



**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**  
**AZIENDALE: UN'ANALISI EMPIRICA"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. FABRIZI MICHELE**

**LAUREANDO/A: NICOLA IAFRATE**

**MATRICOLA N. 1088845**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**

## “CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY E PERFORMANCE AZIENDALE: UN’ANALISI EMPIRICA”

### Introduzione

Negli ultimi anni le aziende hanno dovuto affrontare il tema della *Corporate Social Responsibility* con un crescente interesse a causa delle mutazioni del contesto sociale e ambientale. Successivamente alla crisi finanziaria ed economica del 2008, ogni organizzazione ha riscontrato una maggiore concorrenza su tutti i fronti che ha portato ad una selezione naturale delle aziende che sono riuscite a dimostrarsi più solide sul fronte finanziario e del vantaggio competitivo (*Population Ecology*, Hannan e Freeman, 1977; Teoria dell’adattamento, Nelson e Winter, 1982). Di conseguenza, una maggiore complessità del contesto macro economico e una crescente concorrenza hanno spinto le aziende a porre maggiore attenzione anche sul contenuto sociale e sulla gestione dell’ambiente per soddisfare allo stesso tempo il maggior numero di *stakeholder* (soprattutto i clienti e consumatori) e gli azionisti, cercando di operare nel modo più socialmente responsabile possibile, ma senza dimenticare la regola fondamentale della massimizzazione del profitto (condizione necessaria per un buon equilibrio economico). Ponendo un’attenzione crescente sulla sfera sociale, ambientale e di *governance*, le aziende sono state obbligate ad implementare un sistema integrato che tenesse conto di una più ampia osservazione della legge, che allo stesso tempo considerasse anche il beneficio globale della comunità e degli *stakeholder* in particolare (Rodriguez-Fernandez 2015).

Da una prima analisi della relazione tra la CSR e la performance economica associata, si possono notare numerose risultati divergenti. Alcuni ricercatori suggeriscono che dovrebbe esistere una relazione positiva tra la *disclosure* connessa alla *Corporate Social Performance* e la performance aziendale. In questo caso le aziende possono migliorare la loro reputazione attirando investitori e *stakeholder*, ottenendo anche una migliore performance finanziaria (Chen, 2015). Inoltre ulteriori ricerche hanno dimostrato che aziende con una CSR performance inferiore sono spesso associate con un inferiore valore di mercato e con un rischio maggiore (McGuire e al. 1988). Viceversa, un altro gruppo di studiosi suggeriscono che una strategia maggiormente orientata agli *stakeholder* e l’allocazione di maggiori risorse dirette alle attività di CSR comporterebbero un aumento dei costi operativi e di conseguenza del prezzo dei prodotti commercializzati, con un impatto negativo sulla competitività e sulla quota di mercato (Cornell e Shapiro 1987). Grazie ad altre analisi è possibile notare che non è possibile rifiutare una

relazione nulla indicando quindi che non esiste né una relazione positiva, né una relazione negativa.

Una ricerca del 2016 analizza la direzione della relazione tra CSR e la performance all'interno di numerosi studi, confermando nuovamente la diversa natura che assume la relazione in oggetto. Nello specifico conferma la possibile bi-direzionalità e l'esistenza di un insieme di fattori che influiscono sul collegamento tra CSR e performance (Mikolajek-Gocejna, 2016). Anche in questo caso gli studi che suggeriscono una relazione negativa evidenziano l'aumento di costi generati da una strategia altamente responsabile, che comporterebbe nuovamente una riduzione del vantaggio competitivo (Bragdon 1972, Ullmann 1985, Vance 1975). Altri studi indicano invece che questi costi possono essere potenzialmente compensati da alcuni benefici diretti ed indiretti come un aumento della reputazione grazie ad una migliore immagine pubblica, quindi un aumento della marginalità, un aumento del vantaggio competitivo, ecc. (Davis 1960, Parket e Eibert 1975, Campbell e Kamlani 1997, Nakamura 2015). Ad ogni modo, come anticipato prima, esistono numerosi studi che evidenziano una relazione non significativa tra la CSR e la performance economica (McWilliams e Siegel 2001, Crisòstomo 2011, Anderson e Frankel 1980). Nel dettaglio il 94% degli studi analizzati da Mikolajek-Gocejna (2016) dimostrano una correlazione non negativa tra la CSR e la performance economica. Tuttavia, in questo modo è possibile concludere che qualsiasi tipo di relazione non può essere confermata con facilità, invece sarebbe opportuno approfondire lo studio sul collegamento includendo ulteriori fattori che potrebbero influenzare la sua direzione. Anche Saeidi (2015) conclude che la relazione tra CSR e performance economica è più complicata di quanto possa sembrare. In accordo con quanto appena descritto risulta necessario approfondire lo studio manipolando alcune delle principali variabili al fine di individuare possibili tipi di comportamento della performance economica al variare dello *score Environmental Social Governance*<sup>1</sup> (ESG) associato alla *Corporate Social Responsibility*, della dimensione aziendale e del settore economico di appartenenza, ponendo quindi le seguenti domande: una maggiore dimensione aziendale permette l'impiego di maggiori risorse per le attività legate alla Responsabilità Sociale d'impresa e quindi portando ad una migliore reputazione e ad un maggiore vantaggio competitivo? Quale soglia di *rating* ESG consente di raggiungere i *benefit* diretti ed indiretti citati sopra? Inoltre, esiste un gruppo di settori in cui una strategia proattiva verso gli *stakeholder* potrebbe avere maggiore impatto sulla performance economica?

<sup>1</sup> Lo score ESG rappresenta il rating complessivo della valutazione *Environmental Social e Governance* ottenuto grazie alla piattaforma EIKON. Tale rating verrà introdotto più nel dettaglio all'interno del paragrafo 2.2.2 Le variabili indipendenti.

Di conseguenza, potrebbe essere necessaria un'ulteriore analisi per quantificare in modo più preciso l'esatto impatto di un forte *environmental management* e di un approccio orientato agli *stakeholder*, sotto una serie di circostanze. Sulla base di un'evidenza empirica, il vertice strategico potrebbe essere in possesso di una base su cui fondare le valutazioni sulla strategia da seguire e sul modo in cui potrebbe essere generato ulteriore vantaggio competitivo.

