti alla generazione Deng sono

³ Progetto di ricerca globale che ha come obiettivo l'esplorazione dei valori e delle fedi delle persone, come essi cambiano nel tempo e il conseguente impatto socio-politico.

più propensi al rischio, più creativi e attribuiscono maggiore e devozione al lavoro rispetto a quelli dell'era Mao. L'etica del lavoro è essenziale per i consiglieri più anziani che si dimostrano più prudenti e cauti di quelli giovani, anche se le due generazioni mostrano la stessa attitudine nell'aiutare gli altri. Per investigare a fondo la relazione fra la diversità di età nel CdA e la performance dell'istituto gli studiosi decidono di testare come la diversità di valori influenza i risultati della banca. I diversi coefficienti dei consiglieri relativi alla visione del lavoro, alla prudenza e alla ricchezza hanno un impatto negativo sulla redditività della banca.

Le conclusioni del lavoro indicano che le buone performance del CdA dipendono non solo dalle risorse e dalle conoscenze dei partecipanti, ma anche dall'interazione fra essi e suggeriscono che banche cinesi con una governance debole dovrebbero optare per l'aggiunta di amministratori con età simili a quelle del gruppo pre-esistente in modo da diminuire il gap generazionale.

Lo studio, sottolineando quanto sia importante il contesto ambientale per lo sviluppo delle attitudini dei consiglieri, rappresenta un'ottima premessa alla mia ricerca sulle imprese venete, nella quale ho deciso di selezionare una sola regione per avere un campione omogeneo da cui elaborare dati e trarre le mie conclusioni.

3.6 Studi relativi alla situazione delle imprese italiane

3.6.1 Caratteristiche dei CdA e performance delle società italiane quotate in borsa: un'analisi per cluster

Il lavoro di G. Antonelli, G. Riviaccio e L. Moschera nel 2013 adotta la *Research based view* come strategia di ricerca e mira a contribuire al dibattito teorico sugli effetti dell'eterogeneità nella composizione dei gruppi sulla performance aziendale. L'approccio teorico della *Research based view* sostiene che la creazione di valore derivi dal possesso di risorse adeguate che permettono alle imprese di ottenere un vantaggio competitivo (Barney, 1991). La creazione di valore non è garantita dal solo possesso di risorse strategiche, ma richiede competenze adeguate per sfruttare le opportunità dell'ambiente (Alvarez e Barney, 2004); quindi la capacità di trasformare le risorse in modo adeguato può essere fonte di un vantaggio competitivo e di prestazioni superiori. Secondo questa visione nelle strategie di creazione di valore per l'impresa sono cruciali anche i processi organizzativi e strategici (Sirmon e al., 2007). Le persone che ricoprono posizioni di potere svolgono un ruolo fondamentale nella creazione delle competenze distintive dell'impresa ed è per questo motivo che lo studio in oggetto prende in considerazione il CdA quale gruppo di persone che prendono le decisioni strategiche dell'impresa.

L'eterogeneità all'interno del CdA e la capacità dei membri di combinare le proprie esperienze e conoscenze influenza i comportamenti competitivi dell'impresa. Lo studio apporta un contributo innovativo alla letteratura poiché utilizza due dimensioni del gruppo che considerano l'aspetto cognitivo e quello demografico per analizzare un campione di CdA di 215 aziende quotate fra il 2008 e il 2009. L'eterogeneità viene misurata su variabili demografiche (sesso ed età) e sul possesso di risorse adeguate (background formativo dei consiglieri) al fine di capire se l'effetto congiunto delle due variabili ha un impatto sulla capacità dell'impresa di creare un vantaggio competitivo sostenibile, misurato con gli indici ROE, ROI e la Q di Tobin.

La ricerca si basa sull'ipotesi che possedendo lauree economico-giuridiche i consiglieri siano in grado di comprendere ed elaborare le informazioni relative al contesto in cui agisce l'impresa e perciò possano intervenire in modo proficuo e migliore rispetto ai consiglieri con background formativi differenti. In aggiunta la presenza di una maggiore eterogeneità nell'età dei componenti del CdA implica punti di vista differenti nel momento dell'applicazione delle conoscenze derivanti dal background formativo

Lo studio ipotizza che la presenza di età diverse permetta di avere una pluralità di visioni e aumenti la capacità di elaborare strategie aziendali, soprattutto quando i soggetti possiedono lauree tecniche perché permette di avere un confronto su linguaggi simili ma con prospettive differenti. I risultati mostrano una correlazione positiva fra performance ed eterogeneità formativa, avvalorando le conclusioni di Chen e MacMillan secondo cui la diversità da un lato è fondamentale per prendere decisioni competitive efficaci perché conferisce prospettive più ampie, ma dall'altro peggiora la velocità di risposta ai cambiamenti ambientali.

Gli studiosi hanno sviluppato un'analisi cluster in due step per evidenziare gli effetti delle variabili quando queste sono considerate contemporaneamente:

- Cluster I (66 aziende): aziende giovani con competenze eterogenee
- Cluster II (91 aziende): aziende tradizionali con membri di età eterogenea
- Cluster III (58 aziende): aziende mature con omogeneità nell'età e con competenze specialistiche

I risultati mostrano che le aziende più giovani, operanti in settori altamente tecnologici e turbolenti, hanno ottenuto risultati migliori nell'anno precedente (cluster I). Queste aziende presentano un'eterogeneità elevata sia per i background formativi che per l'età dei consiglieri, i risultati sono perciò in linea con l'ipotesi 1a. Contrariamente alla seconda ipotesi i risultati empirici mostrano una correlazione negativa fra la percentuale di laureati in materie economiche-giuridiche e la performance aziendale. E' stato rilevato che la percentuale più alta

di laureati in materie economico-giuridiche si riscontra nelle aziende più anziane, con CdA omogenei e operanti in settori maturi a cui si collegano performance più basse (cluster III). Per quanto riguarda le variabili demografiche, dopo aver escluso l'impatto della presenza femminile nei CdA sulla performance, gli studiosi hanno trovato evidenze per cui l'età dei membri non è correlata alla performance. Tuttavia, analizzando i cluster che si sono formati automaticamente rispetto alle variabili considerate, risulta che il cluster I in cui l'eterogeneità dell'età è maggiore sia anche quello con la performance maggiore. Dai risultati si deduce che nei settori tecnologici e competitivi c'è uno scambio di know-how fra membri giovani e anziani del CdA che permette un migliore utilizzo delle conoscenze derivanti da diversi background formativi.

