



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY E PERFORMANCE:
L'APPROCCIO STANDARD ETHICS"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO ALVISI

LAUREANDA: JESSICA BERNI

MATRICOLA N. 1088766

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Indice

Introduzione	- 1 -
Capitolo 1: Corporate Social Responsibility	- 5 -
1.1. La definizione di CSR e la sua dimensione interna ed esterna	- 5 -
1.2. Il rapporto tra scopo sociale e scopo economico	- 7 -
1.3. I vantaggi per le imprese “socialmente responsabili”	- 8 -
1.4. I rischi per le imprese “non socialmente responsabili”	- 10 -
Capitolo 2: Gli Investimenti Socialmente Responsabili ed il rating etico	- 13 -
2.1. Dalla CSR agli Investimenti Socialmente Responsabili	- 13 -
2.2. Gli investitori responsabili	- 13 -
2.3. L’acronimo ESG-E	- 15 -
2.4. Un metodo per classificare gli ISR: il rating etico	- 17 -
Capitolo 3: L’analisi empirica	- 19 -
3.1. Lo scopo dell’analisi	- 19 -
3.2. La composizione del campione	- 20 -
3.3. Le variabili impiegate per analizzare le performance economico-finanziarie	- 21 -
3.4. La variabile impiegata per analizzare il livello di sostenibilità	- 22 -
3.4.1. Le motivazioni di scelta di Standard Ethics	- 23 -
3.4.2. Le classi di rating	- 24 -
Capitolo 4: Risultati, discussioni ed implicazioni manageriali	- 27 -
4.1. Le analisi di confronto tra performance 2016 e rating 2016	- 27 -
4.1.1. ANOVA a una via per otto classi di rating	- 28 -
4.1.2. ANOVA a una via per tre livelli di eticità	- 31 -
4.1.3. Il confronto tra due campioni indipendenti	- 33 -
4.2. Le analisi di confronto tra performance 2016 e rating 2015	- 35 -
4.2.1. ANOVA a una via per otto classi di rating	- 36 -
4.2.2. ANOVA a una via per tre livelli di eticità	- 38 -
4.2.3. Il confronto tra due campioni indipendenti	- 40 -
Conclusioni	- 43 -
Limiti e future estensioni	- 47 -
Bibliografia	- 49 -
Sitografia	- 53 -

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni la nozione di Corporate Social Responsibility è stata oggetto di numerosi dibattiti, aventi lo scopo sia di attribuirle una definizione univoca che di comprendere quali effetti possa provocare una sua corretta implementazione. La Corporate Social Responsibility è, ad oggi, uno tra i temi più discussi all'interno della letteratura economica (Barth & Wolff 2009) il quale presenta ancora molteplici interrogativi a cui gli studiosi non sono riusciti a rispondere concordemente.

L'incertezza della letteratura in riferimento ad un argomento di così grande attualità per le imprese non consente di fornire un adeguato supporto alle decisioni delle stesse che, sotto la pressione della comunità e degli organi internazionali, sono incentivate ad adottare comportamenti etici e responsabili, senza d'altra parte avere la possibilità di comprendere quali saranno realmente le conseguenze delle loro azioni. Difatti, le ripercussioni che le condotte responsabili possono avere sulle performance delle imprese non sono completamente chiare. L'approccio maggiormente quotato in letteratura individua una relazione positiva tra queste due variabili, ma alcuni lavori hanno invece ravvisato una relazione negativa ed altri addirittura, a causa della molteplicità di variabili da considerare, non riescono a determinarne alcun collegamento. Egoisticamente parlando, quando si discute di Corporate Social Responsibility si cerca sempre di individuare gli effetti che la stessa può avere sulle performance economico-finanziarie delle imprese, proprio perché la massimizzazione del profitto resta comunque uno – anche se non l'unico – scopo fondamentale per la sopravvivenza dell'organizzazione. Ma, non essendoci una visione unitaria su tali effetti, alcune imprese potrebbero decidere di non concretizzare prassi responsabili soltanto per timore di non conseguire un adeguato ritorno economico-finanziario. Sulla base di questa logica, dunque, la Corporate Social Responsibility verrà implementata soltanto nel momento in cui le imprese si aspettano di ottenere dalla stessa ricavi incrementali maggiori – o perlomeno uguali – dei costi addizionali (McWilliams & Siegel 2001).

A fronte di un quadro a dir poco complesso e ambiguo, caratterizzato da un tema dibattuto sia dal punto di vista teorico che dal punto di vista empirico, questo lavoro ha lo scopo principale di accertare le intuizioni già presenti in letteratura, realizzando un'indagine prettamente esplorativa, ponendosi l'obiettivo di facilitare la comprensione circa il rapporto tra il livello di eticità delle imprese e le performance economico-finanziarie delle stesse.

Inaugurando l'elaborato, all'interno del primo capitolo verrà effettuata una breve introduzione alla Corporate Social Responsibility, descrivendo gli impatti che le prassi responsabili dell'impresa possono avere sull'ambiente interno ed esterno con cui interagisce. Inoltre, due paragrafi saranno esclusivamente dedicati ai vantaggi per le imprese che perseguono pratiche etiche, e ai rischi in cui invece incorrono le imprese che non riconoscono l'importanza della responsabilità sociale. Il secondo capitolo illustrerà il concetto di Investimenti Socialmente Responsabili, i quali rappresentano i prerequisiti teorici del rating etico, strumento fondamentale per l'analisi effettuata. All'interno di questo capitolo verranno in aggiunta chiarite le motivazioni che spingono un investitore tradizionale a tramutarsi in un investitore responsabile. Il terzo capitolo fungerà da introduzione all'analisi empirica, in quanto identificherà lo scopo dello studio, la composizione del campione e le variabili utilizzate sia per analizzare le performance economico-finanziarie che per analizzare le performance etiche. Infine, il quarto capitolo si inoltrerà nell'analisi vera e propria, che consisterà nel confronto tra performance economico-finanziarie e performance etiche delle imprese appartenenti al campione. Le performance economico-finanziarie saranno rappresentate da tre indicatori: Price to Book value per azione, Return on Equity e Return on Invested Capital; i dati relativi sono presenti all'interno della banca dati Eikon. Le performance etiche invece saranno delineate dall'appartenenza delle imprese ad una delle dieci classi di rating etico individuate da Standard Ethics, le quali ne determineranno il livello di sostenibilità.

Lo studio svolto all'interno di questo elaborato sarà suddiviso in due confronti. Il primo confronto avrà lo scopo principale di verificare la presenza di una correlazione tra performance economico-finanziarie ed etiche facenti riferimento allo stesso arco temporale. In questo caso infatti, i dati relativi alle due variabili saranno entrambi riferiti al 31/12/2016. Il secondo confronto invece avrà l'obiettivo di appurare se una maggiore (minore) eticità può avere effetti positivi (negativi) sull'esercizio successivo. Perciò in tal caso i dati attinenti alle performance economico-finanziarie rimarranno al 31/12/2016, mentre i dati relativi alle performance etiche saranno riferiti al 31/12/2015. Per entrambi i confronti verranno effettuate tre diverse analisi. In primo luogo, verrà eseguita un'analisi della varianza sulla base delle classi di rating a cui appartengono le imprese facenti parte del campione; successivamente verrà introdotta un'ulteriore ANOVA la quale suddividerà il campione in tre diversi livelli di eticità: alto, medio e basso. Infine, verrà svolto un T-test tra due campioni indipendenti: in questo caso il campione sarà suddiviso in due sotto-campioni, un campione "etico" ed un campione "non etico".

Per terminare l'elaborato verranno esposte le conclusioni alle quali si è giunti svolgendo le analisi precedentemente descritte. È possibile anticipare che, limitatamente ai dati in nostro possesso, la correlazione tra i tre indicatori e il livello di eticità delle imprese risulta essere quantomeno dubbia.

Capitolo 1: Corporate Social Responsibility

1.1. La definizione di CSR e la sua dimensione interna ed esterna

Gran parte delle definizioni di Corporate Social Responsibility – o Responsabilità Sociale delle Imprese nella denominazione italiana – delineano questo concetto come “l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate” (Commissione delle Comunità Europee 2001, p. 7). Questo fenomeno viene difatti similmente definito all’interno del Libro Verde della Commissione delle Comunità Europee (2001, p. 4), in base al quale “il concetto di responsabilità sociale delle imprese significa essenzialmente che esse decidono di propria iniziativa di contribuire a migliorare la società e rendere più pulito l’ambiente”.

Sulla base di tale definizione appare evidente il cambiamento della funzione obiettivo e delle responsabilità dell’impresa, che non sono più circoscritte alla mera massimizzazione del profitto per gli azionisti, ma comprendono anche obiettivi sociali e di tutela dell’ambiente a favore di tutte le parti interessate all’attività dell’impresa che possono a loro volta influire sulla sua riuscita (ovvero gli stakeholder: azionisti, investitori, lavoratori, fornitori, consumatori, poteri pubblici e ONG). È importante ricordare che essere socialmente responsabili non implica semplicemente il soddisfacimento degli obblighi previsti dalla legislazione, ma significa anche andare oltre, investendo maggiormente sul proprio capitale umano, sull’ambiente e sui rapporti con gli stakeholder. La nozione fino ad ora descritta richiede dunque un’integrazione da parte delle imprese delle loro questioni sociali, ambientali, etiche, dei diritti umani e dei consumatori, con lo scopo di creare il maggior valore possibile per i loro azionisti, per gli stakeholder e per la società in generale.

Secondo Poddi e Vergalli (2010, p. 246), nel corso degli ultimi due decenni “si è assistito nei paesi OCSE alla proliferazione di imprese qualificate come Socialmente Responsabili”, e tale crescita è dovuta a molteplici fattori:

- la sempre maggiore preoccupazione per l’inquinamento e per il deterioramento ambientale;
- le decisioni di investimento che ad oggi sono influenzate anche da criteri sociali ed ecologici;
- i vantaggi reputazionali derivanti dell’essere riconosciuta come un’impresa socialmente responsabile, che costituiscono un “fondamentale intangibile asset dell’impresa aumentandone il valore, la capacità competitiva sul mercato e il posizionamento sociale” (Caselli 2011, p. 50).

Per le ragioni dinanzi esposte, un numero sempre maggiore di imprese europee realizza iniziative di responsabilità sociale, che possono essere ricondotte a due dimensioni: una interna ed una esterna.

Nell'ambito interno all'impresa, "le prassi socialmente responsabili hanno riflessi in primo luogo sui dipendenti, mentre le prassi ecologiche responsabili riguardano soprattutto la gestione delle risorse naturali utilizzate nella produzione" (Commissione delle Comunità Europee 2001, p. 8). Dunque, per la dimensione interna possiamo far riferimento a iniziative realizzate nelle seguenti aree:

- *gestione delle risorse umane*, attraverso pratiche di istruzione e formazione continua, orari di lavoro tali da consentire al lavoratore un equilibrio tra lavoro, famiglia e tempo libero, uguaglianza nelle retribuzioni e prospettive di carriera;
- *salute e sicurezza nel lavoro*, con riferimento alle misure volontariamente intraprese dall'azienda per selezionare l'acquisto di prodotti e servizi presso altre aziende e per migliorare il livello di sicurezza dei propri prodotti;
- *gestione degli effetti sull'ambiente e delle risorse naturali*, ponderando "l'impiego delle risorse naturali direttamente utilizzate nella produzione, in modo da ridurre l'impatto ambientale di quest'ultima" (Camera di Commercio Milano 2014). Misure correlate a tale scopo sono vantaggiose sia in termini ambientali che economici, in quanto limitare il consumo di risorse o moderare le emissioni inquinanti può comportare una riduzione dei costi energetici, di smaltimento dei rifiuti e di acquisizione delle materie prime.

In realtà, la responsabilità sociale si estende anche oltre i confini dell'impresa, coinvolgendo una complessa molteplicità di soggetti: partner commerciali, fornitori, consumatori e, in uno spettro più vasto, anche le comunità locali. Partendo dalla prospettiva più ampia, le imprese interagiscono costantemente con le *comunità locali*, in quanto da un lato forniscono posti di lavoro e servizi alla collettività, dall'altro sono in grado di influenzarne il benessere, la forza e la stabilità. Per tale ragione, in un'ottica socialmente responsabile, esse dovrebbero impegnarsi maggiormente nella vita locale, sostenendo ad esempio iniziative culturali, sportive, di volontariato, premi studio e fornendo strutture di custodia dei figli dei propri dipendenti. Invece, da un punto di vista circoscritto, l'impresa deve dialogare costantemente con tre diversi soggetti, fondamentali per lo svolgimento della sua attività:

- *partner commerciali*, grazie ai quali le imprese sono in grado di "ridurre la complessità delle operazioni e soprattutto i costi, aumentando la qualità" (Tenuta 2009, p. 67);
- *fornitori*, che devono essere sensibilizzati ad adottare principi di responsabilità sociale ed essere selezionati in base ai loro comportamenti etici, in quanto l'immagine dell'impresa può essere danneggiata anche dalle prassi dei propri fornitori;

- *consumatori*, le cui aspettative riguardanti qualità, sicurezza ed affidabilità dei prodotti devono essere soddisfatte. Adempiere a tali attese chiaramente comporterà anche dei ritorni economici alle imprese, in quanto le medesime hanno “tenuto conto della responsabilità sociale nella definizione del proprio sistema di offerta nella consapevolezza che, a parità di qualità e di prezzo, i clienti sono portati a scegliere prodotti e servizi che dimostrano un maggiore impegno aziendale in campo socio-ambientale” (Unioncamere 2006, p. 5).