L'analisi è strutturata come segue: una prima sezione relativa all'"Analisi della letteratura" discute i principali approcci alla *stakeholder strategy* e descrive quali strategie, legate alla Responsabilità Sociale d'Impresa possono essere individuate a seconda del grado con cui le organizzazioni anticipano o reagiscono alle problematiche connesse alla CSR. Vengono presentati anche alcuni studi sulla relazione tra CSR e performance economica, oltre alla formulazione dell'ipotesi oggetto dello studio. Una seconda sezione espone la metodologia seguita, illustrando il modo in cui sono stati raccolti i dati relativi al campione e un'analisi preliminare sulle variabili (indipendenti, dipendenti e di controllo) presenti all'interno di questo studio, confermando alcune teorie economiche prevedibili dalla letteratura dimostrando anche un'iniziale coerenza dei dati. La sezione si chiude con la specificazione dei modelli di riferimento per tutta l'analisi. All'interno di "Analisi dei risultati" viene testata empiricamente l'ipotesi precedentemente formulata con l'aiuto dello stimatore OLS. L'analisi viene approfondita associando lo *score* CSR alle principali variabili di controllo in possesso per ottenere ulteriori risultati relativi al collegamento tra la *Corporate Social Responsibility* e i principali indicatori di performance economica (ROA e ROE). Lo studio si chiude con le conclusioni che seguono l'analisi empirica e vengono presentati i limiti legati al campione oltre ad alcuni suggerimenti per ulteriori analisi.

## Capitolo 1 Analisi della letteratura

### 1. La Stakeholder Strategy

L'interesse delle aziende ad operare responsabilmente deriva sostanzialmente dalla *stakeholder strategy*. Gli *stakeholder* vengono definiti come "titolari di fatto d'interessi d'impresa" (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, p. 172, 2012), di conseguenza si può far riferimento a soggetti titolari di potere d'influenza derivato dal controllo di specifiche risorse e quindi potenzialmente in grado di influenzare le decisioni aziendali e la redditività che ne deriva. Tuttavia, "portatori d'interesse" sono anche i soggetti influenzati dall'utilizzo delle risorse utilizzate nei processi aziendali anche se non direttamente coinvolti. Nell'ottica della *Stakeholder Strategy* e della CSR, ogni individuo (comunità, gruppi sociali e lavoratori) è portatore d'interesse nei confronti dell'utilizzo delle risorse sensibili come l'ambiente in generale (inquinamento, innovazione, produzione sostenibile), del rispetto dei diritti umani (sicurezza sul posto di lavoro, coerenza con i codici d'etica, ecc.) e della regolamentazione del mercato. In altre parole, è uno stakeholder qualsiasi individuo o gruppo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento di un obiettivo aziendale (Freeman, 1984).

Naturalmente, la differenza sostanziale tra la *Shareholder strategy* (che considera come principale portatore d'interesse l'azionista) e la *Stakeholder strategy* consiste nel numero di soggetti compresi all'interno del perimetro strategico dell'impresa. Ci si può aspettare quindi, che all'aumentare dei soggetti coinvolti, aumentino i costi connessi alla loro gestione, per questo motivo numerose teorie mirano a classificare gli *stakeholder* in diversi gruppi omogenei permettendo di ottenere una gestione delle relazioni più efficace che allo stesso tempo cerca di contenere i costi. A tal fine esistono gruppi di stakeholder classificati per l'ampiezza della definizione (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, 2012):

- definizione "allargata": individua tutti i portatori d'interesse in grado di influenzare o influenzati dall'impresa;
- definizione "ristretta": isola i soggetti che possiedono un'influenza diretta sul core business dell'azienda e sulla sua redditività.

All'aumentare dell'importanza assunta dalla *Stakeholder Strategy* si sono sviluppate altre teorie relative alla classificazione dei *stakeholder* e delle loro relazioni. Nel 1997 Mitchell, Agle e Wood, con la loro Teoria della Rilevanza, aiutano a spiegare come i manager procedono nella prioritizzazione delle relazioni, individuando i tre fattori che incidono sulla loro importanza:

- il potere degli *stakeholder* d'influenzare l'impresa (deriva dall'importanza delle risorse che ciascun gruppo apporta all'impresa);
- la legittimità delle aspettative di ciascun *stakeholder* (percezione che le relazioni siano desiderabili, appropriate e opportune);
- l'urgenza delle rivendicazioni (grado di attenzione richiesta)

La combinazione di questi fattori da origine ad una diversa classificazione dei soggetti, e ciascun gruppo trova una collocazione diversa all'interno di ogni singola impresa a seconda della diversa percezione che i manager esprimono relativamente ai tre attributi.

Da un punto di vista strategico, il complesso insieme delle relazioni con gli *stakeholder* può essere gestito ricorrendo a diverse opzioni (Carroll, 1979):

- strategia reattiva (formulando risposte ad hoc solo in risposta a stimoli esterni);
- strategia difensiva (con l'obiettivo di limitare i danni);
- strategia accomodante (interpretando e anticipando le avvisaglie che derivano dall'esterno);
- strategia proattiva (in cui l'interesse dello *stakeholder* viene considerato fattore chiave per il successo competitivo).

Naturalmente, all'interno del modello manageriale relativo alla teoria degli *stakeholder* possiamo individuare una visione dell'agire imprenditoriale legato all'etica e alla corretta amministrazione da cui deriva il concetto di *Corporate Social Responsibility* (o Responsabilità sociale d'impresa).

## 2. La Tripple Bottom Line e la Corporate Social Responsibility

Lo sviluppo che il macro-ambiente mondiale sta vivendo dal punto di vista economico e sociale richiede alle aziende di porre una maggiore attenzione sulle implicazioni legate all'impatto del loro agire sul contesto in cui esse operano. A livello globale si stanno amplificando tre divari fondamentali che caratterizzano il mondo contemporaneo e che impongono a istituzioni e imprese una concreta riflessione (Scott, 2003):

1. divario ecologico: fra il grado di sfruttamento delle risorse fisiche e naturali della terra e la disponibilità delle stesse;
2. divario di qualità della vita: fra il grado di soddisfacimento dei bisogni individuali e quello dei bisogni collettivi;
3. divario sociale, politico e strategico: fra ricchi e poveri.

Questo mutamento economico e sociale accresce notevolmente la sensibilità che le aziende devono porre nei confronti della sostenibilità con la necessità di intervenire attivamente sulla

riduzione di questi divari. Il concetto di sostenibilità viene direttamente ricondotto al concetto di sviluppo sostenibile con cui vengono considerati i tre pilastri fondamentali della sostenibilità. L'agire imprenditoriale viene quindi spinto da un perimetro di fattori più ampio che include sicuramente la sostenibilità d'impresa sia a livello strategico e sia a livello operativo, cioè l'orientamento da parte dell'impresa il cui fine è quello di perseguire i suoi obiettivi riducendo o eliminando l'impatto delle sue attività sull'ambiente e al contempo soddisfacendo le necessità dei suoi *stakeholder* attuali senza compromettere quelle degli *stakeholder* futuri (Van Marrewijk, 2003; Dyllick e Hockerts, 2002). Questo concetto riassume ottimamente l'interazione tra i tre pilastri fondamentali: quello economico, quello sociale e quello ambientale. La focalizzazione viene posta quindi sul perseguimento di obiettivi di integrità ambientale, equità sociale e prosperità economica (Bansal, 2005), in cui per integrità ambientale si fa riferimento all'efficace ed efficiente gestione delle risorse naturali e la loro conservazione per i *stakeholder* futuri (diminuzione delle emissioni, riduzione degli impatti, contributo al mantenimento e reintegrazione delle risorse naturali), con equità sociale invece si fa riferimento all'attenzione affinché tutti i membri abbiano accesso alle risorse e opportunità (buona cittadinanza d'impresa, condivisione delle risorse, integrazione con il territorio, attenzione alle persone), e con prosperità economica si indica la capacità di promuovere una ragionevole qualità di vita attraverso la capacità produttiva delle organizzazioni e degli individui della società (soddisfazione dei clienti, generazione di ricchezza, contributo allo sviluppo economico). Risulta chiaro che per seguire uno sviluppo sostenibile di questo tipo è necessario che la strategia aziendale si focalizzi su risultati di lungo periodo, tralasciando i possibili risultati che si potrebbero ottenere nel breve periodo.