3.6.2 Consiglio di amministrazione e valore d'impresa

Il lavoro di P. Tenuta e di D.R. Cambrea del 2016 ha come obiettivo d'indagine l'impatto della composizione del CdA sul valore di mercato delle imprese italiane quotate in borsa e prende come base di riferimento i risultati delle precedenti teorie di governance. La variabile adottata come benchmark è la Q di Tobin in modo da misurare la performance in termini di valore per gli azionisti. Gli studiosi hanno deciso di prendere in considerazione un arco temporale di dieci anni (2003-2013) e un campione di 1613 osservazioni e 193 imprese italiane quotate, trovando risultati empirici in base ai quali le performance aziendali dipendono dalla composizione del CdA.

La ricerca preliminarmente approfondisce la situazione del sistema economico italiano, costituito prevalentemente da società con un'elevata concentrazione proprietaria in cui il controllo è nelle mani di pochi investitori (Bianchi e Bianco, 2009). Un ruolo particolarmente rilevante è svolto dalle imprese familiari, che rappresentano la colonna vertebrale del sistema economico italiano (Belcredi e Enriques, 2013), in cui i membri del CdA rappresentano gli azionisti di controllo, mentre quelli di minoranza non sono tutelati. La situazione sopra descritta potrebbe determinare la nascita di problemi di agenzia che, a lungo andare, potrebbero determinare conflitti interni e una diminuzione del valore aziendale. Per questo motivo la Consob e Banca d'Italia dagli anni '90 hanno creato una serie di riforme con l'obiettivo di riorganizzare il sistema di corporate governance italiano. La prima di queste è stata la "Legge Draghi" del 1998 che, per rafforzare i meccanismi di governance delle società quotate, precisava i compiti degli organi societari e gli obblighi informativi a tutela del mercato e degli azionisti.

Lo studio si focalizza su cinque caratteristiche del board che, in base alle ricerche precedenti, hanno dimostrato di essere in grado di influenzare la capacità di creare valore dell'impresa e perciò sono state sviluppate cinque ipotesi di ricerca:

H.1: la condizione di CEO duality influenza negativamente il valore dell'impresa

La condizione di CEO duality si verifica quando alla medesima persona sono attribuiti gli incarichi di Amministratore delegato e di Presidente del CdA

H.2: La presenza di consiglieri indipendenti influenza positivamente il valore dell'impresa

H.3: La presenza di consiglieri con altri incarichi (c.d. busy governances) influenza il valore dell'impresa

H.4: la dimensione del CdA influenza il valore dell'impresa

H.5: la presenza di consiglieri donne influenza il valore dell'impresa

Negli ultimi anni, a seguito delle numerose iniziative legislative, gli studiosi hanno iniziato a studiare gli effetti delle *female governances*, trovando risultati spesso contrastanti. L'estensione della presenza femminile nel CdA estende il bacino di capitale umano a cui si può attingere per trovare nuovi amministratori, ma apportano anche abilità e prospettive supplementari che permettono di migliorare le strategie aziendali (Hillman et al, 2007). Alcuni studiosi ritengono però che un eccessivo monitoraggio, dovuto alla presenza di donne nel CdA, possa determinare una riduzione del valore per gli azionisti (Alzman e Suarez, 2003) e delle difficoltà comunicative tra gli amministratori che rendono più arduo il processo decisionale (Adams e Ferreira, 2007).

La ricerca considera un campione di 193 imprese quotate (dopo aver tolto quelle appartenenti al settore finanziario e assicurativo perché influenzate da fattori esogeni) e adotta la Q di Tobin come variabile per misurare il valore dell'impresa. Per controllare gli effetti firm-specific nel modello sono presenti alcune variabili di controllo: cash holdings (rappresentativa delle riserve di cassa), size (riferita alla dimensione aziendale), leverage (che monitora la capacità di acquisire ulteriori risorse finanziarie esterne), growth opportunity, cash flow, dividend (si ipotizza che imprese con dividendi maggiori abbiano una corporate governance migliore e che tutelino gli interessi degli azionisti di minoranza), tangibility (per misurare il peso degli asset aziendali potenzialmente utilizzabili come garanzie patrimoniali) e la dummy family (per capire se il valore delle imprese dipende dalla tipologia di azionista di controllo, quindi se familiare o meno).

I risultati mostrano una correlazione positiva fra la dimensione del CdA e la performance, perciò un board più numeroso sembrerebbe favorire i risultati positivi delle imprese. Invece per quanto riguarda le variabili CEO duality, presenza di consiglieri indipendenti, busy governances e board diversity non sembrano influenzare il valore dell'impresa. I risultati relativi all'assenza di influenza dei consiglieri indipendenti sono in linea con il contesto italiano dove è presente un'elevata concentrazione proprietaria nelle mani di pochi investitori, che permette loro di incidere sulla scelta dei consiglieri, perciò i consiglieri indipendenti potrebbero non essere realmente tali, ma scelti in virtù di altri legami con la proprietà. Le conclusioni per cui la board diversity non ha effetto sul valore aziendale sono coerenti perché solo da qualche anno sono state introdotte politiche espansive delle quote di genere, di conseguenza la presenza femminile nei board è ancora limitata e il suo effetto nullo sulla performance aziendale è associata con la teoria della massa critica (Erkut e al., 2008).

Le variabili finanziarie sono in linea con i risultati attesi: il valore di un'impresa è positivamente correlato con la liquidità, il cash flow e con i dividendi, mentre sussiste una correlazione negativa con la dimensione dell'impresa, il suo grado di indebitamento e gli asset intangibili.

Lo studio arriva alla conclusione che la composizione del board può condizionare il valore dell'impresa. Nello specifico i risultati confermano le evidenze di Di Pietra et al. (2008) per cui consiglieri con incarichi in altri board sono ottimi amministratori grazie alla loro esperienza, reputazione e ai loro contatti. Allo stesso modo la dimensione del CdA influisce positivamente sul valore dell'impresa, quindi i benefici derivanti da un monitoraggio efficace del management sono superiori agli svantaggi legati al rallentamento del processo decisionale tipico dei board più numerosi. I risultati della ricerca hanno implicazioni rilevanti per il management delle imprese, infatti la Consob e il codice di autodisciplina sconsigliano di selezionare amministratori con incarichi in più aziende e invece consigliano di avere un CdA snello e composto da pochi individui, direttive perciò opposte ai risultati emergenti dalla ricerca empirica.