Specie nel caso in cui l'impresa operi oltre i propri confini nazionali, un altro aspetto esterno molto importante è il rispetto dei *diritti dell'uomo*. Infatti, “i diritti dell'uomo non possono essere collocati in secondo piano rispetto all'interesse delle singole nazioni [o imprese]” (Lazzarini 2006, p. 81): proprio per tale ragione, le imprese dovrebbero controllare il rispetto dei criteri etici da parte di tutta la propria catena di produzione, facendo particolare attenzione ai paesi nei quali i diritti dell'uomo sono frequentemente violati. Inoltre, sotto la pressione costante di ONG, sindacati e gruppi di lavoratori, le imprese adottano sempre più spesso codici di condotta, che hanno lo scopo di esplicitare i loro comportamenti organizzativi, economici, ambientali e sociali.

Infine, l'ultimo aspetto esterno concerne le *preoccupazioni ambientali a livello planetario*, una questione anche in questo caso rilevante soprattutto per le imprese transnazionali. A titolo di esempio, esse potrebbero incentivare il miglioramento delle prestazioni ambientali di tutta la loro catena produttiva, oppure favorire lo sviluppo sociale ed economico di paesi terzi effettuando investimenti e svolgendo le proprie attività in questi ultimi.

Per concludere, è opportuno sottolineare che essere socialmente responsabili non significa dimostrarlo soltanto “sulla carta” – adottando un semplice codice di condotta o una dichiarazione che enuncia gli obiettivi sociali ed ambientali (senza attuare alcuna iniziativa) – ma comporta anche l'implementazione di azioni concrete all'interno dell'impresa, nelle sue strategie e nelle sue decisioni quotidiane.

1.2. Il rapporto tra scopo sociale e scopo economico

La responsabilità sociale non sempre è di così semplice applicazione, in quanto molto spesso si viene a creare un vero e proprio trade-off tra il rispetto dell'equilibrio economico nel breve periodo e l'aumento del consenso sociale nel lungo periodo. La combinazione tra scopo economico e scopo sociale costituisce la cosiddetta responsabilità globale, che deve essere assoluta, in ogni caso, garantendo la sopravvivenza dell'impresa (Sciarelli 2011).

La dicotomia tra scopo sociale e scopo economico è stata per molto tempo oggetto di dibattiti tra i vari studiosi. Inizialmente le posizioni erano contrarie al riconoscimento per l'impresa di

qualsiasi altra responsabilità che non fosse quella economica. Infatti, come affermato da Friedman (1970), esiste un'unica e sola responsabilità sociale dell'impresa: utilizzare le proprie risorse ed impegnarsi in attività volte ad aumentare i suoi profitti. Nel corso degli anni tuttavia si è passati ad ammettere l'esistenza di una coscienza sociale delle imprese, le quali tengono seriamente in considerazione le loro responsabilità verso la società, i propri lavoratori e verso i portatori di interesse. Difatti, "l'opinione secondo cui l'impresa ha una dimensione etica, oltre a una dimensione economica e giuridica è oggi ampiamente accettata. Tuttavia, non vi è accordo tra gli studiosi sulla natura di tale dimensione" (D'Orazio 2003, p. 3).

Dunque, scopo sociale e scopo economico possono essere definiti come alternativi o come complementari?

L'interrogativo si basa sull'assunto – di certo non opinabile – che adottare pratiche socialmente responsabili non sia esente dal sostenimento di costi, che in alcune circostanze potrebbero anche compromettere l'equilibrio economico dell'impresa. Da tale affermazione conseguirebbe una presunta alternatività tra i due scopi, ma è importante sottolineare che così dicendo non si vogliono mettere in dubbio i benefici di lungo termine derivanti dalle prassi responsabili, ma si vuole semplicemente evidenziare la maggiore difficoltà nel trovare un equilibrio tra questi due ruoli nel breve periodo. Infatti ad oggi non c'è alcun dubbio: le imprese hanno la convenienza ad esercitare unitamente il loro scopo sociale ed economico.

Per concludere, possiamo sintetizzare che "la sopravvivenza duratura dell'impresa è legata ad una duplice capacità: da un lato attrarre le risorse migliori per garantire continuità e sviluppo alle attività, dall'altro rispondere alle attese dei vari portatori d'interessi in maniera coerente e consapevole" (Perrini & Tencati 2011, p. 26).

1.3. I vantaggi per le imprese "socialmente responsabili"

Come precedentemente affermato, essere socialmente responsabili implica il sostenimento di alcuni costi. Ora è importante comprendere le ragioni per le quali le imprese dovrebbero implementare azioni responsabili, e quali conseguenze o vantaggi esse potrebbero ottenere: ciò è stato fatto da Favotto, Bozzolan e Parbonetti (2012), i quali individuano quattro teorie sottostanti la RSI.

Dalle prime due concezioni, si evince che la responsabilità sociale dovrebbe essere perseguita in quanto le imprese hanno il dovere di comportarsi responsabilmente nei confronti della società, contribuendo in tal modo alla sua sostenibilità, intesa come la capacità di soddisfare i bisogni attuali senza privare le generazioni future dalla possibilità di soddisfare i loro.

Il terzo filone di pensiero comincia ad integrare gli effetti delle prassi responsabili nello svolgimento dell'attività economica, riconoscendo che le imprese necessitano di una "licenza ad operare", ossia di un'approvazione da parte degli stakeholder, della comunità e dello Stato. La maggior parte degli autori tende a concordare invece con l'ultima tesi, la quale afferma che valorizzare correttamente la responsabilità sociale sia necessario per ottenere molteplici vantaggi, che sarebbero in grado non solo di accrescere la reputazione ed il valore aziendale, ma anche di aumentare i ritorni economici. Infatti, se i costi della RSI non fossero controbilanciati da alcuni benefici, la scelta di essere socialmente responsabili potrebbe non essere economicamente perseguibile, e dunque non essere attuata spontaneamente da nessuna impresa.

Generalmente, "ci si aspetta che un'impresa socialmente responsabile registri benefici superiori alla media poiché la sua attitudine a risolvere con successo problemi ecologici e sociali può costituire una misura credibile della qualità della gestione" (Commissione delle Comunità Europee 2001, p. 8). Parlando in maniera più specifica invece si possono individuare diversi vantaggi che le imprese possono ottenere comportandosi in maniera responsabile.

Il primo effetto positivo è collegato all'aumento della domanda dei prodotti dell'impresa da parte di quei consumatori che attribuiscono molta importanza alla qualità sociale degli stessi. Infatti, attualmente, per comprendere le scelte dei consumatori è necessario includere all'interno dei loro processi decisionali anche le preferenze sociali. Una persona presenta preferenze sociali se non si preoccupa solo delle risorse materiali assegnate a lei, ma si preoccupa anche delle risorse materiali allocate agli agenti di riferimento rilevanti (Fehr & Falk, 2002), che possono essere colleghi di lavoro, parenti o partner commerciali.

Un altro risultato molto importante riguarda il comportamento dei lavoratori, che è influenzato positivamente dagli interventi posti in essere dall'impresa, tra i quali possiamo ricordare le attività di istruzione e formazione continua, gli orari di lavoro adeguati alle esigenze dei dipendenti e l'uguaglianza retributiva. I benefici monetari (e non) riconosciuti al proprio capitale umano riescono ad accrescerne la motivazione, la produttività, la fedeltà e l'efficienza lavorativa, riducendo invece il turnover e i costi di reclutamento e di formazione, in quanto l'impresa riesce in tal modo a mantenere il personale motivato e ad attrarre quello qualificato (Asemah, Okpanachi, Edegoh 2013).

Indipendentemente dalle motivazioni che spingono un'impresa a farlo, adottare prassi responsabili genera, soprattutto a lungo termine, effetti positivi sia sulle performance future che sulla padronanza delle questioni etiche da parte del management. Infatti, "un management che conosce e affronta i problemi etici può indurre sempre più al rispetto dei principi morali anche in termini non strumentali alla competitività" (Rusconi 2007, p. 6).

Inoltre, Poddi e Vergalli (2010, p. 250) ritengono che “l’adozione di comportamenti socialmente responsabili possa permettere di mitigare l’impatto ambientale dell’impresa, riducendone i costi e i rischi ad essa associati”. Così facendo, si dovrebbero evitare coinvolgimenti in scandali ambientali – a causa ad esempio di una non accurata gestione dei rifiuti o del non rispetto delle normative – che potrebbero causare gravi danni all’immagine dell’impresa. In aggiunta, la riduzione del rischio comporta due effetti molto importanti: da un lato consente di migliorare le relazioni con le istituzioni finanziarie, garantendo un più semplice accesso al credito e alle fonti di finanziamento; dall’altro rafforza il brand value e la reputazione dell’impresa, permettendo lo sviluppo di un rapporto solido e duraturo con i propri clienti. Infine, “i benefici derivanti dai comportamenti socialmente responsabili ripagano le imprese degli sforzi sostenuti creando un vantaggio competitivo duraturo, e l’attenzione alle istanze degli stakeholder consente di qualificare in maniera distintiva l’offerta di un’azienda nel mercato di riferimento” (Crivellaro, Vecchiato & Scalco 2012, p. 68).

A questo punto si pone un quesito: “se è vero che essere etici conviene, allora gestire un’impresa eticamente può essere unicamente una forma più conveniente e intelligente di conseguimento del massimo profitto? Per quanto possa essere credibile che l’eticità giovi nel lungo periodo a chi la pratica, affermare in modo aprioristico che l’etica sempre e dovunque conviene appare comunque incauto, troppo generico e impreciso” (Rusconi 2007, p. 5).

1.4. I rischi per le imprese “non socialmente responsabili”

È importante sottolineare che non tutte le imprese riconoscono l’importanza delle prassi responsabili, anzi alcune addirittura ritengono di non aver alcun onere nei confronti della società e degli stakeholder. Le imprese appartenenti a questa categoria vengono definite da Gallino (2005, p. VII) come irresponsabili, in quanto “al di là degli elementari obblighi di legge suppongono di non dover rispondere ad alcuna autorità pubblica e privata, né all’opinione pubblica, in merito alle conseguenze in campo economico, sociale e ambientale delle loro attività”. Le eventuali irresponsabilità possono riguardare tre campi:

- *finanziario*, che include sia le imprese che modificano le proprie relazioni periodiche pompando le aspettative di fatturato e di profitto, sia quelle che falsificano i propri bilanci per nascondere agli stakeholder il rischio imminente di fallimento;
- *lavorativo*, dove le imprese possono limitarsi a non rispettare l’uguaglianza nelle retribuzioni e le prospettive di carriera, o possono addirittura arrivare a sfruttare i propri lavoratori con paghe basse e orari inumani;

- *ambientale*, in cui possiamo ritrovare sia le imprese che non rispettano i limiti di emissione di sostanze inquinanti nell'aria, sia quelle che smaltiscono consapevolmente i rifiuti tossici in discariche abusive o nei corsi d'acqua.

Chiaramente questi comportamenti irresponsabili hanno importanti ripercussioni sui soggetti e sulle istituzioni con cui l'impresa è ogni giorno a contatto, ma espongono anche le stesse imprese a molteplici rischi. Perrini e Tencati (2011) ne individuano di diversa natura, e tutti impattano negativamente sull'operato dell'impresa: il più importante da ricordare è sicuramente il generarsi di insoddisfacenti rapporti sia a monte che a valle, che potrebbero dare vita ad una vera e propria crisi nella filiera di fornitura e nei mercati di sbocco. Inoltre siamo ormai a conoscenza che i consumatori (e più in generale la comunità) attribuiscono molta importanza ai prodotti sostenibili, dunque il mancato rispetto di determinate normative o degli obblighi sociali potrebbe dare avvio sia ad una crisi reputazionale – che comporterebbe la perdita di consenso della comunità – sia a campagne di boicottaggio da parte dei consumatori finali. Infine, come già detto in precedenza, uno dei motivi che può spingere le imprese a comportarsi responsabilmente è l'influenza che i criteri sociali ed ecologici hanno sulle decisioni di investimento: prassi irresponsabili provocherebbero di conseguenza valutazioni negative da parte della comunità finanziaria e comporterebbero anche una perdita di fiducia da parte degli investitori.

“La responsabilità sociale non consiste, quindi, in una moda effimera e passeggera” (Perrini & Tencati 2011, p. 27), anzi essa deve essere inclusa e implementata nelle attività quotidiane dell'impresa, diffondendo all'interno della stessa una vera e propria cultura alla sostenibilità.

Capitolo 2: Gli Investimenti Socialmente Responsabili ed il rating etico

2.1. Dalla CSR agli Investimenti Socialmente Responsabili

Il contesto di crisi che ha contrassegnato l'ultimo decennio ha "incrinato uno dei pilastri su cui si basa il funzionamento del mercato finanziario stesso: la fiducia. È stata messa in discussione la finanza fine a sé stessa creata per massimizzare il profitto ad ogni costo allontanandosi dalle esigenze reali dell'uomo. E se prima della crisi, etica e finanza erano considerati due mondi lontani, oggi sempre più vi è l'esigenza di costruire una riflessione che coniughi questi due mondi paralleli" (Rossi & Turrina 2013, p. 2). Per tale ragione è sorta la locuzione "finanza etica", che ad oggi può essere ricondotta principalmente a due definizioni. "La prima, più ampia, considera come fondi etici tutti quelli che prevedono, obbligatoriamente o facoltativamente, la destinazione di una quota degli utili conseguiti a enti non profit promotori di iniziative benefiche. La seconda, più restrittiva, considera come fondi etici quei fondi che selezionano le imprese nelle quali investire sulla base di alcuni criteri etici di riferimento" (Becchetti & Fucito 1999, pp. 33-34). Sulla base di queste definizioni possiamo dunque individuare due tipi di fondi:

- i fondi caritativi (di devoluzione o fondi charity), in base ai quali gli investitori devolvono una parte dei loro rendimenti o dei loro proventi in beneficenza;
- i fondi socialmente responsabili (o investimenti socialmente responsabili o ISR), in base ai quali gli investitori selezionano accuratamente i titoli di imprese, settori o Stati da inserire in portafoglio sulla base di criteri ambientali, sociali, di governance ed etici.