Tale interpretazione della sostenibilità integra e ricomprende il concetto di *Corporate sociale responsibility*, concetto che oggi sembra convergere su posizioni assimilabili a quelle sopra citate in tema di sostenibilità (Molteni, 2004). La CSR è definita come l'impegno di un'organizzazione a comportarsi in un modo eticamente corretto e a contribuire allo sviluppo economico attraverso il miglioramento della qualità di vita dei lavoratori, delle loro famiglie, della comunità locale e della società in senso ampio (*World Business Council for Sustainable Development*). La CSR riguarda quindi anche comportamenti con i quali l'impresa risponde a ulteriori obblighi assunti rispetto a quelli espressamente previsti dalla legge. Tuttavia esistono vari atteggiamenti assunti sul tema della CSR che includono una diversa propensione alla considerazione degli interessi degli *stakeholder* (Mirvis e Goggins 2006).

L'approccio *laissez-faire* rappresenta il caso più vicino alla mera *shareholder strategy*, infatti l'impresa in questo caso ritiene sufficiente la creazione di ricchezza e la soddisfazione degli interessi degli azionisti, rispettando gli obblighi imposti dalla legge (es. pagare le tasse),

offrendo posti di lavoro, ma nulla di più, mantenendo quindi una strategia di tipo difensivo. Il management viene responsabilizzato solo a livello intermedio poiché non c'è un vero e proprio impegno da parte del top management, di conseguenza le relazioni che si vengono a creare con i *stakeholders* sono puramente unilaterali.

L'approccio *enlightened self-interest* individua nelle relazioni con i stakeholder un potenziale economico riconoscendo dei vantaggi di lungo periodo. Rimane al centro della strategia la soddisfazione degli azionisti, non si definiscono degli standard di responsabilità sociale sopra la media ma si utilizzano delle *best practice* che permettono all'organizzazione di agire secondo una strategia reattiva agli stimoli esterni.

L'approccio *forum for stakeholder interaction* pone gli interessi degli *stakeholder* al centro della strategia d'impresa, sottolineando l'impegno verso uno sviluppo sostenibile che comprende non solo la performance finanziaria ma tutti i suoi pilastri fondamentali, misurando quindi l'operato aziendale attraverso altri tipi di indicatori. Da ciò scaturisce la sensibilizzazione nell'instaurare delle relazioni di tipo collaborativo con ogni potenziale *stakeholder*, richiedendo un impegno forte di lungo periodo da parte del top management, spinto da una strategia di tipo proattivo.

L'approccio proiettato maggiormente verso una vera responsabilizzazione etica viene definito *shaper of society*, in quanto mette in secondo piano il risultato economico a favore della responsabilità sociale. In questo caso il vertice strategico responsabilizza ogni singolo soggetto ad operare cercando di cambiare le regole standard con cui si fa impresa, modificando le regole della società e includendo le aspettative di un numero sempre più ampio di individui. In sostanza la *mission* di queste aziende potrebbe essere definita come una sfida per cambiare le regole del gioco. Tuttavia per raggiungere tale livello di CSR si potrebbe rischiare di mettere in difficoltà la struttura finanziaria dell'impresa a causa dell'eccessivo livello di costi dovuti alle attività promozionali, di amministrazione e al tentativo di raggiungere standard di qualità mai raggiunti prima. Questo approccio visionario necessita di una vera strategia di tipo costitutivo che risulta difficilmente applicabile dalle aziende quotate, costrette ad inseguire costantemente risultati di breve periodo, tutt'altro che aziende a scopo di lucro come potrebbe sembrare delle organizzazioni nate con lo scopo di ridefinire la sostenibilità.

### 3. CSR e Performance aziendale

Naturalmente non tutte le aziende sono spinte da una vera e propria ideologia guidata dalla responsabilizzazione etica quando decidono di investire in attività indirizzate alla salvaguardia dell'ambiente o allo sviluppo sociale. Sempre più recentemente tutte le organizzazioni stanno



riconoscendo i possibili vantaggi che potrebbero derivare da una strategia più proattiva verso la CSR, ma soprattutto i rischi collegati che si potrebbero generare in caso di comportamenti avversi alla responsabilizzazione sociale. Chiaramente potrebbe esserci un legame positivo tra l'approccio *enlightened self-interest* e i risultati economico finanziari dell'impresa, soprattutto per aziende che operano in settori caratterizzati da un basso livello di innovazione o da pochi elementi di differenziazione (Hull e Rothenberg 2008). In virtù della maggiore importanza assunta dalla Responsabilità Sociale d'Impresa, negli ultimi anni gli investimenti indirizzati ad attività di tipo sostenibile sono aumentati incredibilmente, soprattutto in Europa e negli Stati Uniti. A questo punto risulta lecito chiedersi se possa essere remunerativo agire socialmente responsabilmente oppure se in realtà si verifica solamente un aumento di costi correlato alla crescita di questi SRI (*social responsible investment*). Il punto centrale è capire se la CSR porta davvero ad un aumento della reputazione, del vantaggio competitivo e quindi ad una migliore situazione economica. *"Does it really pay to be green?"* (King e Lenox, 2001). Il dilemma sul tema della CSR non è recente, infatti il concetto di CSR venne menzionato per la prima volta nel 1924 da Oliver Sheldon anche se la strategia era ancora troppo focalizzata sugli azionisti per poter diventare rilevante. Ogni successiva analisi sulla relazione tra la CSR e la performance aziendale sembra indicare una dei risultati misti o possibili bi-direzionalità (Mikolajek-Gogenja 2016). Numerosi studi indicano che la relazione positiva tra CSR e performance ha solo una base teorica, teoria messa in discussione da alcune analisi che mostrano una relazione negativa dovuta principalmente ai costi addizionali che mettono le aziende in una situazione di svantaggio competitivo rispetto alle aziende meno socialmente responsabili (Bragdon 1972, Ullmann 1985, Vance 1975). In questo caso andrebbe considerato anche l'impatto della velocità con cui si decide di pianificare una strategia eticamente responsabile, infatti a volte non è semplice implementare tecnologie di prevenzione dell'inquinamento, oppure infrastrutture e sistemi operativi *"green"*. Un impegno troppo accelerato potrebbe non permettere all'organizzazione di possedere il tempo sufficiente per sviluppare internamente le capacità e le risorse necessarie per riuscire ad adottare le *"best practice"* di settore associate all'*environmental management*. Allo stesso modo aumentare velocemente la sensibilità sociale della forza lavoro e incrementare la diversità potrebbe richiedere extra investimenti che affliggono pesantemente la redditività, soprattutto nel breve periodo, a causa del breve periodo in cui vengono concentrati gli investimenti e del lento periodo di recupero dei flussi di cassa investiti (Tang, Hull, Rothenberg 2012).