3.7 Conclusioni

Analizzando i vari studi presentati nel capitolo si evince un'influenza del contesto ambientale-geografico sui risultati della correlazione fra l'eterogeneità nel CdA e la performance aziendali. Per questo motivo non sono rilevanti solamente le tematiche relative alla composizione del board, ma anche il contesto del Paese in cui ha sede l'impresa oggetto di studio.

4 CAPITOLO TERZO: ANALISI EMPIRICA DELLE MEDIE IMPRESE VENETE

4.1 Premessa

La ricerca da me svolta si concentra sulle medie imprese, a cui è tradizionalmente stata rivolta poca attenzione da studi e indagini specifiche, al fine di verificare se esistono effetti che legano le caratteristiche di questi board alla performance aziendale.

I dati sono stati raccolti tramite il portale Aida, una banca dati che contiene informazioni strutturate su oltre un milione di aziende operanti in Italia relative agli ultimi dieci anni. In particolare la risorsa offre informazioni sulle imprese riguardanti il bilancio completo, il settore di attività economica, informazioni anagrafiche, il numero di dipendenti, l'azionariato e le partecipazioni, l'anno di costituzione e la forma giuridica, il Consiglio di Amministrazioni, i sindaci e le notizie stampa degli ultimi due anni.

Sono state selezionate medie imprese che sono tali secondo i parametri definiti dall'Unione Europea: numero di addetti compreso tra 50 e 250 e con un fatturato tra i 10 e i 50 milioni di euro. In Italia, a partire dagli anni '80 questa categoria di imprese ha registrato un significativo tasso di sviluppo: esporta in modo sistematico (il 99% delle imprese esporta più del 44% del fatturato), genera occupazione e i suoi utili presentano una crescita continua. L'attività prevalente delle medie imprese italiane concerne i settori tipici del made in Italy, con una maggiore incidenza della manifattura di beni per la persona e per la casa (Tunisini, Pencarelli, Ferrucci, 2014).

Il mio studio si concentra solamente sulle imprese con sede nella regione Veneto sia per avere un gruppo omogeneo dal punto di vista geografico su cui svolgere l'analisi e sia perché secondo l'analisi svolta nel 2013 da Mediobanca è questa l'area insieme alla regione Lombardia in cui si registra la maggiore concentrazione di medie imprese.

4.2 Modalità di ricerca

Per raccogliere i dati necessari al mio studio ho utilizzato il portale Aida, creando una strategia di ricerca ad hoc per selezionare imprese:

-presenti nella regione veneto

- che fossero società di capitali
- società attive, escludendo quindi le imprese fallite, cessate o in liquidazione
- con un numero di addetto compreso fra 50 e 250
- con ricavi delle vendite compresi fra 10 e 50 milioni di euro

L'anno di riferimento è quello relativo all'ultimo bilancio disponibile e quindi il 2015.

Successivamente sempre tramite la stessa banca dati ho cercato informazioni sul campione ottenuto, sia relative ai componenti delle aziende che ai dati finanziari. In questo modo ho raccolto informazioni sul numero di esponenti del Consiglio di Amministrazione e degli altri comitati, il nome completo di ognuno, l'età e il genere. Ho deciso anche di abbinare a ogni società selezionata il proprio codice Ateco 2007 e la descrizione dell'attività svolta, in modo da rendere agevole il riconoscimento del Gruppo di pari.

Successivamente ho selezionato degli indici di redditività, oltre che ai ricavi delle vendite, che fossero rappresentativi della performance delle aziende del campione:

- Return on asset (ROA), calcolato come risultato operativo sul totale attivo netto, che permette di costruire una relazione tra il reddito riconducibile allo svolgimento di attività operative e il totale degli impieghi
- Return on equity (ROE), calcolato come reddito netto su capitale netto, è il valore che fornisce il quadro più sintetico sull'andamento della gestione e riguarda la variazione del capitale netto iniziale derivante dallo svolgimento della gestione. Esprime quindi il rendimento complessivo dell'azienda secondo il punto di vista del soggetto portatore del capitale di rischio.
- Return on sales (ROS): calcolato come risultato operativo su ricavi netti, è l'indice di redditività delle vendite, misura la convenienza economica delle vendite esprimendo quanto reddito operativo è generato da ogni euro di fatturato.

I dati esportati da Aida e comprendenti 258 aziende sono stati in seguito trasportati su un foglio di lavoro excel per ottenere degli indici che esprimessero la diversità di genere e l'eterogeneità dell'età dei componenti del CdA e sono poi stati elaborati dal software di IBM SPSS per ottenere la correlazione tra le variabili.

Ho utilizzato la banca dati Aida per confrontare ognuna delle 258 aziende del campione con il proprio Gruppo di pari, identificato tramite il codice Ateco 2007. L'Istat ha predisposto una nuova classificazione delle attività economiche, chiamata appunto Ateco 2007, che le raggruppa dal generale al particolare in sezioni, divisioni, gruppi, classi, categorie e

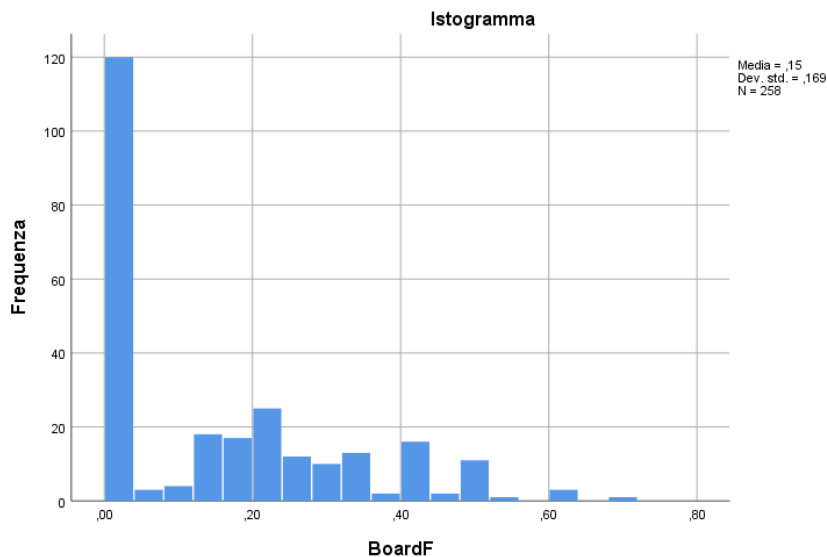
sottocategorie tramite dei codici abbinati al tipo di attività svolta. Ho deciso di confrontare ogni azienda con il proprio gruppo di pari per riuscire a depurare la performance da variabili legate all'andamento del settore in cui opera e quindi per giungere a risultati maggiormente oggettivi. Per ogni azienda del campione Aida ha creato un gruppo di pari standard con le venti società appartenenti allo stesso settore più simili per i Ricavi delle vendite dell'ultimo anno disponibile. Le società analizzate sono state comparate in base ai Ricavi delle vendite, all' EBITDA/vendite, al ROS, all'Utile netto, al Totale delle attività, al ROA e al ROE.