2.2. Gli investitori responsabili

I sottoscrittori di fondi socialmente responsabili, che d'ora in avanti chiameremo "investitori responsabili", utilizzano tali strumenti sia per ragioni economiche che per ragioni non economiche: da un lato si aspettano di ottenere un rendimento elevato dall'investimento, dall'altro si pongono l'obiettivo di impegnare il proprio denaro in imprese o in settori responsabili (Vandone 2003). Dunque, essi ritengono di poter simultaneamente guadagnare denaro e orientare consapevolmente il capitale di investimento verso imprese che contribuiscono ad un ambiente pulito e sano, trattano le persone in modo equo, abbracciano le pari opportunità e producono prodotti utili e sicuri (Schueth 2003).

Analizzando con maggiore precisione le motivazioni che spingono un investitore a tramutarsi in un investitore responsabile, è possibile individuare due gruppi (Signori 2006).

Da un lato abbiamo coloro che preferiscono effettuare investimenti in linea con i propri valori e ideali, con lo scopo dunque di trovare l'investimento che aderisce al meglio alla loro etica personale. Il concetto su cui si basa questo raggruppamento è stato confermato dagli studi di Rubaltelli, Lotto, Ritov e Rumiati (2015), i quali hanno dimostrato empiricamente che i soggetti scelgono un investimento etico in quanto interessati sia ad ottenere guadagni elevati, sia ad essere fedeli ai loro valori morali.

Dall'altro abbiamo coloro che desiderano investire il proprio denaro allo scopo di ottenere dei miglioramenti sociali e ambientali. A differenza della categoria precedente, questi investitori non solo sono particolarmente interessati al benessere comune e alle conseguenze positive dei loro investimenti, ma ritengono anche che le proprie azioni possano “premiare, punire o indurre [le imprese] a comportamenti socialmente responsabili” (Signori 2006, p. 20).

Nonostante non possano essere considerati dei veri e propri investitori etici, è opportuno evidenziare la presenza di una terza categoria di soggetti, i quali fanno ricorso a tali strumenti non per motivazioni etiche, ma in quanto presentano semplicemente la giusta combinazione rischio-rendimento per il loro portafoglio. Dunque, questi ultimi potrebbero essere compresi all'interno della categoria degli “investitori tradizionali”, che sono indotti ad effettuare i propri investimenti da motivazioni completamente diverse. Anche in questo caso, possiamo individuare due modelli diametralmente opposti (Izzo 2011):

- il modello dell'investimento, che ha come scopo principale quello di tenere sotto controllo il rischio, effettuando investimenti strategici di lungo periodo;
- il modello speculativo, caratterizzato da un orizzonte temporale molto breve, che invece considera il rischio come una mera conseguenza, in quanto attribuisce maggiore importanza alle opportunità di rendimento offerte dal mercato.



Figura 1: Le esigenze dell'investitore (Fonte: Izzo 2011)

In conclusione, la dicotomia tra investitore etico ed investitore tradizionale si basa sulle differenti motivazioni che inducono l'uno o l'altro ad effettuare un investimento. Infatti,

L'investitore tradizionale sarà interessato sempre e solo al rendimento o al rischio dello stesso, l'investitore etico invece combinerà la performance ESG con quella economica.

2.3. L'acronimo ESG-E

Dopo aver compreso le ragioni che spingono un investitore a tramutarsi in un investitore responsabile, è opportuno definire quali sono gli aspetti valutati nella selezione di un investimento etico. Innanzitutto vengono identificate quattro dimensioni, racchiuse all'interno dell'acronimo ESG-E: dimensione ambientale, sociale, di governance ed etica¹. Per ogni dimensione vengono identificate tematiche più precise, "rispetto a cui le società di rating di sostenibilità sviluppano la complessa valutazione delle imprese, altresì detta analisi extra-finanziaria" (ANASF 2010, p. 22).

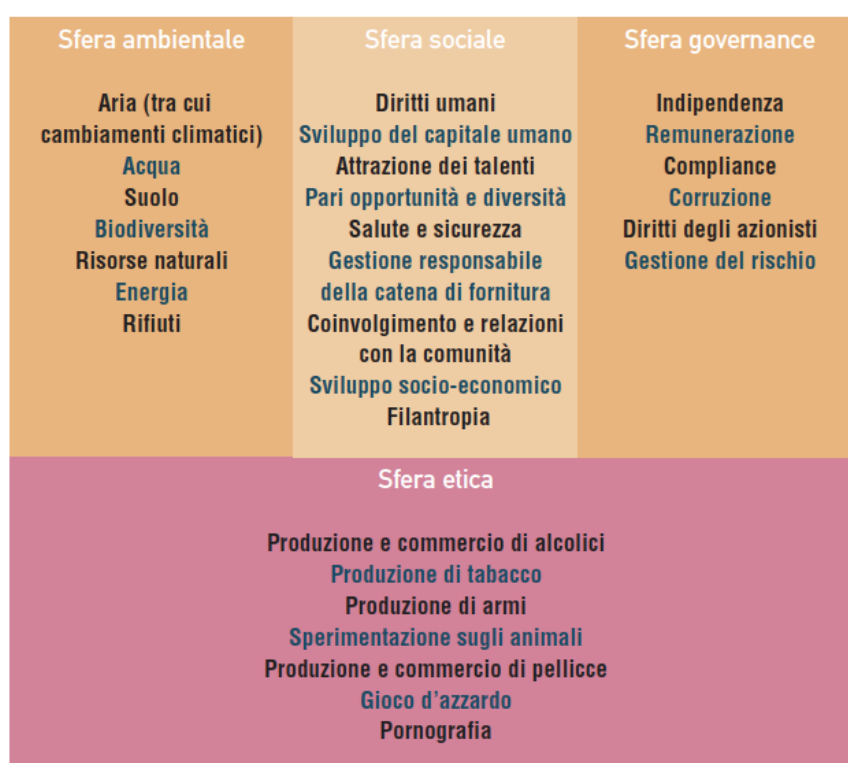


Figura 2: Aspetti ESG-E (Fonte: ANASF 2010)

Nel Manuale, ANASF² descrive in dettaglio la maggior parte di questi aspetti, ma in questo elaborato ci si focalizzerà sull'individuazione delle pratiche socialmente responsabili che le imprese dovrebbero adottare con riferimento ad ognuna delle quattro dimensioni.

¹ La dimensione etica comprende tutti gli aspetti che non sono adeguati alle altre tre dimensioni.

² ANASF è l'associazione rappresentativa dei professionisti che svolgono l'attività di offerta fuori sede e di consulenza finanziaria (definizione disponibile al sito <http://www.anasf.it/index.php?go=1>).

Per quanto concerne la sfera *ambientale*, sarebbe opportuno valutare gli interventi e gli impegni dell'impresa in termini di:

- utilizzo di fonti di energia rinnovabili;
- applicazione di nuove tecnologie che possano ridurre le emissioni;
- uso sostenibile³ dell'acqua;
- impiego più efficiente delle risorse⁴.

Dal punto di vista *sociale*, siamo già a conoscenza del fatto che l'impresa abbia un ruolo fondamentale sia nel rispetto dei diritti dell'uomo che nel rispetto del proprio capitale umano, in quanto ogni sua attività avrà degli effetti – positivi o negativi – su queste tematiche. L'Organizzazione Internazionale del Lavoro (1998, p. 7) individua alcuni aspetti che l'impresa dovrebbe tutelare per entrare a far parte del portafoglio titoli di un investitore responsabile, tra i quali possiamo annoverare: “libertà di associazione e riconoscimento effettivo del diritto di contrattazione collettiva, eliminazione di ogni forma di lavoro forzato o obbligatorio, abolizione effettiva del lavoro minorile ed eliminazione della discriminazione in materia di impiego e professione”.

Per la dimensione *governance* invece, l'impresa per essere selezionata dovrebbe cercare di garantire:

- indipendenza al consiglio di amministrazione;
- trasparenza sulle politiche di remunerazione degli azionisti e dei top manager;
- trasparenza sugli obiettivi di lungo termine e su quelli di performance;
- programmi contro la corruzione;
- riconoscimento dei diritti di voto agli azionisti.

Infine, la sfera *etica* comprende tutte quelle tematiche che non possono essere ricondotte ad una delle altre tre dimensioni, tematiche che gli investitori responsabili tenderanno ad evitare nella selezione dei titoli da inserire in portafoglio. I titoli delle imprese che operano nell'industria della produzione di tabacco, alcolici e armi – ad esempio – non solo sono considerati non etici, ma molto spesso possono contrastare principi e convinzioni dell'investitore stesso.

È importante sottolineare che i fondi qui analizzati sono “strumenti destinati a soddisfare le persone che prestano attenzione al risvolto sociale delle loro azioni” (Regalli, Soana & Tagliavini 2005, p. 178) dunque nel caso in cui gli investitori non siano interessati a tali

³ Shiva (2004, p. 50) afferma che “nell'uso *non* sostenibile rientra il prelevarne dall'ecosistema più di quanto la natura possa rifonderne e il consumarne più della propria legittima quota, dati i diritti degli altri ad una giusta parte”.

⁴ “Con tale espressione si intende produrre maggior valore grazie a un minor impiego dei materiali e a modalità di consumo diverse” (Commissione Europea 2011).

problematiche, essi possono decidere ugualmente di investire in fondi che non rispettino le dimensioni precedentemente descritte.

2.4. Un metodo per classificare gli ISR: il rating etico

Una volta concluso questo breve quadro generale sugli Investimenti Socialmente Responsabili, è opportuno concentrarsi sul rating etico, uno strumento fondamentale da conoscere quando si parla di fattori ESG.

Il rating etico – rating di sostenibilità o rating ESG – è un processo attraverso il quale agenzie specializzate valutano il livello di responsabilità ambientale, sociale e di governance delle imprese. Lo scopo principale è quello di fornire da un lato uno strumento utile per gli investitori responsabili, in modo da facilitarne la selezione dei titoli da inserire in portafoglio; dall'altro di consentire alle imprese di dare prova ad investitori e stakeholder dei propri impegni ESG, fornendo opinioni indipendenti sui loro rischi reputazionali e operativi (Standard Ethics 2015). Inoltre, il rating sostenibile può essere un valido alleato anche per le istituzioni finanziarie, di cui possono avvalersene congiuntamente al rating tradizionale al fine di valutare il rischio potenziale della controparte, riuscendo così ad “individuare elementi di rischio ulteriori e meno facilmente rintracciabili rispetto a quelli riscontrabili dai dati di bilancio” (Calcaterra 2009, p. 17).

Le valutazioni sono effettuate da agenzie di rating etico, ognuna delle quali applica la propria metodologia per misurare il rispetto dei criteri ESG e utilizza la propria scala di rating per pubblicare i giudizi sulle imprese. Esse, prima di procedere con la valutazione, devono raccogliere ed analizzare le informazioni relative al comportamento dell'impresa rispetto ai principi etici, informazioni che possono essere ricavate da “una pluralità di fonti: tutto il materiale prodotto dall'azienda, codici aziendali ed etici e dichiarazioni formali d'impegno verso i propri dipendenti o i consumatori finali, certificazioni etiche e notizie trasmesse dalla stampa e dalle ONG” (Borsa Italiana 2007).

Per quanto riguarda invece l'effettivo processo di attribuzione del rating etico, esso può essere suddiviso in due fasi.

La prima fase si concretizza con l'esclusione da una qualsiasi valutazione delle imprese che operano in business contrari ai principi degli investitori o in business ritenuti non etici, come ad esempio la produzione di armi, il gioco d'azzardo e la pornografia. Lo screening negativo dunque viene effettuato a livello di settore ma, come detto in precedenza, la scelta dei criteri – ESG o di esclusione che siano – viene effettuata singolarmente da ogni agenzia di rating. Di conseguenza, è possibile che un'agenzia decida di non assegnare alcuna classe di rating alle

imprese che producono armi, mentre un'altra potrebbe al contrario procedere attribuendo alle stesse una valutazione positiva.

La seconda fase invece consiste nell'aggiunta dei criteri positivi di screening, che sono attribuiti con lo scopo di gratificare le imprese che intraprendono comportamenti socialmente responsabili. In questa fase, l'attribuzione di una classe di rating rispetto ad un'altra "si basa sulla corrispondenza tra la situazione reale in cui si trova l'azienda rispetto ad una situazione in cui tutti i principi, definiti dall'agenzia o dagli investitori, sono pienamente rispettati" (Rossi & Turrina 2013, p. 20). Il completo soddisfacimento dei principi non è condizione necessaria per la sottoposizione alla valutazione etica, ma è sufficiente che un livello carente in un determinato parametro sia compensato da un valore superiore in un altro. Difatti, le imprese che divergono eccessivamente dai parametri di riferimento possono essere addirittura escluse da una qualsivoglia valutazione. Anche nel caso di screening positivo, le molteplici agenzie di rating possono attribuire maggiore o minore importanza ad un fattore rispetto che ad un altro, per cui per alcune agenzie può essere fondamentale il rispetto dell'ambiente, mentre per altre può essere più rilevante la trasparenza del modello di governance.