Altri studi hanno concluso che questi costi addizionali provocati dall'impegno verso l'agire eticamente responsabile sono ampiamente compensati da un ampio raggio di benefici diretti e indiretti (migliore reputazione, migliori margini, crescita delle vendite, ecc.), mostrando quindi

una relazione positiva tra la CSR e la performance aziendale (Davis 1960, Parket e Eibert 1975, Campbell e Kamlani 1997, Nakamura 2015). Anche programmi di CSR indirizzati verso i dipendenti, la comunità e la diversità sociale sembrano mostrare effetti positivi sui risultati aziendali, grazie all'aumento del coinvolgimento (*engagement*), dell'integrazione organizzativa e quindi della produttività (Waddock e Graves 1997; Inoue e Lee 2011). Anche in questo caso sarebbe fondamentale la durata degli investimenti e il periodo di recupero, infatti i benefici associati alla Corporate Social Responsibility potrebbero essere visibili solamente dopo qualche anno. Sarebbe pertanto una strategia prolungata a creare un vantaggio competitivo e una reputazione tale da generare maggiori benefici e una sostenibilità economica di lungo periodo, tuttavia la bassa redditività nel breve periodo potrebbe spingere le aziende ad abbandonare una strategia orientata agli stakeholder. In questo caso le istituzioni organizzative potrebbero giocare un ruolo cruciale per incentivare politiche orientate alla sostenibilità ambientale e sociale, grazie ad incentivi fiscali e a normative ad hoc (Lopez, Garcia, Rodriguez 2007).

Infine sono presenti ulteriori studi che illustrano una mancanza di correlazione nel collegamento tra CSR e performance, mostrando che i risultati economici e finanziari delle organizzazioni socialmente responsabili non sono così diversi da quelle meno coinvolte nella CSR.

#### 4. Le ipotesi di ricerca

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti ha messo in evidenza come la CSR possa avere un impatto sulla performance aziendale. Nello specifico questa attività può avere molteplici effetti: influisce sul Conto Economico dell'impresa sia a livello di costi (dovuti ai costi di gestione addizionali, di marketing, ecc.), sia a livello di ricavi (incremento delle vendite, maggiori margini, ecc.), tuttavia influisce anche sullo Stato Patrimoniale attraverso i maggiori investimenti in *asset* indirizzati all'aumento della sostenibilità aziendale, ad esempio per ridurre le emissioni, per ottenere certificazioni ISO, per migliorare le condizioni dell'ambiente di lavoro, ecc. In questa ricerca verrà quindi posta maggiore attenzione alle misure di performance che evidenziano il risultato economico in condizioni operative, rispecchiando le aree in cui l'attività di CSR risulta avere maggiore impatto.

L'obiettivo di questa analisi mira appunto ad illustrare il collegamento tra la *corporate social performance* e la redditività dell'azienda come anticipato sopra. In virtù dei risultati emersi da numerose precedenti analisi, la relazione non è sempre unidirezionale ma un importante numero di analisi evidenzia una relazione non sempre positiva (Bragdon 1972, Ullmann 1985, Vance

1975) oppure una mancanza di correlazione (McWilliams e Siegel 2001, Crisòstomo 2011, Anderson e Frankel 1980). Di conseguenza l'ipotesi di ricerca è la seguente:

*H0: Non esiste una relazione statisticamente significativa tra la CSR e la performance economica, quindi le aziende più socialmente responsabili non presentano risultati economici diversi da quelle meno impegnate in attività di responsabilità sociale*

L'ipotesi sopra citata potrebbe essere supportata dal fatto che i costi connessi alla gestione degli *stakeholder* secondo una strategia reattiva potrebbero essere compensati da un aumento dei ricavi, ma non sufficiente a determinare un incremento statisticamente significativo della redditività d'impresa. Più nel dettaglio, strategie mirate a sviluppare l'*engagement* verso la forza lavoro e la sensibilità della comunità richiedono costi e investimenti che sicuramente aumentano rispettivamente la produttività e il *markup* applicabile grazie ad una migliore reputazione, tuttavia non giustificano un notevole aumento di ricavi.

## Capitolo 2 Metodologia

### 1. Raccolta dei dati

La presente analisi ha l'obiettivo di definire l'esistenza e la direzione della relazione che potrebbe esistere tra la *Corporate Social Responsibility* e la performance aziendale, pertanto, oltre alla base teorica relativa alla *stakeholder strategy* e alla CSR, risulta essere necessaria la raccolta dei dati che possono spiegare questa relazione. In questo paragrafo viene spiegato il metodo di raccolta dei dati e la ragione per cui sono stati scelti.

Ogni dato presente in questa analisi è stato ricavato dalla piattaforma *Eikon*, dove sono state raccolte le misurazioni relative alla performance economica (ROA e ROE), alcuni indicatori finanziari (Totale Attività, D/E e P/B) e il rating ESG (*Environmental Social Governance*) relativo alla valutazione sulle attività di CSR. L'indicatore ESG è stato scelto come *proxy* del giudizio associato alla CSR poiché deriva da una valutazione esterna all'azienda, ottenuta attraverso degli *audit* annuali. In questo modo si evita di avere dei risultati distorti a causa della *disclosure* volontaria, come potrebbe accadere utilizzando i dati ricavati attraverso i GRI (*Global Reporting Initiative*) report, i quali rappresentano degli ottimi standard per la valutazione interna delle performance collegate alla sostenibilità aziendale, ma rimangono ad ogni modo sotto controllo dell'azienda stessa e quindi poco affidabili per l'analisi.