4.3 Risultati empirici

Nel foglio di lavoro di excel sono state calcolate le variabili: BoardF, l'età media e la deviazione standard dell'età sia per ottenere dei risultati significativi da analizzare, sia per utilizzare poi questi dati per calcolare la correlazione tra le variabili oggetto di studio.

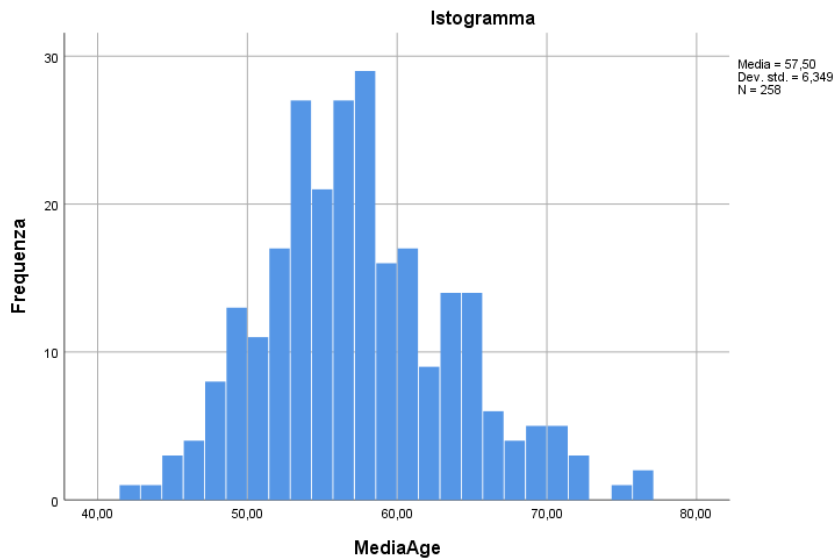
Il parametro BoardF corrisponde alla percentuale di donne nel CdA sul totale dei consiglieri; i dati per le 258 imprese del campione selezionato mostrano in media una BoardF pari al 15%, con ben 120 aziende nelle quali non è presente nessuna donna nel board.

Grafico 1 – Distribuzione del campione per percentuale di donne nel CdA



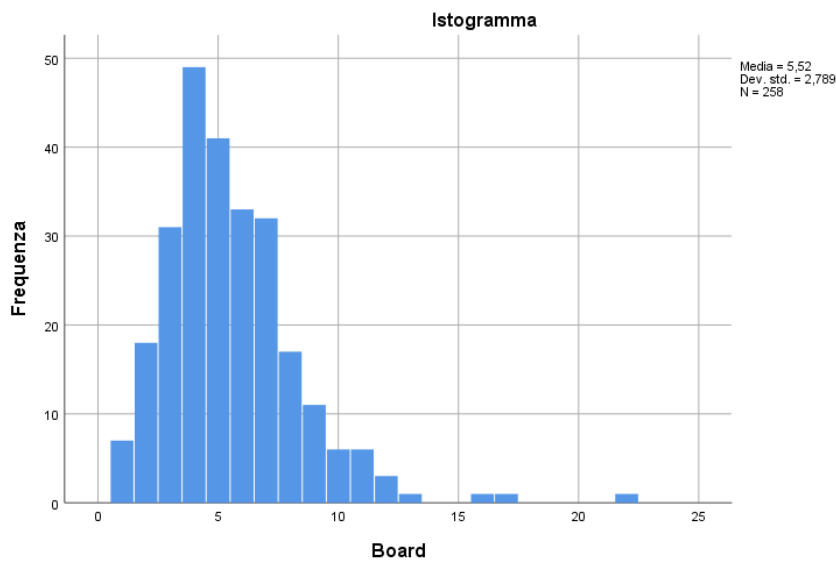
L'età media dei consiglieri risulta pari a 57,5 anni, con una deviazione standard, che misura la dispersione attorno alla media e nel nostro caso è il simbolo dell'eterogeneità nell'età dei consiglieri, pari a 6,349. I risultati sulla media dell'età sono in linea con le aspettative e con le precedenti ricerche svolte sull'argomento, confermando l'esistenza di board con componenti quasi esclusivamente anziani.

Grafico 2 – Distribuzione del campione per età media del CdA



È stata analizzata anche la dimensione dei CdA, strumentale alla successiva verifica di una possibile correlazione fra la numerosità dei consiglieri e la loro eterogeneità, come suggerito da alcuni studi sopra riportati. I risultati mostrano una media di 5,52 componenti del CdA, con una deviazione standard abbastanza ridotta e pari a 2,789.

Grafico 3 – Distribuzione del campione per numerosità del CdA



Successivamente ho trasferito su excel i dati relativi ai Gruppi di Pari che sono stati elaborati in modo da trovare per ogni azienda del campione la media, la mediana, la distanza percentuale dalla mediana e la posizione relativa nel gruppo di pari per le variabili Ricavi dell'ultimo anno

disponibile, ROS, ROA e ROE. Tutti dati che sono stati poi utilizzati nel calcolo della correlazione tra le variabili.

Il codice Ateco 2007 abbinato alle aziende del campione mi ha permesso di raggrupparle per settore di attività in sezioni e divisioni e per ogni gruppo è stata calcolata la percentuale media di presenza femminile nel Board e l'età media, in modo da verificare le teorie secondo cui l'eterogeneità dei CdA varia in base al settore.

Le sezioni utilizzate e i dati trovati per ognuna sono riportati in Tabella 1.