Dunque, con il trascorrere degli anni, il rating etico ha acquisito sempre maggiore rilevanza, accentuatasi soprattutto negli anni della crisi, la quale "ha evidenziato la necessità di introdurre nell'analisi dei mercati anche indicatori non finanziari che sappiano premiare le politiche ambientali, sociali e di governance societaria. Il rating ESG va in questa direzione, consentendo di indirizzare meglio le scelte di investimento e contribuendo a limitare i rischi" (Calcaterra 2009, p. 17).

Capitolo 3: L'analisi empirica

3.1. Lo scopo dell'analisi

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, essere socialmente responsabili permette di ottenere molteplici vantaggi, ma comporta anche il sostenimento di alcuni costi. L'obiettivo principale dell'analisi successivamente effettuata sarà quello di evidenziare l'effetto netto: esiste una correlazione tra comportamenti etici e performance? E soprattutto, qual è il segno di questa relazione?

Prima di procedere con l'illustrazione dello studio eseguito in questo elaborato, ritengo opportuno delucidare le opinioni fornite dalla letteratura economica. "In merito alla relazione fra CSR e performance, non si è avuto un risultato univoco fra i ricercatori. Nella fattispecie si sono ottenute relazioni negative, positive e neutre" (Poddi & Vergalli 2010, p. 251).

Coloro che hanno suggerito una relazione negativa rivolgono maggiore attenzione all'entità dei costi aggiuntivi che – a loro avviso – pongono le società etiche in svantaggio economico rispetto alle altre, in quanto gravate da costi che altrimenti potrebbero essere evitati o sostenuti dal singolo individuo o dal governo (Waddock & Graves 1997). Questi costi addizionali derivano dalle condotte responsabili intraprese, tra cui ad esempio la promozione di progetti di sviluppo comunitario o l'implementazione di procedure di riduzione dell'inquinamento.

Al contrario, altri studiosi hanno rilevato un'associazione positiva, concentrando le loro analisi soprattutto sui benefici connessi alla CSR. Difatti, non solo vi sono effetti positivi in termini di maggior coinvolgimento e motivazione dei dipendenti, ma anche in termini di soddisfazione della clientela e di accesso alle fonti di capitale, le quali consentono di procurare un vantaggio economico all'impresa (McGuire, Sundgren & Schneeweis 1988). Inoltre, le imprese che collaborano direttamente con i propri portatori di interesse e che si comportano eticamente sono in grado di ottenere anche un vantaggio competitivo, in quanto saranno in grado di sviluppare relazioni durature e produttive con i propri stakeholder (Jones 1995).

Infine, la discordanza sul segno della relazione stessa e la molteplicità di variabili che possono essere considerate hanno portato un ultimo gruppo di studiosi a respingere l'idea di una qualsivoglia relazione tra performance economico-finanziarie e sociali. Infatti, come affermato da Aupperle, Carroll e Hatfield (1985), la redditività delle imprese che hanno effettuato previsioni sociali o che hanno costituito un comitato di responsabilità sociale all'interno dell'impresa non è significativamente diversa dalle altre. Dunque, sembra che non esistano prove sufficienti per sostenere l'affermazione che le imprese socialmente responsabili siano più – o meno – redditizie di altre imprese.

Pertanto, non vi è un comune accordo in merito al rapporto tra performance economico-finanziarie ed etiche, anche se tende a prevalere nella letteratura economica l'approccio che ne evidenzia una relazione positiva. Proprio a causa di tali discordanze, questo elaborato si pone l'obbiettivo di verificare la presenza – o meno – di una relazione tra il livello di eticità, rappresentato dallo Standard Ethics Rating, ed alcuni indici di performance per le principali società quotate di quattro paesi europei: Italia, Francia, Belgio e Germania.

All'interno della prima parte dello studio i dati raccolti sia per le performance etiche che per le performance economico-finanziarie faranno riferimento al 31/12/2016. È importante sottolineare che non si sta supponendo un nesso causale tra queste due variabili, bensì una covariazione tra due fenomeni avvenuti all'interno dello stesso arco temporale: le performance etiche saranno certificate dai documenti pubblicati da Standard Ethics, le performance economico-finanziarie invece saranno attestate dai risultati economici dell'impresa presenti all'interno della banca dati Eikon.

All'interno della seconda parte dello studio i dati raccolti per le performance etiche faranno riferimento al 31/12/2015, mentre i dati per le performance economico-finanziarie rimarranno al 31/12/2016: questa nuova analisi avrà lo scopo di verificare gli effetti che una minore o maggiore eticità può avere sull'esercizio successivo. Difatti, è possibile ipotizzare che l'implementazione di prassi socialmente responsabili non abbia impatti immediati sulle prestazioni delle imprese, ma che le stesse influenzino l'andamento delle performance economico-finanziarie a partire dagli esercizi futuri.

Per entrambi i gruppi di studio saranno effettuate tre diverse analisi. Innanzitutto, sarà attuata un'analisi della varianza sulla base dell'appartenenza delle imprese ad una delle classi di rating individuate da Standard Ethics, descritte nei paragrafi successivi. In seguito sarà realizzata un'ulteriore analisi della varianza, la quale suddividerà le imprese facenti parte del campione sulla base di tre diversi livelli di eticità: alto, medio e basso. Infine, verrà svolto un T-test, che a sua volta segmenterà il campione di imprese in due sotto-campioni: un campione etico ed un campione non etico.

3.2. La composizione del campione

Dopo aver brevemente illustrato come sarà predisposta l'analisi di questo elaborato, risulta opportuno descrivere la composizione del campione. Come anticipato nel paragrafo precedente, il campione sarà costituito dalle principali società quotate italiane, francesi, belghe e tedesche. Questa scelta è stata effettuata in quanto Standard Ethics attribuisce il rating etico soltanto alle società di alcuni paesi europei, tra i quali sono compresi quelli selezionati. D'altra parte si è deciso di escludere dal campione la Svizzera e il Regno Unito, a causa della non appartenenza

all'Unione Europea per il primo paese, e a causa dei recenti avvicendamenti⁵ che possono aver compromesso le performance delle società per il secondo.

La Tabella 1 identifica la data di lancio dell'indice etico in ognuno dei quattro paesi e – cosa molto importante per la nostra analisi – la sua composizione.

	ITALIA	FRANCIA	BELGIO	GERMANIA
Indice	Standard Ethics Index italiano	Standard Ethics Index francese	Standard Ethics Index belga	Standard Ethics Index tedesco
Data di lancio dell'indice	01/01/14	30/06/15	30/06/15	30/12/2015
Da che società è composto	Principali 40 società quotate italiane	Principali 40 società quotate francesi	Principali 20 società quotate belghe	Principali 30 società quotate tedesche

Tabella 1: La data di lancio e la composizione degli indici

Dunque, il campione sarà composto da un totale di 130 imprese: più precisamente, esso sarà composto dalle principali società quotate di ogni paese oggetto d'analisi.

3.3. Le variabili impiegate per analizzare le performance economico-finanziarie

Per esaminare le performance economico-finanziarie delle imprese si è deciso di utilizzare tre diversi indicatori: i dati relativi sono disponibili all'interno della banca dati Eikon al 31/12/2016. Essi sono⁶:

- Price to Book value per azione;
- Return on Equity;
- Return on Invested Capital.

Il primo indice, ossia il Price to Book value⁷, viene utilizzato per confrontare il valore di mercato di un titolo con il suo valore contabile. Per le imprese di maggior successo questo indice è in genere superiore a 1: in tal caso, il mercato valuta positivamente la società, tanto che è disposto a pagare per un'azione un importo superiore rispetto al suo valore contabile. Al contrario, se il Price to Book value è inferiore a 1, il mercato valuta la società inferiormente al

⁵ Si fa riferimento soprattutto agli effetti della Brexit sulle imprese inglesi.

⁶ Il metodo di calcolo degli indici impiegati in questo elaborato, che successivamente verrà esposto, è quello utilizzato dalla banca dati Eikon.

⁷ $Price\ to\ Book\ value = \frac{Ultimo\ prezzo\ di\ chiusura\ azione}{Valore\ contabile\ azione\ (Book\ value)}$ $Book\ value = \frac{Valore\ contabile\ equity}{Numero\ azioni\ in\ circolazione}$

suo Equity: è il caso di imprese che operano in business maturi e che presentano basse opportunità di crescita.

Il Return on Equity⁸ è espresso in valori percentuali, ed esso “fornisce una misura della remunerazione che l’impresa ha ottenuto sugli investimenti passati degli azionisti. Un ROE elevato può indicare che l’impresa è in grado di trovare opportunità di investimento molto vantaggiose” (Berk & DeMarzo 2011, p. 39). Dunque, l’indicatore rappresenta la redditività dell’Equity, e valuta come il management è riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Inoltre, il Return on Equity misura anche la capacità dell’impresa di accedere al credito. Nel momento in cui l’indicatore è caratterizzato da un basso livello di Equity, l’impresa riesce ad accedere facilmente al credito e preferisce dunque ricorrere a questa forma di finanziamento, anziché incrementare il capitale di rischio. Invece, se l’indicatore presenta un livello di Equity alto, l’impresa tende a ricorrere all’aumento del capitale proprio. Tuttavia, non è possibile affermare che questo accada a causa di una maggiore difficoltà di accesso al credito: la scelta di incrementare il capitale di rischio può anche essere dettata da obiettivi propri dell’impresa.

Come il ROE, anche il Return on Invested Capital⁹ è espresso in valori percentuali, ed esso è una misura finanziaria che quantifica come una società ha generato flusso di cassa relativamente al capitale investito nel suo business. Esso pertanto non indica solo la capacità di remunerare il capitale di rischio – che viene espressa dal Return on Equity – ma determina la capacità dell’impresa di remunerare sia il capitale di rischio che il capitale di debito.

3.4. La variabile impiegata per analizzare il livello di sostenibilità

A seguito della descrizione degli indicatori utilizzati per analizzare le performance economico-finanziarie delle imprese, è necessario passare il testimone alla variabile impiegata per esaminare la performance etica delle stesse. Tra le molteplici agenzie di rating etico, la scelta è ricaduta su Standard Ethics Ltd¹⁰, un’agenzia di sostenibilità indipendente di Londra che fornisce un sistema di valutazione comparabile e standardizzato sulle performance etiche – ossia un rating etico – alle società, alle obbligazioni verdi e agli emittenti sovrani. Il rating etico di questa agenzia prende il nome di Standard Ethics Rating (SER), il quale concentra la sua valutazione sugli aspetti ambientali, sociali e di governance, misurando il livello di conformità

⁸ $Return\ On\ Equity = \frac{Risultato\ netto\ prima\ delle\ voci\ straordinarie}{Equity\ medio}$

⁹ $Return\ On\ Invested\ Capital = \frac{Reddito\ dopo\ le\ imposte}{Capitale\ totale\ medio\ a\ lungo\ termine}$

A sua volta, il Capitale totale medio a lungo termine è dato dalla somma di Equity, debiti totali a lungo termine e imposte differite.

¹⁰ Le informazioni successivamente esposte sono disponibili al sito <http://www.standardethics.eu/>.

tra le prassi aziendali e le indicazioni internazionali sulla sostenibilità fornite da UE, OCSE e Nazioni Unite. Lo Standard Ethics Rating presenta tre caratteristiche fondamentali:

1. è *solicited*, in quanto viene emesso su richiesta del destinatario;
2. è *standard*, in quanto la sua metodologia e i suoi parametri di emissione sono uniformati alle linee guida internazionali sulla sostenibilità prima citate;
3. è *indipendente*, poiché Standard Ethics fornisce al richiedente solo servizi inerenti al rating, non effettua consulenza ed è priva di qualsiasi legame azionario o economico con lo stesso richiedente.

Dal momento in cui viene assegnato, il rating appartiene al destinatario, al quale spetta la facoltà di renderlo pubblico o meno: soltanto le imprese che rendono pubblico il loro rating possono entrare a far parte degli indici di Standard Ethics per i diversi paesi europei. Nel nostro caso non si pongono particolari preoccupazioni, in quanto il campione oggetto d'analisi è composto soltanto da imprese appartenenti agli indici di Standard Ethics, dunque il loro rating è pubblico.

3.4.1. Le motivazioni di scelta di Standard Ethics

Per svolgere l'analisi di questo elaborato, la scelta è ricaduta su Standard Ethics in quanto presenta molteplici variabili differenziali rispetto ad altre agenzie di rating.

- Utilizza il modello applicant-pay, in base al quale il rating viene attribuito soltanto alle imprese che lo richiedono, previo pagamento di un corrispettivo, senza offrire alcun tipo di consulenza alle stesse. La maggior parte delle altre agenzie di rating etico invece utilizza un approccio investor-pay, in base al quale le analisi sono effettuate ad hoc per rispondere alle esigenze dei singoli investitori, sui quali graverà l'onere del pagamento del compenso.
- Utilizza un rating basato sulle valutazioni degli analisti, i quali ottengono le informazioni necessarie dai report pubblicati e pubblicabili, nonché da interviste e discussioni con il management del richiedente. D'altra parte, le agenzie di rating che usufruiscono del modello investor-pay tendono a scegliere il rating basato sui questionari, attraverso il quale le agenzie inviano questionari alle imprese o utilizzano report pubblicati per valutarne la condizione di sostenibilità.
- Fornisce rating ed esprime pareri indipendenti. L'indipendenza non solo è garantita dall'assenza di legami economici tra Standard Ethics e il richiedente, ma è sostenuta anche da specifiche misure adottate dall'agenzia per evitare qualsiasi conflitto di interesse. Difatti, vi è una chiara separazione delle funzioni tra coloro che negoziano le condizioni economiche per l'assegnazione del rating e gli analisti che conducono l'analisi e forniscono i giudizi: i primi non partecipano né votano nei comitati di rating.