### 2. Il campione

Le aziende scelte per far parte del campione derivano dal gruppo di società che costituiscono uno dei più importanti indici di mercato: lo *S&P500* (Appendice 1 Elenco società presenti nel campione) Sono state selezionate casualmente 100 aziende in possesso di misurazioni complete (ad esempio: *Apple, Boeing, Cisco*, ecc.). L'utilizzo di queste imprese consente di avere una buona confidenza sulla bontà dei dati ma soprattutto ci permette di analizzare un ampio *range* di organizzazioni presenti a livello mondiale e appartenenti a diversi settori, ad esempio a quello industriale, finanziario, tecnologico, energetico, ecc. Per una maggiore consistenza dei dati le rilevazioni comprendono dati che vanno dal 2013 al 2015, in modo da poter tenere in considerazione anche l'effetto *trend* durante il tempo.

Tabella 1. Riassunto descrizione del campione

Variabili	Osservazioni	Media	Dev. Standard	Minimo	25% Perc.	Mediana	75% Perc.	Massimo
csr_score	300	7,003	1,929	2	6	7	8	11
ROA	300	0,093	0,102	-0,690	0,037	0,760	0,137	0,639
ROE	300	0,182	0,223	-1,275	0,090	0,153	0,247	2,216
D_E	300	1,107	1,221	0	0,335	0,81	1,285	6,810
P_B	300	4,317	3,976	0,690	2,205	3,305	5,295	47,930
TotAtt	300	37832,660	69961,460	446	6160,2	16942,5	38767,5	656560
size	300	9,767	1,217	6,099	8,726	9,738	10,565	13,395

## 1. Le variabili dipendenti

In questa analisi le uniche variabili dipendenti scelte per studiare la relazione tra la CSR e la performance aziendale sono rappresentate da due degli indici più importanti collegati alla performance economica: il ROA (*Return on Asset*) e il ROE (*Return on Equity*). Utilizzando entrambi gli indicatori si può verificare l'impatto della Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) sia sul reddito operativo, sia sul reddito d'esercizio, fornendo evidenza della relazione rispettivamente sulla gestione caratteristica e sulla gestione complessiva. Come si può vedere dalla Tabella 1 (Riassunto descrizione del campione), il ROA presenta una distribuzione sbilanciata verso destra, assumendo prevalentemente valori che vanno da 0,08 a 0,10. Il ROE assume una distribuzione simile ma con una maggiore deviazione standard dovuta alla presenza di alcuni *outlier*. Le due distribuzioni risultano essere coerenti con ciò che ci si può aspettare dalla letteratura, infatti si può notare una notevole correlazione dovuta all'influenza del ROA sul ROE (vedi Tabella 2 Matrice di correlazione tra le principali variabili). Ad ogni modo, il ROA verrà ritenuto l'indicatore principale di riferimento per valutare la relazione esistente tra Corporate Social Responsibility e performance economica, poiché potrebbe esistere una maggiore correlazione tra sostenibilità e costi e ricavi legati alla gestione operativa, escludendo pertanto gli effetti dovuti al livello d'indebitamento e alla gestione tributaria.

## 2. Le variabili indipendenti

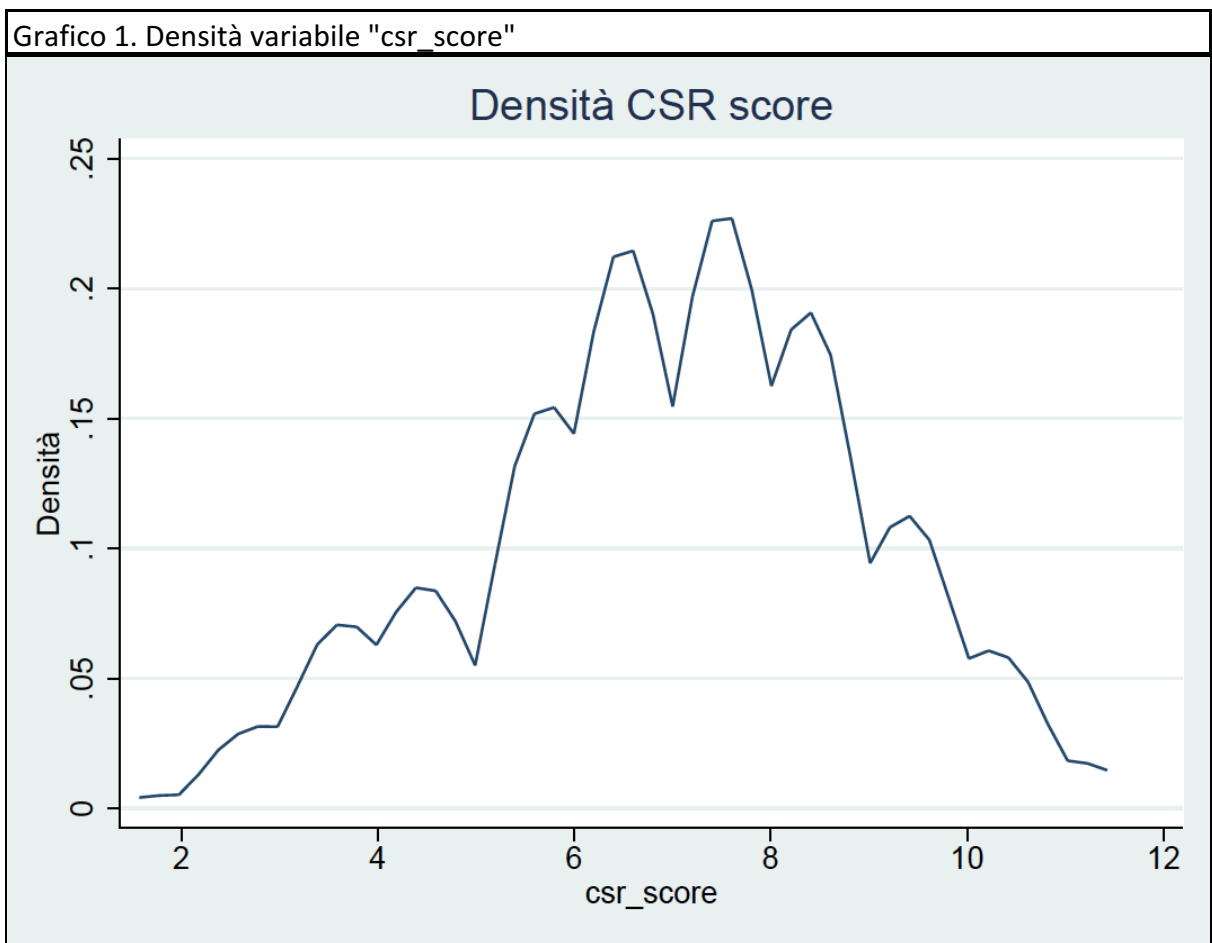
La variabile principale all'interno di questo studio è rappresentata dalla "*csr\_score*". Essa rappresenta il *rating Environmental Social Governance* (ESG) di ogni singola azienda nel periodo che va dal 2013 al 2015. Come anticipato sopra all'interno dell'indicatore ESG si riflettono le valutazioni esterne riguardanti le attività eticamente sensibili riguardanti l'ambiente, la *governance* e la sfera sociale con cui l'impresa si relaziona all'interno del macro ambiente. Più nello specifico all'interno di ogni macro voce si possono trovare svariate misure