Tabella 1 – Valori di varietà del CdA per settore delle imprese

Gruppi	Descrizione attività	n°aziende gruppo	Media BoardF	Età media
A	Agricoltura, selvicoltura e pesca	1	0	58.09
C	Attività manifatturiere	191		
C1	Industrie alimentari, bevande e tabacco	11	0.15	58.11
C2	Produzioni tessili, pelle, legno e carta	21	0.13	60.38
C3	Prodotti da raffinazione petrolio, prodotti chimici, farmaceutici, in gomma e materiale plastico, prodotti da lavorazione di materiali non metalliferi	36	0.16	57.10
C4	Metallurgia e prodotti metallici	40	0.17	57.90
C5	Fabbricazione di computer, elettronica, macchinari elettrici, motori, motoveicoli, autoveicoli e altri mezzi di trasporto	60	0.13	58.45
C6	Produzione di mobili, altre industrie manifatturiere, riparazione e installazione di macchine e apparecchiature	23	0.08	56.97
D	Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	1	0	53.78
E	Fornitura di acqua, reti fognarie, attività di gestione rifiuti e risanamento	6	0.13	57.48
F	Costruzioni	5	0.16	53.71
G	Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motoveicoli	29	0.19	56.03
H	Trasporto e magazzino	5	0.21	57.05
I	Attività di alloggio e ristorazione	3	0.17	57.21
J	Servizi di informazione e comunicazione	3	0.06	50.48
K	Attività finanziarie e assicurative	1	0	59.67
L	Attività immobiliari.	1	0.29	60.43
M	Attività professionali, scientifiche e tecniche	4	0.17	52.42
N	Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	5	0.11	55.40
Q	Sanità e assistenza sociale. 3 aziende	3	0.22	57.42

I risultati mostrano che le medie dei vari raggruppamenti si scostano dalla media complessiva del campione, in particolare le attività immobiliari mostrano in media una presenza femminile nel CdA pari a quasi il doppio (29%), ma un'età dei componenti maggiore di tre anni circa (60.43 anni).

Le attività economiche dedite all'agricoltura, alla costruzione di mobili e macchine utensili oltre che alle attività finanziarie e assicurative non hanno nessuna donna all'interno dei loro CdA,

mentre la percentuale rimane molto bassa, anche se leggermente maggiore nelle società che si occupano di energia elettrica, gas e vapore (8%) e in quelle che offrono servizi di informazione e comunicazione (6%).

Analizzando l'età media dei componenti del board invece risulta che questa sia sopra la media del campione per le aziende operanti nel settore tessile, della pelle, del legname e della carta (60.38 anni) oltre che nelle società che si occupano di attività finanziarie ed assicurative (59.67 anni), le ultime quindi non avendo nessuna donna nel board, sono quelle che mostrano i CdA più omogenei in assoluto.

Sono presenti però anche sezioni che hanno un'età media minore di quella del campione complessivo, come per esempio le società che si occupano di costruzioni (53.71 anni) e quelle inerenti ad attività professionali, scientifiche e tecniche (52.48). E' singolare il caso delle società che forniscono servizi di informazione e comunicazione perché sono omogenee dal lato del genere dei componenti non avendo nessun consigliere donna, tuttavia presentano un board più giovani rispetto a quelli di tutti gli altri settori nel campione, con una media di 50.48 anni.

Dopo aver ottenuto questi dati ho utilizzato il programma statistico SPSS, studiato per l'elaborazione e l'analisi statistica, che mi ha permesso di importare i risultati ottenuti sul foglio di lavoro excel e calcolare medie, deviazioni standard, correlazioni delle variabili in esame e grafici relativi alle elaborazioni svolte.

In particolare il programma mi ha dato la possibilità di calcolare agevolmente la correlazione esistente fra le seguenti variabili: numero di dipendenti, numero di componenti del board, ricavi delle vendite dell'ultimo anno disponibile, ROA, ROE, ROS, percentuale di donne nel board (BoardF), età media dei consiglieri, deviazione standard dell'età, media, mediana, distanza percentuale dalla mediana e posizione relativa nel gruppo di pari delle variabili Ricavi delle vendite, ROS, ROA e ROE.

Le correlazioni risultanti sono riportate in Tabella 2.

Tabella 2-Correlazioni tra le variabili analizzate

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 Dipendenti	1	,174**	,333**	-0,095	0,066	-0,005	0,010	0,026	0,049	-0,014	0,012	0,042	0,073	-0,027	0,036	-0,026	0,015
2 Board		1	,268**	-0,110	0,039	0,092	-0,061	0,075	-0,021	0,025	0,033	,132*	0,098	-0,098	0,042	-,215**	,251**
3 Ricavi			1	-,168**	,135*	,135*	-,128*	0,036	0,083	-,139*	0,103	,159*	,172**	-0,110	0,100	-0,032	0,055
4 Ricavi - posizione GP				1	-,476**	-0,057	0,080	-0,014	-0,051	0,064	-0,101	-0,105	-0,053	0,085	0,122	0,060	0,082
5 Ricavi - distanza % mediana GP					1	0,038	-0,114	0,067	0,026	-,124*	,196**	0,097	0,067	-,132*	-0,108	-0,081	-,126*
6 ROA						1	-,826**	,464**	,634**	-,634**	,479**	,857**	,689**	-,782**	0,024	-0,096	-0,025
7 ROA - posizione GP							1	-,512**	-,581**	,770**	-,530**	-,733**	-,650**	,877**	-0,028	0,027	0,056
8 ROA - distanza % mediana GP								1	,275**	-,347**	,336**	,476**	,620**	-,491**	0,083	-0,052	0,008
9 ROE									1	-,772**	,760**	,509**	,410**	-,534**	-0,038	-0,074	-0,075
10 ROE - posizione GP										1	-,671**	-,521**	-,440**	,640**	0,024	0,009	0,102
11 ROE - distanza % mediana GP											1	,395**	,402**	-,471**	-0,033	-0,085	-0,044
12 ROS												1	,807**	-,819**	0,025	-0,090	0,012
13 ROS - distanza % mediana GP													1	-,735**	0,044	-,128*	0,042
14 ROS - posizione GP														1	-0,021	0,090	0,029
15 BoardF															1	0,003	,163**
16 MediaAge																1	0,020
17 DevSt_age																	1

** La correlazione è significativa a livello 0,01 (a due code).

* La correlazione è significativa a livello 0,05 (a due code).

Dai dati della tabella si evince una correlazione positiva pari a 0.251, significativa a livello 0.01, fra il numero di componenti del board e la deviazione standard dell'età, pertanto board più numerosi mostrano una maggiore eterogeneità nell'età dei componenti. Mentre esiste una correlazione negativa pari a (0.215), significativa a livello 0.01, fra il numero di amministratori e l'età media dei partecipanti al CdA, quindi board più grandi esibiscono un'età media dei componenti minore.

Un dato di rilievo è la correlazione positiva pari a 0.123 significativa a livello 0.05 fra i Ricavi delle vendite e la percentuale di donne nel CdA confermando in questo modo quanto sostenuto dallo studio di Adams e Ferreira del 2009.