I comitati, d'altra parte, hanno il ruolo fondamentale di riesaminare la valutazione effettuata dall'analista, con lo scopo di controllare se lo stesso si è uniformato ai criteri di rating dell'agenzia, e con lo scopo di stabilire se è necessaria una modifica del rating o una nuova valutazione. I comitati di rating, dunque, devono limitare l'influenza che la singola persona – ossia il singolo analista – può avere sul rating fornito.

- Non fornisce una propria interpretazione alla definizione di Corporate Social Responsibility, ma il suo modello si ispira esclusivamente ai principi e alle linee guida dell'Unione Europea, dell'OCSE e delle Nazioni Unite. Tali linee guida presentano infatti un differenziale positivo: esse sono universalmente conosciute e condivise da tutti i maggiori investitori internazionali e dagli stakeholder.

3.4.2. Le classi di rating

Dopo aver brevemente descritto le motivazioni per le quali è stata scelta Standard Ethics come agenzia di rating, è opportuno giungere all'argomento più interessante per la nostra analisi: le classi di rating. Esse sono utilizzate da Standard Ethics per suddividere le imprese oggetto di valutazione in base alla loro conformità alle linee guida internazionali dell'Unione Europea, dell'OCSE e delle Nazioni Unite e in base alla loro capacità di rispondere in modo appropriato alle crisi reputazionali. Infatti, Standard Ethics valuta anche la vulnerabilità delle imprese, la quale deriva dai rischi economici, operativi e reputazionali¹¹ a cui deve far fronte.

È possibile individuare dieci diverse classi di rating, dalla più conforme alle linee guida alla meno conforme:

1. EEE, identifica la piena conformità;
2. EEE-, indica un'impresa estremamente conforme ai valori espressi dalle Nazioni Unite, OCSE e UE, con una forte capacità di gestire i rischi;
3. EE+, denota una forte conformità alle linee guida ed una forte capacità di gestire i rischi reputazionali;
4. EE, individua un'impresa con forte conformità ai valori istituzionali e forte capacità di gestire i rischi reputazionali, ma leggermente suscettibile ai cambiamenti ambientali;
5. EE-, identifica imprese adeguatamente conformi alle linee guida ed adeguatamente capaci di gestire i rischi reputazionali, ma molto influenzabili dai cambiamenti ambientali.

La “zona di conformità” termina con la classe EE-: le imprese che ne fanno parte presentano sia una buona consonanza con le linee guida internazionali che una buona capacità di rispondere

¹¹ Standard Ethics considera i rischi operativi come rischi secondari; i rischi reputazionali invece sono considerati primari.

appropriatamente alle crisi reputazionali. Solo le imprese appartenenti a queste classi sono strutturalmente in grado di sopportare eventi negativi e di ridurre la frequenza potenziale. Le imprese che appartengono alle classi di rating successive, invece, si trovano al di fuori della zona di conformità, in quanto non solo presentano una bassa corrispondenza tra le prassi aziendali e le linee guida internazionali, ma non godono nemmeno della capacità di gestire in modo appropriato le crisi reputazionali. Le classi che implicano la non-conformità sono cinque:

6. E+¹², indica bassa conformità e bassa capacità di gestire i rischi reputazionali;
7. E, denota bassa conformità alle linee guida e bassa capacità di gestire i rischi reputazionali;
8. E-, individua una conformità e una capacità di gestire i rischi molto bassa;
9. F, è considerato il livello più basso di conformità e di gestione dei rischi reputazionali;
10. PENDING, è costituita da quelle società che non rispettano i valori espressi dalle Nazioni Unite, dall'OCSE e dall'UE, o che non rilasciano informazioni sufficienti.

La distinzione tra le diverse classi sarà fondamentale anche per l'analisi di questo elaborato, in quanto i dati riscontrati per il campione verranno suddivisi in base all'appartenenza delle imprese ad una delle dieci classi prima illustrate, in modo tale da evidenziare le differenze di performance tra le stesse. È importante sottolineare che nessuna impresa facente parte del campione ha ottenuto un rating pari a EEE o un rating pari a F: per tale ragione queste due classi non verranno considerate all'interno dell'analisi, dunque le classi analizzate in totale saranno otto.

Le valutazioni etiche effettuate da Standard Ethics faranno riferimento a due momenti:

- al 31/12/2016, per attuare un confronto tra performance etiche e performance economico-finanziarie riferite allo stesso arco temporale;
- al 31/12/2015, per verificare se una maggiore (minore) eticità può avere effetti positivi (negativi) sugli esercizi futuri.

Le informazioni relative alle classi di rating etico attribuite alle imprese del campione sono disponibili all'interno del sito web dell'agenzia Standard Ethics¹³.

¹² Alle imprese appartenenti a questa classe viene riconosciuta la possibilità di ottenere un margine di miglioramento per poter accedere alla zona di conformità.

¹³ <http://www.standardethicsindices.eu/>

Capitolo 4: Risultati, discussioni ed implicazioni manageriali

4.1. Le analisi di confronto tra performance 2016 e rating 2016

Prima di procedere con lo studio, si ritiene opportuno illustrare la composizione del campione – ossia il numero di imprese che ne fanno parte – per ognuno dei tre diversi indicatori, in quanto per alcune imprese non erano disponibili dati a riguardo sulla banca dati Eikon.

	P/B value	ROE	ROIC
Numero imprese del campione	126	127	95

Tabella 2: La composizione del campione per ogni indicatore, anno 2016

Inoltre, abbiamo precedentemente affermato che per la prima parte dell'analisi i dati riguardanti le performance economico-finanziarie sono relativi al 31/12/2016. Per alcune imprese però la data di chiusura dell'esercizio non corrisponde con la conclusione dell'anno solare: per tale ragione i dati raccolti fanno riferimento alla data di chiusura del loro esercizio. Queste imprese sono elencate all'interno della Tabella 3.

Imprese	Data di chiusura dell'esercizio
MedioBanca	30/06/16
Colruyt - Brussels	31/03/16
Pernod-Ricard SA	30/06/16
Sodexo	31/08/16
Siemens AG	30/09/16
ThyssenKrupp AG	30/09/16

Tabella 3: Le imprese la cui data di chiusura dell'esercizio non coincide con la conclusione dell'anno solare

È possibile ricordare che per questo primo gruppo di studi saranno effettuate tre diverse indagini. Innanzitutto sarà effettuata un'analisi della varianza sulla base delle otto classi di rating, che saranno successivamente raggruppate allo scopo di effettuare un'ulteriore ANOVA sulla base di tre diversi livelli di eticità: alto, medio e basso. Infine, verrà svolto un T-test suddividendo il campione di imprese in due sotto-campioni, uno etico e uno non etico. Le analisi appena descritte saranno tutte realizzate utilizzando i tre diversi indicatori illustrati nel Capitolo 3: Price to Book value per azione, Return on Equity e Return on Invested Capital.

4.1.1. ANOVA a una via per otto classi di rating

A seguito di queste brevi note introduttive, è possibile procedere con la prima analisi di questo elaborato. Solitamente, il primo passo per confrontare più campioni consiste nell'eseguire l'analisi della varianza a una via, ossia un'ANOVA a una via. Nel nostro caso, l'ANOVA è utilizzata per confrontare le otto classi di rating, scegliendo tra due ipotesi:

- ipotesi nulla: $\mu_{EEE-} = \mu_{EE+} = \mu_{EE} = \mu_{EE-} = \mu_{E+} = \mu_E = \mu_{E-} = \mu_{PENDING}$
- ipotesi alternativa: le medie non sono tutte uguali.

Nel momento in cui l'ipotesi nulla viene rifiutata, i campioni provengono da popolazioni le cui medie non sono tutte uguali. Il valore chiave nell'analisi della varianza è il P-value: se esso risulta essere inferiore rispetto a 0,05 è necessario rifiutare l'ipotesi nulla, dunque rifiutare l'ipotesi che le medie siano uguali. Viceversa, se il P-value è maggiore di 0,05 l'ipotesi nulla non può essere rifiutata. Inoltre, l'analisi della varianza scompone la variabilità dei dati osservati in due componenti: la variabilità tra i gruppi, che quantifica le differenze tra le diverse classi di rating; e la variabilità all'interno dei gruppi (ossia intra-gruppo) che quantifica le differenze all'interno della stessa classe di rating. Se la variabilità stimata tra i gruppi è significativamente più grande di quella all'interno dei gruppi, c'è una prova evidente che le medie non sono tutte le stesse.

Infine, prima di procedere, risulta opportuno evidenziare un limite molto importante di questo studio: la numerosità di alcune classi di rating (come evidenziato dalla Tabella 4) è molto bassa, ed arriva addirittura ad essere ridotta ad un'unica impresa per la classe PENDING. D'altro canto, invece, le classi di rating centrale presentano una numerosità ben più alta. Chiaramente questo fenomeno può distorcere i risultati derivanti dall'analisi della varianza successivamente effettuata, ma si è deciso comunque di verificare – per scrupolo – la presenza o meno di una correlazione tra i tre indicatori e l'appartenenza ad una delle otto classi di rating, in attesa di svolgere ulteriori test probabilmente più solidi.

	Classe di rating	Dimensione del campione
P/B VALUE	EEE-	3
	EE+	8
	EE	31
	EE-	28
	E+	27
	E	23
	E-	5
	PENDING	1
ROE	EEE-	3
	EE+	8
	EE	32
	EE-	28
	E+	27
	E	23
	E-	5
	PENDING	1
ROIC	EEE-	3
	EE+	6
	EE	20
	EE-	20
	E+	23
	E	20
	E-	2
	PENDING	1

Tabella 4: Le dimensioni delle otto classi di rating per ogni indicatore, anno 2016

È possibile ora procedere con l'analisi della varianza: i risultati dei tre indicatori sono rappresentati all'interno della Tabella 5 per il Price to Book value per azione, della Tabella 6 per il Return on Equity e della Tabella 7 per il Return on Invested Capital.

Tabella ANOVA per P/B VALUE per RATING

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	89,4979	7	12,7854	1,29	0,2600
Intra-gruppo	1167,4	118	9,8932		
Totale (Corr.)	1256,9	125			

Tabella 5: ANOVA del Price to Book value per azione

Tabella ANOVA per ROE per RATING

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,597156	7	0,0853079	0,99	0,4425
Intra-gruppo	10,2629	119	0,0862428		
Totale (Corr.)	10,86	126			

Tabella 6: ANOVA del Return on Equity**Tabella ANOVA per ROIC per RATING**

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,040911	7	0,00584442	0,36	0,9231
Intra-gruppo	1,41355	87	0,0162477		
Totale (Corr.)	1,45446	94			

Tabella 7: ANOVA del Return on Invested Capital

Come possiamo notare dalle Tabelle dinanzi esposte, per tutti e tre gli indicatori la variabilità stimata tra i gruppi non risulta essere significativamente superiore rispetto alla variabilità intra-gruppo. Dunque, non è possibile affermare che le medie siano significativamente diverse tra di loro. A conferma di questa tesi, il P-value del test F è maggiore di 0,05: non è presente una differenza statisticamente significativa tra le medie del P/B value, ROE e ROIC delle diverse classi di rating, con un livello di confidenza del 95%.

Sulla base di questa nostra prima analisi, dunque, non è stato possibile rilevare una correlazione tra le performance economico-finanziarie e le otto classi di rating. Come precedentemente anticipato però, all'interno di questo studio preliminare alcune classi di rating presentano una numerosità molto bassa: le classi in discussione hanno un intervallo di incertezza attorno alla media molto esteso. Questo problema mette in discussione i risultati dell'analisi della varianza appena effettuata, in quanto la bassa numerosità potrebbe aver causato una distorsione degli esiti della stessa. Per cercare di ovviare a questo problema, in questo elaborato verrà effettuata un'ulteriore ANOVA, che non sarà più costituita dalle otto diverse classi di rating, bensì sarà composta soltanto da tre categorie, sulla base del livello di eticità – alto, medio o basso – riconosciuto da Standard Ethics.

4.1.2. ANOVA a una via per tre livelli di eticità

Per individuare i tre diversi livelli di eticità, è necessario raggruppare le nove¹⁴ classi di rating in tre sotto-campioni.

- Il primo campione è costituito dalle imprese che fanno parte delle classi EEE-, EE+ ed EE, che presentano dunque un livello di eticità alto.
- Il secondo campione è costituito dalle imprese che fanno parte delle classi EE-, E+ ed E, che presentano dunque un livello di eticità medio.
- Il terzo campione è costituito dalle imprese che fanno parte delle classi E-, F e PENDING, che presentano dunque un livello di eticità basso.

In questo caso, l'ANOVA è utilizzata con lo scopo di verificare l'uguaglianza delle medie dei tre diversi livelli di eticità, scegliendo tra due ipotesi:

- ipotesi nulla: $\mu_{ALTO} = \mu_{MEDIO} = \mu_{BASSO}$;
- ipotesi alternativa: le medie non sono tutte uguali.