di valutazione che esprimono la qualità della strategia aziendale nei termini della responsabilità sociale. Questi indicatori possono essere espressi sotto forma di numero (in \$) oppure attraverso una valutazione "Vero o Falso" che indica la presenza della voce in questione. All'interno della valutazione riguardante l'impatto ambientale vengono compresi tutti gli indicatori che fanno riferimento alla qualità dell'uso delle risorse, al livello di emissioni, e all'innovazione collegata alla ricerca di soluzioni a minor impatto energetico. In questa fase viene valutata la capacità di rispettare le politiche ambientali riguardanti l'uso efficiente delle risorse idriche ed energetiche, l'uso di un *packaging eco-friendly*, la presenza di un *environment management team* oppure ad esempio la presenza di *green buildings*. Dal lato emissioni vengono presi in considerazione gli indicatori connessi all'ammontare di emissioni CO<sub>2</sub> o di rifiuti e agli investimenti in iniziative ambientali ad essi collegati. Lo studio del grado di innovatività viene svolto sulla base di indicatori (soprattutto True o False) collegati alla presenza di *Eco-designed products*, all'inquinamento rumoroso degli stessi, all'utilizzo dell'energia nucleare oppure all'esistenza di prodotti alimentari OGM, nonché all'attività di *testing* sugli animali. Dal punto di vista sociale invece viene valutato il benessere della forza lavoro, il rispetto dei diritti umani, l'impatto sulla *community* in generale e infine la *product responsibility*. Oltre ai principali indici connessi alla gestione delle risorse umane come il *salar gap*, la creazione di occupazione e la quota di donne sulla forza lavoro totale, vengono valutate anche le opportunità di carriera, la sicurezza, le politiche di sviluppo, diversità e salute. Il rispetto dei diritti umani invece si riassume sul rispetto delle politiche di sfruttamento del lavoro minorile e dei diritti umani in generale. L'impatto sulla comunità in senso ampio viene considerato attraverso la valutazione delle donazioni totali, della bontà della concorrenza, del coinvolgimento della *community*, del possesso di strumenti relativi al miglioramento della responsabilità etica e di premi collegati alla CSR. La sicurezza del prodotto, l'utilizzo di attività di marketing responsabile, il commercio di prodotti a base di *alcohol*, tabacco oppure riguardanti il settore delle armi, nonché di prodotti che presentano un rischio connesso all'obesità sono esempi di indicatori che giudicano la *product responsibility*. Infine l'ultima area oggetto della valutazione è costituita da tutte le caratteristiche connesse alla *governance* aziendale, di conseguenza collegate al management, ai *shareholders* e alla *CSR strategy*. Gli indicatori che si soffermano sulla qualità del management sono molteplici, tuttavia i più importanti sono costituiti dall'ampiezza, dalla struttura e dalle competenze del *board*, nonché dalla presenza di manager indipendenti oppure di donne. Viene considerata sicuramente anche la remunerazione totale dei *board member* e le iniziative collegate alla *sustainability compensation*. Nell'ambito degli *shareholder* l'analisi si riassume sul controllo del rispetto delle politiche di voto e di pagamento degli azionisti. La voce più importante della ricerca viene valutata invece attraverso la presenza di un organo

responsabile dell'attività di CSR, il grado di coinvolgimento degli *stakeholder*, l'attività di CSR reporting, l'utilizzo delle GRI *guidelines* e l'anno dell'ultimo aggiornamento.

All'interno della presente analisi la valutazione della CSR non viene divisa per le aree come sopra divise ma si mantiene un *rating* unico per studiare la relazione complessiva che la responsabilità sociale può avere sulla performance globale dell'azienda. Nello specifico la variabile "csr\_score" presenta valori che vanno da "D+" a "A+" (nessuno presenta valori inferiori a "D+").

Come si può notare dal Grafico 1 (*Densità variabile "csr\_score"*) e dalla Tabella 1 (Riassunto descrizione del campione), la variabile "csr\_score" si distribuisce in modo abbastanza omogeneo (Dev. St. 1,929) attorno a valori che vanno da "B-" a "A-" (cioè da 6 a 9). Tuttavia un discreto numero di osservazioni (circa 60) presenta giudizi di almeno "A-", e solo 7 presentano un "A+". In generale il Grafico 1 mostra una leggera asimmetria verso destra generata dalla presenza di un numero maggiore di osservazioni con valutazione tendenzialmente positiva.



### 3. Le variabili di controllo

Le variabili di controllo utilizzate nella presente analisi sono costituite dai principali indicatori che possono spiegare le caratteristiche dimensionali, organizzative, commerciali e finanziarie di ogni azienda. La dimensione organizzativa è rappresentata dal Totale Attivo, il quale viene espresso in logaritmo attraverso la variabile "size" per ottenere dei valori continui. La struttura finanziaria viene espressa attraverso l'indice D/E che esprime il livello di indebitamento di ogni impresa. Un elevato livello di indebitamento avrà ripercussione sul reddito d'esercizio a causa degli oneri finanziari che peggiorano la redditività e quindi il ROE. Per costruzione, il ROA invece non sarà direttamente influenzato dalla struttura finanziaria. Il *Price to Book value* è un indicatore che mette a confronto il valore di mercato dell'azienda con il valore contabile, esprimendo le potenzialità future di reddito e il grado innovazione. Infine per catturare l'effetto *trend* sul ROE e il ROA verranno inserite nell'analisi anche le variabili relative all'anno.

La Tabella 2 (Matrice di correlazione tra le principali variabili) fornisce evidenza di ulteriori risultati che vale la pena citare. Come si può notare da un primo sguardo il ROA è associato negativamente alla variabile "csr\_score", mentre il ROE sembra non essere correlato a quest'ultima variabile escludendo quindi l'impatto della Corporate Social Responsibility sulla gestione complessiva aziendale. Un altro valore che necessita di una spiegazione è rappresentato dalla correlazione positiva presente tra il livello di indebitamento (D/E) e il ROE, infatti i due valori dovrebbero essere negativamente correlati a causa degli oneri finanziari. Anche un elevato valore di mercato (che dipende dalla redditività futura) è correlato positivamente con il livello di indebitamento, inoltre potrebbe essere possibile affermare che un elevato debito sia finalizzato a finanziare una maggiore dimensione organizzativa (correlazione positiva tra "size" e "D\_E", tuttavia, come ci si può aspettare, una maggiore dimensione organizzativa non comporta necessariamente una maggiore performance economica, infatti la variabile "size" è negativamente correlata con le variabili ROA, ROE e "P\_B". Di conseguenza con una semplice analisi della correlazione tra le variabili in questione non è possibile identificare una dinamica precisa. L'analisi verrà quindi proseguita utilizzando il Metodo dei minimi quadrati (OLS, *Ordinary Least Squares*) che permette di trovare la funzione che meglio avvicina il più possibile all'insieme dei dati.