Infine il numero di amministratrici donne risulta legato positivamente, 0.164 significativo a livello 0.01, anche con la deviazione standard dell'età, perciò board con diversità di genere mostrano un'eterogeneità superiore anche per quanto riguarda le età dei componenti.

I risultati palesano una correlazione negativa pari a (0.126), significativa a livello 0.05 fra la distanza percentuale dei ricavi delle vendite dell'ultimo anno dalla mediana del Gruppo di pari e la deviazione standard dell'età, conseguentemente se l'azienda in oggetto compare fra le migliori del gruppo di pari avrà un CdA più omogeneo per quanto riguarda l'età dei componenti. In aggiunta esiste una correlazione negativa pari a (0.128), significativa a livello 0.05, anche fra la distanza percentuale del ROS dell'azienda dalla mediana del gruppo di pari e l'età media del board, questo significa che le aziende migliori del gruppo di pari avranno consiglieri con un'età media minore di quelle meno performanti, oltre che a una maggiore omogeneità di età (si veda punto sopra).

Infine dai risultati ottenuti tramite SPSS si evince una correlazione positiva fra il numero di componenti del Board e il ROS (0.132), i ricavi delle vendite dell'ultimo anno (0.268) e il numero di dipendenti (0.174).

5 CONCLUSIONI

Il presente studio ha analizzato l'esistenza di una relazione tra l'eterogeneità del Consiglio di Amministrazione e la performance aziendale, misurata tramite gli indicatori Ricavi delle vendite dell'ultimo anno disponibile, ROA, ROA e ROE. Il campione considerato è composto da 258 medie imprese aventi sede nella regione veneto.

I contributi della presente prova finale sono riassumibili in tre categorie. In primo luogo si è discusso delle teorie accademiche da cui si è originato il tema della diversità nei CdA, in particolare la Teoria dell'Agenzia e la Teoria della dipendenza dalle risorse. Successivamente sono state analizzate le normative intraprese sia a livello europeo che dei singoli Paesi per promuovere la parità di genere nel mercato del lavoro. Focalizzando l'attenzione sull'Italia, che nel 2011 con la legge Golfo-Mosca ha introdotto le quote rosa nelle aziende quotate in borsa per aumentare la bassissima presenza femminile nei CdA, con il conseguente effetto di un'attuale presenza di donne pari al 31% circa. Il capitolo primo ha avuto quindi il compito di fornire un resoconto della situazione normativa a livello internazionale, con i progressi che sono già stati fatti e quelli che invece si palesano ancora necessari per giungere a una parità di genere, di opportunità e di compensi salariali nel mercato del lavoro.

In secondo luogo si è fornita una panoramica sulle ricerche svolte nel corso del tempo sull'argomento della diversità nei Consigli di Amministrazione e gli effetti che essa produce. Il primo studio fondamentale, condotto da Kanter, che teorizza la necessità che la minoranza raggiunga una massa critica pari a circa il 30% per avere un potere reale e quindi per poter influire sull'andamento aziendale. Sono stati approfonditi lavori che si concentrano sul maggiore monitoraggio collegato alla presenza di donne nel board che si comportano alla pari degli amministratori indipendenti, oltre che a ricerche che hanno ampliato l'ambito di indagine ai comitati aziendali in modo da avere una migliore comprensione degli effetti dell'eterogeneità sulla performance aziendale. I lavori hanno preso in considerazione anche gli effetti della diversità del CdA per quanto riguarda la possibilità di aumentare la comunicazione all'interno dell'azienda, la vicinanza al mercato e di godere di un effetto reputazionale positivo. In seguito sono stati trattati studi che si concentrano sull'effetto della diversità di età dei componenti del CdA sulla performance aziendale, oltre che a due studi focalizzati sulla regione Italia che indagano l'importanza delle risorse e competenze uniche apportate dai diversi consiglieri e i loro effetti sui risultati aziendali.

In terzo luogo è stata esposta l'analisi empirica da me svolta sulle medie imprese venete, tramite l'utilizzo della banca dati Aida e del software *SPSS* i quali mi hanno permesso di raccogliere tutte le informazioni necessarie, di confrontare ogni azienda del campione con il proprio gruppo di pari e di trovare medie, mediane, deviazioni standard e correlazioni tra le variabili oggetto di studio.

I risultati mostrano una presenza femminile nel CdA pari al 15%, dato che conferma l'indagine condotta a fine 2014 dal Ministero per le Pari Opportunità e decisamente minore rispetto alla media delle società normate dalla Legge Golfo-Mosca. In aggiunta il dato risulta ancora più preoccupante se si pensa al fatto che tradizionalmente le imprese italiane sono a conduzione familiare, perciò c'è la possibilità che circa il 50% delle donne consigliere siano state scelte in virtù di legami familiari con la proprietà e non per competenze e capacità dimostrate (Report della Consob, 2016).

L'età media dei consiglieri è pari a 57.50 anni, in linea con quanto rilevato dalla Consob nel "Rapporto sulla corporate governance 2016". Tramite il codice Ateco 2007 è stato possibile suddividere le aziende del campione in base all'attività economica svolta e scoprire che le aziende che svolgono attività inerenti ad attività professionali, scientifiche e tecniche presentano un'età media dei consiglieri minore a quella del campione e pari a 52.48 anni. Mentre, contrariamente a quanto sostenuto da Kang, Cheng e Gray (2007), le società che si occupano di fornire servizi di informazione e comunicazione non presentano nessuna donna nel board, ma, in accordo con lo studio di Antonelli e colleghi, hanno in assoluto la minore età media dei consiglieri fra le imprese del campione.

Attraverso l'analisi delle correlazioni ho verificato una correlazione positiva e significativa fra la percentuale di donne nel CdA e i Ricavi delle vendite: a livello aggregato questo risultato potrebbe suggerire che, a differenza di quanto sostenuto da Kanter nel 1977, anche aziende con percentuali di donne minoritarie possono ottenere elevate performance. Il risultato positivo può essere stato influenzato sia dalla zona geografica in cui operano le aziende, che dai legami di parentela che le consigliere potrebbero avere con l'azionista di maggioranza compromettendo in questo modo l'oggettività dell'analisi empirica. Inoltre il dato sui ricavi è influenzato dall'andamento del settore in cui opera l'impresa.