Nonostante il campione in questo caso sia suddiviso in tre livelli – e non in otto come nell'ANOVA precedente – la numerosità di una determinata categoria risulta essere molto bassa rispetto alle altre due, come è possibile notare dalla Tabella 8.

	Livello di eticità	Dimensione del campione
P/B VALUE	Alto	42
	Medio	78
	Basso	6
ROE	Alto	43
	Medio	78
	Basso	6
ROIC	Alto	29
	Medio	63
	Basso	3

Tabella 8: Le dimensioni dei tre livelli di eticità per ogni indicatore, anno 2016

Infatti, per tutti e tre gli indicatori, il livello di eticità basso presenta un numero di imprese inferiore rispetto agli altri due ordini. Ciononostante, si è ritenuto opportuno procedere con questa ANOVA, che ha lo scopo di verificare la presenza – o meno – di una correlazione tra i tre diversi livelli di eticità e le performance economico-finanziarie delle imprese.

¹⁴ In questo caso le classi sono nove – e non otto – in quanto non risulta appropriato escludere la classe F dal raggruppamento, dato che tale azione genererebbe probabilmente ulteriori distorsioni.

Procedendo con lo studio, i risultati dello stesso sono raffigurati all'interno della Tabella 9 per il Price to Book value per azione, della Tabella 10 per il Return on Equity e della Tabella 11 per il Return on Invested Capital.

Tabella ANOVA per P/B VALUE per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	30,899	2	15,4495	1,55	0,2164
Intra-gruppo	1226,0	123	9,96745		
Totale (Corr.)	1256,9	125			

Tabella 9: ANOVA del Price to Book value per azione

Tabella ANOVA per ROE per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,042738	2	0,021369	0,24	0,7831
Intra-gruppo	10,8173	124	0,0872364		
Totale (Corr.)	10,86	126			

Tabella 10: ANOVA del Return on Equity

Tabella ANOVA per ROIC per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,0155912	2	0,0077956	0,50	0,6091
Intra-gruppo	1,43887	92	0,0156399		
Totale (Corr.)	1,45446	94			

Tabella 11: ANOVA del Return on Invested Capital

Anche nell'analisi della varianza per i tre livelli di eticità, per tutti gli indicatori la variabilità stimata tra i gruppi non risulta essere significativamente superiore rispetto alla variabilità intra-gruppo. Per tale ragione, non è possibile affermare che le medie siano significativamente diverse tra di loro. Si può giungere alla stessa conclusione anche osservando il P-value: essendo maggiore rispetto a 0,05 non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Dunque, non è presente una differenza statisticamente significativa tra le medie dei tre indicatori per i diversi livelli di eticità con un livello di confidenza del 95%.

Come anticipato nel paragrafo precedente, quest'ultima ANOVA è stata effettuata per cercare di porre rimedio al problema della bassa numerosità di alcune classi di rating, raggruppandole in tre diversi livelli. Tuttavia, l'ultimo livello presenta comunque una numerosità limitata, in quanto per evitare di generare ulteriori distorsioni¹⁵ è stata inclusa al suo interno anche la classe F, che non comprende alcuna impresa.

¹⁵ Si fa riferimento soprattutto alla possibilità – erronea – di includere all'interno del livello basso imprese appartenenti alla classe E, che invece presentano un livello di eticità medio.

Questa analisi della varianza non ha portato a risultati concludenti, in quanto per nessuno dei tre indicatori è stato possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Dunque, anche in questo caso non è stata individuata una correlazione tra il livello di eticità delle imprese – rappresentato dai livelli alto, medio e basso – e le performance economico-finanziarie delle stesse. Infine, per cercare di dare risposta ai nostri interrogativi e per risolvere l'ulteriore problema presentatosi a causa della bassa numerosità di un livello di eticità, in questo elaborato verrà effettuata un'ultima analisi, ossia un T-test tra due campioni indipendenti: un campione etico, e un campione non etico.

4.1.3. Il confronto tra due campioni indipendenti

La distinzione tra classi che appartengono alla zona di conformità e classi che non ne fanno parte – individuata all'interno del Capitolo 3 – è fondamentale per l'analisi svolta all'interno di questo paragrafo. Difatti, nel confronto che ora si vuole effettuare, i dati raccolti sono suddivisi in due sotto-campioni.

- Nel primo sono raggruppate le imprese che hanno ottenuto una valutazione pari a EEE-, EE+, EE ed EE-: questo campione prenderà il nome di “etico”.
- Nel secondo sono raggruppate le imprese che hanno ottenuto una valutazione pari a E+, E, E-, e PENDING: questo campione prenderà il nome di “non etico”.

Prima di illustrare i risultati del confronto, è opportuno presentare lo schema che è stato seguito per svolgere questo studio. Inizialmente è stata rappresentata la Tabella “statistiche di sintesi”, la quale illustra numerosità, media, deviazione standard, minimo e massimo dei due campioni. Successivamente è stato effettuato il confronto fra medie, scegliendo tra due ipotesi:

- ipotesi nulla: $\mu_{ETICO} = \mu_{NON ETICO}$
- ipotesi alternativa: $\mu_{ETICO} \neq \mu_{NON ETICO}$.

Per verificare l'ipotesi nulla è possibile per prima cosa osservare l'intervallo di confidenza per la differenza tra le medie. Nel caso in cui l'intervallo di confidenza contenga il valore 0, non vi è una differenza statisticamente significativa tra le medie dei due campioni con un livello di confidenza del 95%. In secondo luogo, è possibile effettuare un T-test dell'ipotesi precedentemente definita, e determinarne il P-value. Questo test viene normalmente costruito supponendo che le varianze delle due popolazioni siano uguali; se le varianze sono significativamente differenti è possibile comunque eseguire un T-test approssimato. All'interno del nostro studio, le varianze dei due campioni sono significativamente differenti per tutti e tre gli indicatori, dunque è stato effettuato un T-test approssimato.

Possiamo ora iniziare la nostra analisi: i risultati sono rappresentati dalla Tabella 12 e dalla Figura 3 per il Price to Book value per azione, dalla Tabella 13 e dalla Figura 4 per il Return on Equity e dalla Tabella 14 e dalla Figura 5 per il Return on Invested Capital.

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	70	56
Media	2,09329	2,83179
Deviazione standard	1,81557	4,29054
Coeff. di variazione	86,7332%	151,514%
Minimo	0,07	0,32
Massimo	13,28	32,15

Tabella 12: Statistiche di sintesi per il Price to Book value per azione

Intervallo di confidenza al 95,0% per la differenza tra le medie supponendo le varianze diverse: -0,7385 +/- 1,22245 [-1,96095; 0,483951]
test t per confrontare le medie Ipotesi nulla: media1 = media2 Ipotesi alt.: media1 diversa da media2 supponendo le varianze diverse: t = -1,20465 P-value = 0,232353

Figura 3: Confronto di medie per il Price to Book value per azione

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	71	56
Media	0,0748366	0,152386
Deviazione standard	0,231258	0,354918
Coeff. di variazione	309,017%	232,907%
Minimo	-1,3278	-0,1389
Massimo	0,7014	2,6595

Tabella 13: Statistiche di sintesi per il Return on Equity

Intervallo di confidenza al 95,0% per la differenza tra le medie supponendo le varianze diverse: -0,0775491 +/- 0,108862 [-0,186411; 0,0313126]
test t per confrontare le medie Ipotesi nulla: media1 = media2 Ipotesi alt.: media1 diversa da media2 supponendo le varianze diverse: t = -1,41522 P-value = 0,160452

Figura 4: Confronto di medie per il Return on Equity

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	49	46
Media	0,0976408	0,0838152
Deviazione standard	0,0816077	0,158482
Coeff. di variazione	83,5795%	189,086%
Minimo	-0,0256	-0,8254
Massimo	0,5353	0,3376

Tabella 14: Statistiche di sintesi per il Return on Invested Capital

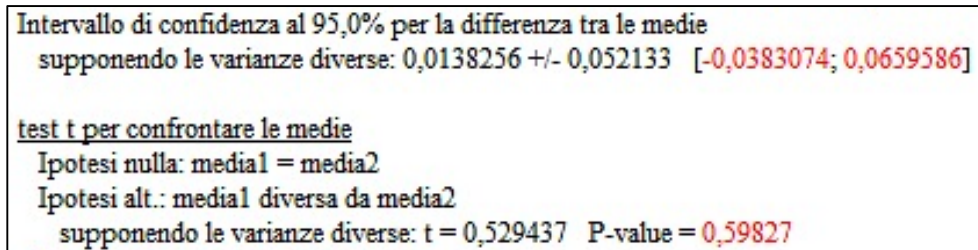


Figura 5: Confronto di medie per il Return on Invested Capital

In primo luogo, è possibile notare che per tutti e tre gli indicatori l'intervallo di confidenza per la differenza tra le medie contiene il valore 0, dunque non è possibile individuare una differenza statisticamente significativa tra le medie dei due campioni con un livello di confidenza del 95%. Si può giungere alla stessa conclusione anche osservando il P-value calcolato: non essendo minore di 0,05 non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla.

In conclusione, anche distinguendo il campione di imprese in due sotto-campioni con numerosità maggiormente equilibrate tra di loro, non è possibile osservare una correlazione tra l'eticità delle imprese e le loro performance economico-finanziarie. Difatti, per nessuno dei tre indicatori è stato possibile rifiutare l'ipotesi nulla, ossia rifiutare l'ipotesi che le medie dei due campioni siano uguali tra di loro.

4.2. Le analisi di confronto tra performance 2016 e rating 2015

Nello studio fino ad ora effettuato è stata ipotizzata una corrispondenza temporale tra rating etico e performance economico-finanziarie delle imprese, in quanto i dati raccolti per entrambe le variabili erano relativi al 31/12/2016. Però – come è possibile osservare dai risultati delle due ANOVA e del T-test – tale ipotesi non ha portato ad alcun risultato. Infatti, a discapito di tale teoria, è possibile ipotizzare che gli effetti di una maggiore o minore eticità non si manifestino nell'esercizio di riferimento, bensì negli esercizi futuri. Per tale ragione, si è deciso di realizzare un'ulteriore analisi confrontando le performance etiche relative al 31/12/2015 con le performance economico-finanziarie al 31/12/2016.

Il campione di imprese del 2015 è leggermente variato, per due ragioni:

- nel 2015 all'interno degli Standard Ethics Index dei quattro paesi europei erano incluse alcune imprese che invece non sono state comprese l'anno successivo;
- all'interno del campione del 2016 sono presenti imprese che non erano state valutate eticamente nel 2015.

La composizione del campione per ogni indicatore è rappresentato dalla Tabella 15.

	P/B value	ROE	ROIC
Numero imprese del campione	124	125	94

Tabella 15: La composizione del campione per ogni indicatore, anno 2015

Anche in questo caso si procederà effettuando in un primo momento un'analisi della varianza sulla base delle otto classi di rating, che verranno poi raggruppate per svolgere un'ANOVA con tre diversi livelli di eticità (alto, medio e basso). Infine, verrà eseguito un T-test suddividendo il campione in imprese etiche ed imprese non etiche. Tutte e tre le analisi appena descritte verranno effettuate con riferimento ai tre diversi indicatori: Price to Book value per azione, Return on Equity e Return on Invested Capital.

4.2.1. ANOVA a una via per otto classi di rating

Dopo aver brevemente illustrato la composizione del campione e la struttura dell'analisi, è possibile introdurre la prima ANOVA: il campione di imprese è composto come rappresentato dalla Tabella 16. Anche in questo caso, la numerosità di alcune classi di rating risulta essere molto bassa, riducendosi ad un'unica impresa per la classe E- all'interno dell'analisi del Return on Invested Capital. Questa imperfezione del campione potrebbe generare alcune distorsioni dei risultati, ma nonostante ciò si è deciso di proseguire con lo studio per verificare la presenza – o meno – di una correlazione tra gli otto diversi livelli di eticità delle imprese e le performance economico-finanziarie delle stesse.

	Classe di rating	Dimensione del campione
P/B VALUE	EEE-	3
	EE+	9
	EE	29
	EE-	29
	E+	27
	E	20
	E-	3
	PENDING	4
ROE	EEE-	3
	EE+	9
	EE	30
	EE-	29
	E+	27
	E	20
	E-	3
	PENDING	4
ROIC	EEE-	3
	EE+	6
	EE	20
	EE-	22
	E+	22
	E	17
	E-	1
	PENDING	3

Tabella 16: Le dimensioni delle otto classi di rating per ogni indicatore, anno 2015

Iniziando ora con l'analisi della varianza, i risultati sono delineati all'interno della Tabella 17 per il Price to Book value per azione, della Tabella 18 per il Return on Equity e della Tabella 19 per il Return on Invested Capital.

Tabella ANOVA per P/B VALUE per RATING

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	11,6888	7	1,66983	0,60	0,7570
Intra-gruppo	324,243	116	2,7952		
Totale (Corr.)	335,932	123			

Tabella 17: ANOVA del Price to Book value per azione

Tabella ANOVA per ROE per RATING

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,326887	7	0,0466982	1,41	0,2063
Intra-gruppo	3,86516	117	0,0330356		
Totale (Corr.)	4,19205	124			

Tabella 18: ANOVA del Return on Equity**Tabella ANOVA per ROIC per RATING**

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,0786893	7	0,0112413	1,91	0,0777
Intra-gruppo	0,506251	86	0,00588663		
Totale (Corr.)	0,58494	93			

Tabella 19: ANOVA del Return on Invested Capital

Come possiamo notare dalle Tabelle 17, 18 e 19, per tutti e tre gli indicatori la variabilità stimata tra i gruppi non risulta essere significativamente superiore rispetto alla variabilità intra-gruppo. Per questa ragione non è possibile affermare che le medie siano significativamente diverse tra di loro. La stessa conclusione può essere tratta anche osservando il P-value: essendo maggiore rispetto a 0,05 non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Dunque, non è presente una differenza statisticamente significativa tra le medie dei tre indicatori per le diverse classi di rating con un livello di confidenza del 95%.