Tabella 2. Matrice di correlazione tra le principali variabili

Variabili	csr_score	ROA	ROE	D_E	P_B	size
csr_score	1					
ROA	-0,0833	1				
ROE	0,0082	0,5677	1			
D_E	-0,0228	-0,2958	0,1042	1		
P_B	-0,1079	0,3168	0,3852	0,2394	1	
size	0,4251	-0,2359	-0,0179	0,2120	-0,1697	1

### 3. Specificazione del modello

Per ottenere evidenza della relazione esistente tra la CSR e la performance economica sono proposti i due seguenti modelli di riferimento rispettivamente per l'associazione con ROA e ROE:

$$ROA = \alpha + \beta_1 csr\_score + \beta_2 size + \beta_3 D\_E + \beta_4 P\_B + \beta_5 dummy\_anno1 + \beta_6 dummy\_anno2 + \beta_7 dummy\_anno3$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 csr\_score + \beta_2 size + \beta_3 D\_E + \beta_4 P\_B + \beta_5 dummy\_anno1 + \beta_6 dummy\_anno2 + \beta_7 dummy\_anno3$$

Il coefficiente  $B_1$  rappresenta il punto focale dell'analisi empirica: un valore positivo potrebbe dimostrare l'esistenza di una relazione positiva tra le variabili in oggetto, suggerendo che un incremento della attività sociale, ma soprattutto del *rating* ESG ottenuto, causerebbe un aumento degli indici di redditività; una relazione negativa invece sottolineerebbe l'aumento di costi che la responsabilità sociale d'impresa implica per soddisfare le esigenze degli *stakeholder*. Per una maggiore interpretazione dei risultati verranno create ulteriori variabili per studiare diverse specificazioni, utili a comprendere i fenomeni connessi agli SRI e alla performance economica. Inoltre tutte le variabili continue sono state "winsorizzate" al primo e al novantanovesimo percentile per eliminare gli *outlier*. Per una maggiore comprensione di seguito vengono rappresentate alcune descrizioni delle principali variabili d'interazione utilizzate all'interno dei modelli statistici che permettono di studiare più nel dettaglio la relazione tra *Corporate Social Responsibility* e performance aziendale.

csr\_size = csr\_score × size

Interazione tra il *rating* ESG e la dimensione organizzativa espressa come logaritmo di "TotAtt". Utile

per approfondire l'analisi relativa all'impatto della dimensione sulla relazione che può esistere tra CSR e performance.

csr_aplus (da csr_score)	Rappresenta una variabile 0/1, in cui valore 1 viene collegato ad una valutazione A+. Utile per individuare un possibile effetto soglia del <i>rating</i> ESG.
csr_A (da csr_score)	Rappresenta una variabile 0/1, in cui valore 1 viene collegato ad una valutazione di almeno A-. Utile per individuare un possibile effetto soglia del <i>rating</i> ESG.
csr_SectSens = csr_score × SectSens	Interazione tra il <i>rating</i> ESG e il settore di appartenenza dell'azienda. la variabile <i>SectSens</i> assume valori 0/1 dove 1 rappresenta i settori ritenuti sensibili dal punto di vista della CSR, di conseguenza i settori che assumo valore 1 sono: <i>Consumer Cyclical</i> s, <i>Consumer non cyclical</i> s, <i>Energy</i> , <i>Healthcare</i> , <i>Industrials</i> , <i>Technology</i> e <i>Utilities</i> ; i settori che assumono valore 0 sono <i>Basic materials</i> , <i>Financials</i> e <i>Telecommunications Services</i> .

## Capitolo 3 Analisi dei risultati

### 1. CSR score e performance economica

In relazione all'ipotesi H0 formulata sopra è stata svolta la seguente analisi (Tabella 3 Regressione CSR score e performance economica) per studiare la relazione esistente tra la CSR e la performance economica su entrambe le variabili dipendenti (ROA e ROE).

L'analisi rappresentata sopra evidenzia una mancanza di relazione tra la CSR e la performance economica, su entrambe le variabili di redditività, in accordo con l'ipotesi H0. Infatti le statistiche test sono rispettivamente uguali a 0,98 e 1,87, pertanto non è possibile escludere che il coefficiente associato alla variabile "csr\_score" sia statisticamente diverso da zero. Ciò suggerisce quindi che un aumento dell'impegno nelle attività associate alla responsabilità sociale non generino un effetto, né negativo né positivo sulla redditività aziendale, coerentemente con gli studi di McWilliams e Siegel (2001), Crisòstomo (2011), e Anderson e Frankel (1980). Tutti gli altri coefficienti sembrano essere in linea con la teoria economica sulla performance aziendale: ad esempio l'aumento dell'indebitamento influisce negativamente sulla

performance, mentre un alto valore di mercato è associato ad una maggiore redditività. Infine i valori associati alla variabile *dummy* associata all'anno 2015 vengono omessi a causa della collinearità presente tra le variabili di controllo relative all'anno dell'osservazione (lo stesso vale per tutte le seguenti regressioni in cui sono presenti le stesse variabili).

Tabella 3. Regressione CSR score e performance economica

	ROA			ROE		
	OBS.	=	300	OBS.	=	300
<i>F stat (6, 293)</i>	=		13,26	<i>F stat (6, 293)</i>	=	8,10
<i>Prob &gt; F stat</i>	=		0,0000	<i>Prob &gt; F stat</i>	=	0,0000
<i>R<sup>2</sup></i>	=		0,3429	<i>R<sup>2</sup></i>	=	0,3031
Variabili	Coefficiente	Std. Err.	t	Coefficiente	Std. Err.	t
<i>cons</i>	0,1369	0,0499	2,75*	0,0195	0,0834	0,23
<i>csr_score</i>	0,0021	0,0022	0,98	0,0068	0,0037	1,87
<i>size</i>	-0,0087	0,0049	-1,77	0,0024	0,0085	-0,28
<i>D_E</i>	-0,0258	0,0039	-6,56*	0,0126	0,0087	1,40
<i>P_B</i>	0,0120	0,0025	4,76*	0,0278	0,0056	4,94*
<i>dummy_anno1</i>	0,0078	0,0100	0,78	0,0278	0,0206	1,11
<i>dummy_anno2</i>	0,0065	0,0098	0,66	0,0036	0,0192	0,19
<i>dummy_anno3</i>	-	-	-	-	-	-

\*P-value &lt; 0.05

Fonte: Stata - elaborazione personale

## 2. CSR, dimensione organizzativa e performance economica

Tuttavia per approfondire la relazione in oggetto è stata svolta una seconda regressione (Tabella 4 Regressione CSR size e performance economica) per valutare l'impatto della dimensione organizzativa sul coefficiente  $\beta_1$  connesso alla "*csr\_score*".