Dai dati è stato possibile rilevare che board più numerosi presentano anche un'età media più bassa oltre che a una maggiore deviazione standard dell'età. Questo significa che probabilmente la scelta di amministratori giovani deriva da un gruppo di comando che non è intimorito dalle nuove prospettive e dalle idee che possono provenire da consiglieri più giovani, ma anzi sa

cogliere l'occasione per fornire un vantaggio competitivo alla società derivante dall'interazione fra consiglieri anziani ed esperti con nuovi consiglieri creativi.

In aggiunta dai dati si evince una correlazione positiva fra il numero di donne e la deviazione standard dell'età dei consiglieri, pertanto l'aggiunta di consigliere è collegata a un aumento dell'eterogeneità generale all'interno del CdA.

I risultati mostrano anche che le aziende migliori all'interno del gruppo di pari sono caratterizzate da board più giovani, ma con una maggiore omogeneità nell'età dei componenti del consiglio. Questi dati sono in accordo con il lavoro di Talavera e colleghi (2016), secondo cui il costo della diversità di età può superare i benefici a causa dei diversi valori personali dei componenti, per questo motivo nel campione le aziende più performanti hanno un board omogeneo che permette loro di prendere decisioni più rapidamente.

Le evidenze emerse dal lavoro vanno interpretate tenendo conto dei limiti derivanti dall'utilizzo di un campione di aziende operanti nella regione Veneto. Ricerche future potrebbero valutare le differenze presenti fra le imprese operanti nelle diverse regioni italiane per comprendere i motivi che le originano e giungere quindi a risultati globali più oggettivi. In aggiunta si potrebbe anche verificare per ogni azienda se le consigliere donne sono tali in virtù di un legame di parentela con la proprietà o per le loro qualità personali che hanno permesso loro di essere scelte fra concorrenti appartenenti anche al sesso maschile.

6 Riferimenti bibliografici

- ADAMS R.B., FERREIRA D., 2007, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. London School of Economics, University of Queensland
- ADAMS R.B., FERREIRA D., 2009, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics, 94, 291-309
- ALMAZAN A., HARTZELL J.C., STARKS L.T., 2005, *Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation*, Financial management, 34 (4), 5-34.
- ALVAREZ S.A., BARNEY J.B., 2004, *Organizing rent generation and appropriation: toward a theory of the entrepreneurial firm*, Journal of business Venturing, 19(5), 621-635.
- AMICI M., STEFANI M.L., 2013, *A gender equality index for the italian regions*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 190
- ANON, 2012, *Women in economic decision-making in the EU: Progress Report, a Europe 2020 initiative*, Commissione Europea.
- ANON, 2015, *Ancora poche donne nei posti di comando delle società non quotate in Italia: meno di un consigliere su sei*, Ilsole24Ore.
- ANON., 2015, *Parità di genere, le quote rosa entrano nei CdA*, Europae rivista degli affari europei, disponibile su <https://www.rivistaeuropae.eu/interno/giustizia-affari-interni/parita-di-genere-le-quote-rosa-entrano-nei-cda/> [data accesso 12/06/2017]
- ANTONELLI G., RIVIECCIO G., MOSCHERA L. 2013. *Caratteristiche dei consigli di amministrazione e performance delle società quotate in borsa: un'analisi per cluster*. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/304033105> [data accesso 30/04/2017]
- BEN HAMIDA S., 2013, *Donne nei Consigli di Amministrazione: l'agenda-setting europeo*, Università LUISS Guido Carli, Dipartimento di scienze politiche e delle relazioni internazionali.
- BIANCO M., CIAVARELLA A., SIGNORETTI R., 2011, *Women on boards in Italy*, Quaderni di Finanza Consob, 70
- BIANCO M., LOTTI F., ZIZZA R., 2013, *Le donne e l'economia italiana*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 171.
- CAMPBELL K., MINGUEZ-VERA A., 2007, *Gender diversity in the Boardroom and firm financial performance*, Journal of Business Ethics; disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/23534553> [data accesso 25/04/2017]
- CARTER D.A., D'SOUZA F., SIMKINS B.J., SIMPSON W.G., 2007. *The diversity of corporate board committees and firm financial performance*, University of Oklahoma State University, Department of Finance. Disponibile su <http://ssrn.com/abstract=972763> [data di accesso 16/05/2017]
- CARTER D.A., SIMKINS B.J., SIMPSON W.G., 2003, *Corporate governance, board diversity and firm value*, The financial Review 38, 33-53.
- COSTA G., GIANECCHINI M., 2013, *Risorse umane: persone, relazioni e valore*, ed. terza, McGraw-Hill.
- CUBERES D., TEIGNIER M., 2012, *Gender gaps in the labour market and aggregate Productivity*, Questioni di Economia e Finanza 173, Banca d'Italia.

- D'ASCENZO M., 2016, *Who is who dei CdA italiani. La mappa del potere (di genere)*, Il sole 24 ore, disponibile su <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2016/09/26/donna-dascenzxo> [data di accesso 04/05/2017]
- DAGNES J., 2014, "Ci metteremo i tacchi a spillo". *La (difficile) regolazione della rappresentanza di genere nei CdA delle imprese italiane*, Sociologia del lavoro, Franco Angeli, 135/2014, 73-88
- DEL PRETE S., STEFANI M.L., 2013, *Women on Italian bank boards: are they gold dust?*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 175.
- DEVILLARD S., DE ZELICOURT A., KOSSOF C., SANCIER-SULTAN S., 2017, *Reinventing the workplace for greater gender diversity*, McKinsey&Company, disponibile su <http://www.mckinsey.com/globalthemes/womenmatter/reinventingtheworkplaceforgreatergenderdiversity> [data accesso 18/04/2017]
- ERHARDT N., WERBEL J.D., SHRADER C.B., 2003, *Board of Director Diversity and firm financial performance*, Corporate Governance an International Review, 11 (2), 102-111
- FASAN M., 2012, *Corporate governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione*, Impresa progetto – electronic Journal of Management, 2.
- FAVOTTO F., BOZZOLAN S., PARBONETTI A., 2012, *Economia aziendale. Modelli, misure, casi*. Terza ed., McGraw-Hill.
- GALLEGO-ALVAREZ I., RODRIGUEZ-DOMINGUEZ L., GARCIA-SANCHEZ I.M., 2009, *Corporate governance and codes of ethics*, Journal of Business Ethics, 90, 187-202.
- GUL F.A., SRINIDHI B., TSUI J., 2008, *Board diversity and the demand for higher audit effort*, The Hong Kong Polytechnic University, School of Accounting and Finance.
- HARRISON D.A., KLEIN K.J., 2007, *What's the difference? Diversity constructs as separation, variety or disparity in organizations*, Academy of management Review, 32 (4), 1199-1228.
- HYLAND M., MARCELLINO P.A., 2001, *Examining gender on corporate boards: a regional study*, MCB UP Ltd.
- JENSEN M.C., 1993, *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, The Journal of Finance , 49(3), 831-880
- KANG H., CHENG M., GRAY S.J., 2007. *Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian Boards*, Corporate Governance An International Review, 15 (2), 194-207
- KANTER R.S., 1977, *Men and women of the corporation*, Basic books New York
- KANTER R.S., 1977, *Some effects of proportions on group life: Sweden sex ratios and responses to token women*. American Journal of Sociology, 965-990.
- KIM H., LIM C., 2010, *Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence*, Journal of Business Research, 63(3), 284-291.
- KNIPPENBERG D., DE DREU C.K.W., HOMAN A.C., 2004, *Work group diversity and group performance: an integrate model and research agenda*, Journal of applied psychology, 89(6), 1008-1022.
- LINCiano N., CIAVARELLA A., SIGNORETTI R., 2015, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, Consob.