L'analisi della varianza sulla base delle otto classi di rating non ha portato a risultati conclusivi, in quanto per nessuno dei tre indicatori è stato possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Come precedentemente anticipato però, i risultati derivanti dall'indagine possono essere stati influenzati dalla composizione irregolare e non equilibrata del campione. Per cercare di invalidare questo problema, verrà successivamente effettuata un'ulteriore ANOVA avente lo scopo di verificare la presenza di una correlazione tra i tre diversi livelli di rating etico – alto, medio e basso – e le performance economico-finanziarie delle imprese. Così facendo, infatti, verrà ampliata la numerosità di ognuno dei tre livelli, in quanto le otto classi di rating dovranno essere raggruppate all'interno di uno dei tre sotto-campioni più vasti.

4.2.2. ANOVA a una via per tre livelli di eticità

I campioni utilizzati per effettuare l'analisi della varianza sulla base dei tre livelli di eticità sono composti come illustrato dalla Tabella 20.

	Livello di eticità	Dimensione del campione
P/B VALUE	Alto	41
	Medio	76
	Basso	7
ROE	Alto	42
	Medio	76
	Basso	7
ROIC	Alto	29
	Medio	61
	Basso	4

Tabella 20: Le dimensioni dei tre livelli di eticità per ogni indicatore, anno 2015

Tuttavia – come possiamo notare dalla Tabella 20 – anche questa ANOVA presenta alcuni problemi di numerosità, difatti il campione con il livello di eticità basso comprende al suo interno un numero di imprese irrisorio rispetto agli altri due livelli.

Ciononostante, si è deciso di procedere con l’analisi della varianza per i tre livelli di eticità sulla base dei tre diversi indicatori. I risultati relativi al Price to Book value per azione sono rappresentati dalla Tabella 21, gli esiti del Return on Equity dalla Tabella 22 e infine i risultati del Return on Invested Capital dalla Tabella 23.

Tabella ANOVA per P/B VALUE per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,908848	2	0,454424	0,16	0,8488
Intra-gruppo	335,023	121	2,76879		
Totale (Corr.)	335,932	123			

Tabella 21: ANOVA del Price to Book value per azione

Tabella ANOVA per ROE per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,092956	2	0,046478	1,38	0,2547
Intra-gruppo	4,09909	122	0,0335991		
Totale (Corr.)	4,19205	124			

Tabella 22: ANOVA del Return on Equity

Tabella ANOVA per ROIC per LIVELLO ETICITA

<i>Sorgente</i>	<i>Somma dei quadrati</i>	<i>G.l.</i>	<i>Media dei quadrati</i>	<i>Rapporto F</i>	<i>P-value</i>
Tra i gruppi	0,0124168	2	0,00620838	0,99	0,3767
Intra-gruppo	0,572523	91	0,00629146		
Totale (Corr.)	0,58494	93			

Tabella 23: ANOVA del Return on Invested Capital

Come è possibile osservare dalle tre Tabelle sopra esposte, anche in questo caso per tutti e tre gli indicatori la variabilità stimata tra i gruppi non risulta essere significativamente superiore rispetto alla variabilità intra-gruppo. Dunque, non è possibile affermare che le medie siano significativamente diverse tra di loro. Si può giungere alla stessa conclusione anche osservando il P-value: essendo maggiore rispetto a 0,05 non c'è una differenza statisticamente significativa tra le medie del P/B value per azione, del ROE e del ROIC per i diversi livelli di eticità con un livello di confidenza del 95%. Non è dunque possibile rifiutare l'ipotesi nulla.

Per concludere, anche la seconda analisi della varianza effettuata sulla base dei tre livelli di eticità non ha generato risultati conclusivi. Pure in questo caso però, un sotto-campione presenta una numerosità molto più limitata rispetto agli altri due, in quanto non sono a disposizione dati sufficientemente ampi in riferimento alle imprese con un livello di eticità basso. Per ovviare a questo problema, verrà infine effettuato un T-test, il quale suddividerà le imprese in due sotto-campioni con numerosità analoghe: un campione di imprese "etico" e un campione di imprese "non etico".

4.2.3. Il confronto tra due campioni indipendenti

Quest'ultima analisi ha lo scopo principale di verificare se i due campioni presentano medie significativamente diverse tra di loro. Come anticipato all'interno dei paragrafi precedenti, questo test viene costruito supponendo che le varianze delle due popolazioni siano uguali. Però, se le varianze sono significativamente differenti, può comunque essere effettuato un T-test approssimato. All'interno del nostro studio, le varianze dei due campioni sono significativamente differenti per il P/B value e per il ROE, mentre sono uguali per il ROIC.

Possiamo ora iniziare la nostra analisi: i risultati sono esposti dalla Tabella 24 e dalla Figura 6 per il Price to Book value per azione, dalla Tabella 25 e dalla Figura 7 per il Return on Equity e dalla Tabella 26 e dalla Figura 8 per il Return on Invested Capital.

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	70	54
Media	2,09714	2,04074
Deviazione standard	1,78736	1,47562
Coeff. di variazione	85,2283%	72,3078%
Minimo	0,07	0,32
Massimo	13,28	5,95

Tabella 24: Statistiche di sintesi per il Price to Book value per azione

Intervallo di confidenza al 95,0% per la differenza tra le medie
 supponendo le varianze diverse: 0,0564021 +/- 0,58043 [-0,524028; 0,636832]

test t per confrontare le medie
 Ipotesi nulla: media1 = media2
 Ipotesi alt.: media1 diversa da media2
 supponendo le varianze diverse: t = 0,192373 P-value = 0,847771

Figura 6: Confronto di medie per il Price to Book value per azione

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	71	54
Media	0,0730662	0,0953278
Deviazione standard	0,228358	0,0996716
Coeff. di variazione	312,536%	104,557%
Minimo	-1,3278	-0,1389
Massimo	0,7014	0,3811

Tabella 25: Statistiche di sintesi per il Return on Equity

Intervallo di confidenza al 95,0% per la differenza tra le medie
 supponendo le varianze diverse: -0,0222616 +/- 0,0601181 [-0,0823797; 0,0378565]

test t per confrontare le medie
 Ipotesi nulla: media1 = media2
 Ipotesi alt.: media1 diversa da media2
 supponendo le varianze diverse: t = -0,734565 P-value = 0,464306

Figura 7: Confronto di medie per il Return on Equity

	<i>ETICITA=ETICO</i>	<i>ETICITA=NON ETICO</i>
Conteggio	51	43
Media	0,0914412	0,0935233
Deviazione standard	0,076043	0,0839093
Coeff. di variazione	83,1605%	89,7202%
Minimo	-0,0256	-0,0974
Massimo	0,5353	0,3376

Tabella 26: Statistiche di sintesi per il Return on Invested Capital

Intervallo di confidenza al 95,0% per la differenza tra le medie
 supponendo le varianze uguali: -0,00208208 +/- 0,0327844 [-0,0348665; 0,0307024]

test t per confrontare le medie
 Ipotesi nulla: media1 = media2
 Ipotesi alt.: media1 diversa da media2
 supponendo le varianze uguali: t = -0,126133 P-value = 0,899902

Figura 8: Confronto di medie per il Return on Invested Capital

Come è possibile notare dalle Tabelle e dalle Figure dinanzi esposte, per tutti e tre gli indicatori l'intervallo di confidenza per la differenza tra le medie contiene il valore 0, dunque non c'è una differenza statisticamente significativa tra le medie dei due campioni con un livello di confidenza del 95%. A conferma di questa ipotesi, il P-value calcolato non è in alcun caso minore di 0,05: non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla che le medie dei due campioni siano uguali tra di loro.

Nonostante il T-test sia caratterizzato da due sotto-campioni con numerosità maggiormente equilibrate, per nessuno dei tre indicatori è stato possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Dunque, le medie dei due sotto-campioni non sono significativamente diverse tra di loro. Perciò, sulla base dei dati disponibili e delle analisi effettuate, sembra che performance economico-finanziarie e performance etiche non siano in alcun modo correlate tra di loro.

Conclusioni

Dinanzi lo scenario dubbio e articolato della Corporate Social Responsibility, contraddistinto da un'elevata incertezza sia dal punto di vista teorico che dal punto di vista empirico, questo elaborato si è posto l'obiettivo di appurare le opinioni già presenti in letteratura circa la relazione tra performance etiche delle imprese e performance economico-finanziarie delle stesse. Il dubbio in riferimento alla possibile connessione tra queste due variabili risulta essere ampiamente diffuso, e proprio a causa di questa grande incertezza, sommata alla curiosità personale ed al desiderio di fornire una risposta individuale a tale dilemma, si è scelto di selezionare la Corporate Social Responsibility come argomento fondante di questo elaborato. In particolar modo, una specifica diatriba, individuata da D'Orazio (2003), ha stimolato ancor più l'interesse per questa materia. Da un lato l'autore ha esposto le considerazioni della stockholder view di Friedman (1970), caratterizzata dalla sua unica e sola responsabilità dell'impresa – ovvero quella di aumentare i profitti; dall'altro invece ha illustrato le accortezze della stakeholder view, soprattutto del pensiero di Evan e Freeman (1988), sulla base del quale il management dovrebbe salvaguardare e bilanciare le molteplici pretese di tutti i soggetti portatori d'interesse, e non solo degli azionisti. Dunque, la scelta di questo tema non è stata effettuata solo per interesse generale all'argomento, ma è stata effettuata innanzitutto per poter prendere posizione in riferimento ad una delle due tesi contrastanti sostenute dagli studiosi, e successivamente per aver modo di verificare se comportarsi eticamente – non interessandosi solo alla mera massimizzazione del profitto – possa realmente generare migliori performance economico-finanziarie.

In primo luogo, setacciando la letteratura, è stato possibile contestare le idee di Friedman a favore di una più ampliata responsabilità delle imprese, che non comprende solo l'assolvimento della responsabilità economica (Sciarelli 2011) ma che racchiude anche l'adempimento coerente e consapevole delle attese dei vari portatori d'interesse (Perrini & Tencati 2011). Passando invece alla seconda questione, alla luce dei dati disponibili e dei limiti sottostanti l'indagine esplorativa effettuata, non è stato possibile individuare una relazione tra performance etiche e performance economico-finanziarie delle imprese. Dunque, non possiamo concordare con l'approccio alla Corporate Social Responsibility maggiormente diffuso in letteratura, il quale sostiene che le imprese etiche riescono ad assicurarsi molteplici variabili differenziali, che permettono alle stesse di conseguire vantaggi economici e competitivi (Jones 1995). Inoltre, non possiamo nemmeno conformarci agli studi che individuano una relazione negativa tra

prestazioni etiche ed economiche, i quali attribuiscono maggiore importanza ai costi aggiuntivi derivanti dalle prassi responsabili, che a loro avviso pongono addirittura le imprese etiche in svantaggio economico rispetto a quelle non etiche (Waddock & Graves 1997). Pertanto, anche se nel corso degli ultimi decenni le imprese sembrano impegnarsi sempre più in azioni socialmente responsabili, l'indagine effettuata in questo elaborato non fornisce grande sostegno ad un'eventuale relazione tra responsabilità sociale e performance economico-finanziarie. Infatti, sembra non ci siano prove sufficienti per sostenere l'affermazione che le imprese socialmente responsabili siano più redditizie di altre imprese (Aupperle et al. 1985).

Ciononostante, a causa delle scarse informazioni disponibili e del numero limitato di variabili considerate, non è possibile trarre conclusioni robuste e ampiamente generalizzabili: non risulta ragionevole affermare in modo aprioristico che una maggiore eticità non abbia effetti sulle prestazioni economico-finanziarie delle imprese. Sicuramente però, può essere sollevato un dubbio circa l'effettiva correlazione tra queste due variabili. Difatti, per tutte le analisi empiriche effettuate, non è stato possibile individuare alcuna differenza statisticamente significativa tra le medie delle imprese maggiormente etiche e le medie delle imprese meno interessate alle pratiche responsabili.

Innanzitutto, è opportuno considerare che il raggiungimento di livelli di eticità adeguati non è frutto di azioni responsabili implementate sporadicamente, ma è conseguenza di un percorso sostenibile molto più esteso, costruito sostenendo costi non indifferenti e coronato dal riconoscimento di un rating etico elevato. Eppure, questo percorso pare non abbia consentito alle imprese che lo hanno realizzato di ottenere prestazioni superiori rispetto a quelle che invece hanno ritenuto più opportuno concentrarsi su altri aspetti, piuttosto che sull'eticità. Risulta appropriato inoltre ricordare che l'adozione di pratiche socialmente responsabili non è esente dal sostenimento di costi, anzi, l'eticità comporta costi addizionali per le imprese che la perseguono (Caselli 2011). Questa affermazione risulta essere ulteriormente aggravata in quanto in questo elaborato non è stato possibile individuare una relazione positiva tra performance etiche e performance economico-finanziarie: non solo i costi delle imprese etiche saranno più elevati, ma essi non saranno nemmeno ricompensati da prestazioni migliori. Però, come sostenuto da Arlow e Gannon (1982), è possibile che l'associazione positiva tra queste due variabili conquisti effettività soltanto negli esercizi futuri; di conseguenza le azioni responsabili non genereranno immediati riscontri economico-finanziari, ma permetteranno alle imprese di conseguire miglioramenti di performance a lungo termine. All'interno di questo elaborato è già stata esplorata una possibile relazione tra performance etiche di un esercizio e

performance economico-finanziarie dell'esercizio successivo: ciononostante, anche per queste analisi non è stato possibile individuare alcuna connessione tra le due variabili. Questo non esclude la possibilità di un divario temporale tra il momento in cui si assumono decisioni responsabili e il momento in cui i risultati economicamente vantaggiosi saranno conseguiti: semplicemente, attraverso la nostra analisi, non è stato possibile individuare una correlazione tra performance etiche di un esercizio e performance economico-finanziarie dell'esercizio successivo.

D'altro canto, non è corretto affermare arbitrariamente che le imprese dovrebbero rinunciare alle azioni responsabili soltanto perché implementarle non consente loro di raggiungere prestazioni migliori, soprattutto perché non è stato possibile individuare nemmeno una relazione negativa tra queste due variabili. Infatti, le imprese che perseguono prassi responsabili non hanno presentato performance economico-finanziarie inferiori rispetto a quelle meno interessate all'eticità, nonostante i costi da sostenere siano ben più elevati. Dunque, le imprese stesse potrebbero essere solo parzialmente interessate al miglioramento delle loro prestazioni, ed essere invece molto più coinvolte in riferimento ai riscontri positivi che il loro comportamento responsabile può generare sull'ambiente interno ed esterno con cui interagiscono. Quindi, esse potrebbero decidere di perseguire la responsabilità sociale indipendentemente dai possibili ritorni economico-finanziari futuri, in quanto realmente interessate agli obiettivi sociali e di tutela dell'ambiente. Nonostante gli intenti a dir poco ammirevoli, intraprendere questa strada richiede il sostenimento di costi non irrilevanti, costi che purtroppo non tutte le imprese possono permettersi di sopportare. Infatti nella maggior parte dei casi l'integrazione tra obiettivi sociali ed obiettivi economici risulta essere soddisfacente solo all'interno delle imprese di grandi dimensioni e delle multinazionali (Commissione delle Comunità Europee 2001), che posseggono le risorse necessarie sia per implementare le azioni responsabili che per sostenerle e rafforzarle nel corso degli anni. D'altro canto, le prassi socialmente responsabili in gran parte delle medie, piccole e micro imprese sono destinate a rimanere informali e intuitive, a causa soprattutto degli ingenti costi che le stesse dovrebbero sostenere per riuscire a concludere un percorso etico ben più esteso. Sulla base di queste ultime affermazioni, dunque, è possibile ipotizzare che l'implementazione delle azioni responsabili sia la conseguenza – e non la causa – di performance migliori: soltanto le imprese di dimensioni più elevate e con risorse a disposizione da impiegare in questa causa saranno in grado di combinare correttamente obiettivi economici e obiettivi sociali, con lo scopo di assolvere la cosiddetta responsabilità globale (Sciarelli 2011).

In conclusione, dunque, questo studio non è stato in grado di avvalorare le affermazioni dei sostenitori – né tantomeno dei critici – di un'associazione positiva tra responsabilità sociale e performance delle imprese: sembrerebbe proprio, limitatamente alle indagini fin qui effettuate, che prestazioni etiche ed economiche percorrano due strade parallele.

Limiti e future estensioni

Nei suoi limiti di indagine prettamente esplorativa, questo lavoro non è stato immune da imperfezioni e restrizioni. Esse, già delineate nello svolgimento dell'elaborato, possono rappresentare un punto di partenza per la realizzazione di nuove analisi più mirate e complete, aventi lo scopo di fornire un quadro generale più chiaro su un argomento che merita ancora di essere soggetto a delucidazioni.

In primo luogo, allo scopo di confutare o accordare con quanto sostenuto da Arlow e Gannon (1982), i quali ritengono che gli effetti della responsabilità sociale siano riscontrabili soltanto negli esercizi futuri, le analisi qui effettuate meritano di essere migliorate ed intensificate, analizzando soprattutto l'impatto che il livello di eticità delle imprese ha sulle performance delle stesse nei successivi n esercizi. Infatti, la maggior parte degli studi che considerano la relazione tra CSR e performance nel breve periodo sembrano evidenziare relazioni negative o addirittura neutre tra le due variabili. Soltanto nel lungo periodo tende ad emergere una relazione positiva tra le stesse (Poddi & Vergalli 2010).

Inoltre, come già evidenziato nel corso della trattazione, la numerosità del campione pone un freno non indifferente all'indagine effettuata. Tuttavia, Standard Ethics effettua la sua valutazione etica in riferimento soltanto alle imprese di alcuni paesi europei. Pertanto, prediligendo l'utilizzo di tale variabile per stimare il livello di eticità e pur comprendendo le imprese inglesi e svizzere che sono state invece precedentemente escluse dall'analisi, il campione potrebbe ad ogni modo non raggiungere una numerosità sufficiente.

Infine, lo stesso Standard Ethics Rating potrebbe simboleggiare un limite allo studio, non solo in quanto stima la sostenibilità delle imprese di pochi paesi europei, ma anche perché potrebbe non rappresentare una proxy corretta del livello di responsabilità sociale. Sarebbe opportuno appurare quest'ultima affermazione ripetendo le stesse analisi effettuate all'interno di questo elaborato utilizzando una variabile rappresentativa del livello di eticità differente, allo scopo di verificare se i risultati delle nuove indagini cambino o meno di significatività rispetto alle precedenti.

Concludendo, pare che la strada da percorrere per far luce su uno scenario complesso ed articolato come quello della Corporate Social Responsibility sia ancora lunga e tortuosa ma,

soffermandoci sulle intuizioni fin qui individuate, non ci resta che lasciare ad indagini future l'onere di fornire una rappresentazione più chiara di quest'attuale questione.

Bibliografia

- ARLOW, P. & GANNON, M.J., 1982. Social responsiveness, corporate structure, and economic performance. *Academy of Management Review*, 7 (2), pp. 235-241.
- ASEMAH, E.S., OKPANACHI, R.A. & EDEGOH, L.O., 2013. Business advantages of corporate social responsibility practice: A critical review. *New Media and Mass Communication*, 18, pp. 45-54.
- AUPPERLE, K.E., CARROLL, A.B. & HATFIELD, J.D., 1985. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of management Journal*, 28 (2), pp. 446-463.
- BARTH, R. & WOLFF, F., 2009. *Corporate Social Responsibility in Europe: Rhetoric and Realities*. Cheltenham: Edward Elgar.
- BECCHETTI, L. & FUCITO, L., 1999. *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche*. Università degli studi di Roma "Tor Vergata".
- BECCHETTI, L. & PIZZUTO, A., 2008. Responsabilità sociale d'impresa e performance: una scelta economicamente sostenibile? *Sociologia Del Lavoro*, (111), pp. 83-99.
- BERK, J. & DEMARZO, P., 2011. *Finanza aziendale I*. 2^a ed. Milano: Pearson.
- CASELLI, L., 2011. La responsabilità sociale dell'impresa tra democrazia e mercato. *Sinergie Italian Journal of Management*, (67), pp. 45-53.
- CLARKSON, M.B.E., 1995. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20 (1), pp. 92-117.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, 2001. *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*. Bruxelles, COM (2001) 366, finale.

COMMISSIONE EUROPEA, 2011a. *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*. Bruxelles, COM (2011) 681, finale.

CRIVELLARO, M., VECCHIATO, G. & SCALCO, F., 2012. *Sostenibilità e rischio greenwashing*. 1^a ed. Padova: libreriauniversitaria.it.

D'ORAZIO, E., 2003. Responsabilità sociale ed etica d'impresa. *Notizie di Politeia*, XIX (72), pp. 3-27.

EVAN, W.M. & FREEMAN, R.E., 1988. A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In: T.L. BEAUCHAMP & N.E. BOWIE, *Ethical Theory and Business*. Pennsylvania State University: Prentice Hall, pp. 97-106.

FAVOTTO, F., BOZZOLAN, S. & PARBONETTI, A., 2012. *Economia aziendale: modelli, misure, casi*. 3^a ed. Milano: McGraw-Hill.

FEHR, E. & FALK, A., 2002. Psychological foundations of incentives. *European Economic Review*, 46 (4), pp. 687-724.

FRIEDMAN, M., 1970. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*.

GALLINO, L., 2005. *L'impresa irresponsabile*. Torino: Einaudi.

IZZO, C., 2011. *La guida del Sole 24 Ore agli investimenti finanziari. Gli strumenti, i prodotti, i processi, i servizi. Caratteristiche e criteri di valutazione*. 2^a ed. Milano: Il Sole 24 Ore.

JONES, T.M., 1995. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20 (2), pp. 404-437.

LAZZARINI, G., 2006. *Etica e scenari di responsabilità sociale*. 1^a ed. Milano: Franco Angeli.

MCGUIRE, J.B., SUNDGREN, A. & SCHNEEWEIS, T., 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31 (4), pp. 854-872.

MCWILLIAMS, A. & SIEGEL, D., 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of management review*, 26 (1), pp. 117-127.

ORGANIZZAZIONE INTERNAZIONALE DEL LAVORO, 1998. *Dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e suoi seguiti*. Ginevra.

PERRINI, F. & TENCATI, A., 2011. La responsabilità sociale d'impresa: strategia per l'impresa relazionale e innovazione per la sostenibilità. *Sinergie Italian Journal of Management*, (77), pp. 23-43.

PODDI, L. & VERGALLI, S., 2010. La CSR paga? *Equilibri*, (2), pp. 246-254.

REGALLI, M., SOANA, M. & TAGLIAVINI, G., 2005. I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari. In: S. SIGNORI, G. RUSCONI and M. DORIGATTI, a cura di., *Etica e Finanza*. Milano: Franco Angeli, pp. 177-200.

ROSSI, F. & TURRINA, L., 2013. *Gli investimenti sostenibili e responsabili*. Working Paper n. 23, Università degli Studi di Verona, Dipartimento di Scienze Economiche.

RUBALTELLI, E., LOTTO, L., RITOV, I. & RUMIATI, R., 2015. Moral investing: Psychological motivations and implications. *Judgment and Decision Making*, 10 (1), pp. 64-75.

SCHUETH, S., 2003. Socially responsible investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43 (3), pp. 189-194.

SCIARELLI, S., 2011. L'ampliamento della responsabilità sociale dell'impresa. *Sinergie rivista di studi e ricerche*, (67), pp. 35-43.

SHIVA, V., 2004. *Le guerre dell'acqua*. Milano: Feltrinelli.

SIGNORI, S., 2006. *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*. Milano: Giuffrè.

TENUTA, P., 2009. *Indici e modelli di sostenibilità*. 1ª ed. Milano: Franco Angeli.

UNIONCAMERE, 2006. *La responsabilità sociale delle imprese e gli orientamenti dei consumatori*. 1^a ed. Milano: Franco Angeli.

VANDONE, D., 2003. *Il mercato italiano dei fondi di investimento socialmente responsabili*. Working Paper n. 17, Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Economia Politica e Aziendale.

WADDOCK, S.A. & GRAVES, S.B., 1997. The Corporate Social Performance - Financial Performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 303-319.

Sitografia

ANASF, 2010, *Manuale per Promotori Finanziari e Addetti alla Vendita di Prodotti Finanziari - La finanza sostenibile e l'investimento responsabile* [online]. Disponibile su: <http://www.anasf.it/download.php?id=59> [Data di accesso: 26/06/2017].

BORSA ITALIANA, 2007, *Che cos'è il rating etico?* [online]. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ratingetico.htm> [Data di accesso: 06/07/2017].

CALCATERRA, M., 2009. Investimenti, trasparenza ed eticità. *ARPA* [online], 3, p. 17. Disponibile su: https://www.arpae.it/documenti/arpavista/pdf2009n3/CalcaterraAR3_09.pdf [Data di accesso: 02/07/2017].

CAMERA DI COMMERCIO MILANO, 2014, *Gestione delle risorse ambientali* [online]. Disponibile su: <http://www.mi.camcom.it/gestione-delle-risorse-ambientali> [Data di accesso: 14/06/2017].

COMMISSIONE EUROPEA, 2011b, *Uso efficiente delle risorse - Imperativo per le imprese* [online]. Disponibile su: http://ec.europa.eu/environment/resource_efficiency/documents/factsheet_it.pdf [Data di accesso: 30/06/2017].

RUSCONI, G., 2007. Etica, responsabilità sociale d'impresa e coinvolgimento degli stakeholder. *Impresa Progetto - Electronic Journal of Management* [online], (1), pp. 1-24. Disponibile su: http://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/ip_1-07_saggio_rusconi.pdf [Data di accesso: 16/06/2017].

STANDARD ETHICS, 2015a, *Guide to Standard Ethics Rating – Essentials* [online]. Disponibile su: http://standardethicsrating.eu/media/com_finances/1_Sustainability_Rating_definitions_Guide_2015_1.pdf [Data di accesso 07/07/2017].

STANDARD ETHICS, 2015b, *Guide to Standard Ethics Scoring Model – Essentials* [online].

Disponibile su:

http://standardethicsrating.eu/media/com_finances/4_Scoring_Model_Guide_2015_1.pdf [Data di accesso: 27/07/2017].

Parole complessive: 13.710.