- MARRA M., SACCONI L., ANDRIOLO M., ANDREOZZI V., BALOTTA C., 2015, *Donne e potere: valutare la presenza femminile nei CdA*, Associazione italiana di valutazione.
- MISHRA R.K., JHUNJHUNWALA S., 2013, *Diversity and effective corporate board*, ed 1, Elvise.
- MURRAY A., 1989, *Top management group heterogeneity and firm performance*, strategic management journal, 10, 125-141.
- PECHERSKY A., 2016, *Diversity in Board of Directors: review of Diversity as a factor to enhance board performance*. Studia commercialia Bratislava, 9 (33), 88-100
- PETERSON C.A., PHILOPOT J., 2007, *Women's role on U.S. Fortune 500 boards: directors expertise and committee membership*, Journal of Business Ethics, 72 (2), 177-196.
- SCHWIZER P., SOANA M., CUCINELLI D., 2012, *The advantages of board diversity, an empirical analysis of the Italian market*, University of Parma
- SICILIANO J.I., 1996. *The relationship of board member diversity to organizational performance*, Journal of Business Ethics, 15, 1313-1320
- SINCLAIRE-DESGAGNE' B., FRANCOEUR C., LABELLE R., 2008, *Gender diversity in corporate governance and top management*, Journal of Business Ethics, 83-95.
- SIRMON D.G., HITT M.A., IRELAND R.D., 2007, *Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box*, Academy of management Review, 32(1), 273-292.
- STEPHENSON C., 2004, *Leveraging diversity to maximum advantage: the business case for appointing more women to boards*, Ivey Business Journal, sept-oct 2004.
- TALAVERA O., YIN S., ZHANG M.; 2016. *Managing the diversity: board age diversity, directors' personal value, and bank performance*, University of Sheffield, Management School. Disponibile su <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/71927/> [data di accesso 05/05/2017]
- TENUTA P., CAMBREA D.R., 2016, *Consiglio di amministrazione e valore d'impresa*, Impresa progetto – Electronic Journal of Management, 1, 1-36
- TORCHIA M., CALABRO' A., HUSE M., 2011, *Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass*, Journal of Business Ethics, 299-317.
- TUNISINI A., PENCARELLI T., FERRUCCI L., 2014, *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale*. Editore Ulrico Hoepli Milano.
- WILLIAMS K., O'REILLY C.A., 1996, *Demography and diversity in organizations: a review of 40 years of research*, Research in organizational behaviour, 20, 77-140.
- WILLIAMSON O.E., 1998, *I meccanismi del governo. L'economia dei costi di transazione: concetti, strumenti, applicazioni*, Franco Angeli Edizioni.

6.1 Riferimenti bibliografici citati

- ALMAZAN A., SUAREZ J., TITMAN S., 2003, *Stakeholder, transparency and capital structure*, The National Bureau of Economic research, n.10101.

- ARARAT M., AKSU M.H., CETIN A.T., 2010, *The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from the Istanbul stock exchange*, Sabanci University, School of Management.
- BARNEY J., 1991, *Firm resources and sustained competitive advantage*, Journal of Management, 17(1).
- BELCREDI M., ENRIQUES L., 2013, *Institutional investors activism in context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, European corporate governance Institute.
- BYRNE D., 1997, *An overview of research and theory within the attraction paradigm*, Journal of Social and Personal Relationship, (3).
- DI PIETRA R., GRAMBOVAS C.A., RICCABONI A., 2008, *The effect of board size and busy directors on market value of Italian companies*, Journal of management&governance, 12(1), 73-91.
- ERKUT S., KRAMER V.W., KONRAD A.M., HOOPER M.J., 2008, *Critical mass on corporate boards: why three or more women enhance governance*, National association of Corporate Directors.
- HERMALIN B.E., WEISBACH M.S., 1998, *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of CEO*, The American Economic Review, 88(1), 96-118.
- HILLMAN A.J., SHROPSHIRE C., CANNELLA A.A., 2007, *Organizational predictors of women on corporate boards*, Academy of management Journal.
- HUANG S., CHEN G., CROSSLAND C., 2016, *Female board representation and corporate acquisition intensity*, Strategic management Journal, 37(2), 303-313.
- RALSTON D.A., EGRI C.P., 2004, *Managerial perspectives on corporate environmental and social responsibilities in 22 countries*, Academy of management.
- RALSTON D.A., EGRI C.P., STEWART S., TERPSTRA R.H., KAICHENG Y., 1999, *Doing Business in the 21st century with the new generation of Chinese managers: a study of generational shifts in work values in China*, Journal of International Business studies, 30 (2), 415-427.
- SCHIPPER K. VINCENT L., 2003, *Earnings quality*, Accounting Horizons, supplement, 97-110.
- STULTZ R.M., WILLIAMSON R., 2003, *Culture, openness and finance*, Journal of Financial Economics, 70(3), 313-349.
- WANG T., HSU C., 2013, *Board composition and operational risk events of financial institutions*, Journal of Banking and Finance, 37, 2042-2051.
- WATSON E.W., KUMAR K., MICHAELSEN L.K., 1993, *Cultural diversity's impact on interaction process: comparing homogeneous and diverse task groups*, Academy of management Journal, 36(3), 590-602.
- WESTPHAL J.D., BEDNAR M.K., 2005, *Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firms performance*, Administrative science quarterly, 50 (2), 262-298.