Tabella 4. Regressione CSR size e performance economica

	ROA			ROE		
	OBS	=	300	OBS	=	300
<i>F stat (7, 292)</i>	=		14,40	<i>F stat (7, 292)</i>	=	9,07
<i>Prob &gt; F stat</i>	=		0,0000	<i>Prob &gt; F stat</i>	=	0,0000
<i>R<sup>2</sup></i>	=		0,3721	<i>R<sup>2</sup></i>	=	0,3082
Variabili	Coefficiente	Std. Err.	t	Coefficiente	Std. Err.	t
<i>cons</i>	0,5802	0,1801	3,22*	0,3803	0,3068	1,24
<i>csr_score</i>	-0,0584	0,0214	-2,71*	0,0421	0,0355	-1,18
<i>csr_size</i>	0,0063	0,0022	2,87*	0,0402	0,0320	-1,26
<i>size</i>	-0,0553	0,0183	-3,02*	0,0051	0,0037	1,36
<i>D_E</i>	-0,0239	0,0039	-6,11*	0,0141	0,0090	1,57
<i>P_B</i>	0,0110	0,0024	4,50*	0,0269	0,0057	4,72*
<i>dummy_anno1</i>	0,0068	0,0097	0,69	0,0219	0,0205	1,07
<i>dummy_anno2</i>	0,0069	0,0095	0,73	0,0040	0,0192	0,21
<i>dummy_anno3</i>	-	-	-	-	-	-

\*P-value &lt; 0.05

Fonte: Stata - elaborazione personale

La regressione presente all'interno della Tabella 4, grazie all'utilizzo della variabile d'interazione "csr\_size" e ad una diversa specificazione del modello, possiede un valore R<sup>2</sup> maggiore e pari a rispettivamente 37,21% e 30,82% per gli indici ROA e ROE, pertanto la regressione spiega in modo migliore la variabilità della variabile indipendente. Inoltre la maggior parte delle variabili presenti nella regressione su ROA risultano essere statisticamente significative ("csr\_score", "csr\_size", "size", "D\_E", "P\_B"), tuttavia lo stesso non vale per le variabili presenti sulla regressione su ROE, dimostrando che la CSR ha effetto sulla redditività operativa dell'azienda e non su quella globale (come prevedibile dalla letteratura). Questi risultati dimostrano che al crescere della dimensione organizzativa aziendale aumenta anche l'effetto della CSR sulla performance aziendale, evidenziando quindi un'importante relazione tra le variabili in oggetto, contrariamente anche all'ipotesi H0 precedentemente formulata.

### 3. CSR "A" score e performance

In questo paragrafo sposteremo il focus dalla dimensione organizzativa al CSR score per analizzare possibili effetti soglia sul rating ESG ottenuto dalle aziende, provando a verificare se i risultati ottenuti nella regressione 1 utilizzando la variabile "csr\_score" sono confermati per qualsiasi giudizio ottenuto oppure se è possibile rigettare l'ipotesi H0 per score eccellenti del rating ESG.

	ROA			ROE		
	OBS	=	300	OBS	=	300
F stat (6, 253)	=		12,74	F stat (6, 253)	=	8,45
Prob > F stat	=		0,0000	Prob > F stat	=	0,0000
R <sup>2</sup>	=		0,3423	R <sup>2</sup>	=	0,3022
Variabili	Coefficiente	Std. Err.	t	Coefficiente	Std. Err.	t
cons	0,1467	0,0556	2,64*	0,0534	0,0955	0,56
csr_a	0,0081	0,0108	0,75	0,0284	0,0206	1,38
size	-0,0082	0,0053	-1,56	-0,0013	0,0093	-0,14
D_E	-0,0256	0,0041	-6,20*	0,0134	0,0091	1,48
P_B	0,0118	0,0026	4,60*	0,0273	0,0056	4,83*
dummy_anno1	0,0067	0,0101	0,67	0,0194	0,0205	0,94
dummy_anno2	0,0061	0,0097	0,62	0,0025	0,0193	0,13
dummy_anno3	-	-	-	-	-	-

\*P-value < 0.05

Fonte: Stata - elaborazione personale

La prima analisi (Tabella 5) utilizza la variabile “*csr\_a*” costruita come descritto sopra (vedi 2.3 Specificazione del modello). Ancora una volta le regressioni su ROA e ROE presentano caratteristiche analoghe a quelle sopra descritte, per quanto riguarda la statistica  $R^2$  e la significatività dei coefficienti. Tuttavia in questo caso anche il coefficiente associato alla variabile “*csr\_a*” risulta essere non statisticamente significativo (statistica test uguale a 0,75 e *p-value* maggiore di 0,05), pertanto non è possibile dichiarare con certezza che sia diverso da zero. Ciò che possiamo dedurre dall’ultima regressione (Tabella 5 CSR Score A e performance economica) è che un *rating* di almeno “A-” non è sufficiente per determinare un miglioramento della reputazione tale da generare un importante aumento dei ricavi e della performance economica, confermando quindi nuovamente l’ipotesi  $H_0$ .

A questo punto proviamo a verificare lo stesso effetto soglia per un *rating* massimo associato ad uno *score* di “A+” (Tabella 6).

Come illustrato sopra, sostituendo la variabile “*csr\_aplus*” alla variabile “*csr\_a*”, la statistica  $R^2$  migliora leggermente per quanto riguarda la regressione sul ROA, mentre rimane quasi la stessa per la regressione sul ROE. Ad ogni modo i risultati più interessanti sono relativi ai valori che assume la statistica test e alla significatività del coefficiente della variabile indipendente, infatti una statistica test pari a 3,62 è sicuramente sufficiente per concludere che il coefficiente è statisticamente significativo e diverso da zero (*p-value* minore di 0,05). Da questo si può stabilire che un approccio *shaper of society*, seguito da importanti SRI diretti a raggiungere uno *score* massimo (A+) è associato ad un aumento della reputazione aziendale, della produttività, dell’*engagement* della forza lavoro, del vantaggio competitivo e quindi ad un maggiore potere di mercato che può essere sfruttato per praticare prezzi con margini maggiori incrementando notevolmente i relativi ricavi con la possibilità di coprire i costi connessi a questo tipo di approccio alla RSI e di migliorare anche la performance aziendale operativa (ROA). Lo stesso non si può dire per il ROE, poiché i coefficienti non sono statisticamente significativi, confermando quindi che la CSR ha un impatto esclusivo sulla gestione operativa e risulta impossibile distinguere lo stesso effetto sulla gestione aziendale complessiva. Ad ogni modo l’analisi potrebbe evidenziare una relazione non lineare che implicherebbe un ritorno non immediato degli investimenti di CSR, ritorno che sarebbe visibile solo dopo una determinata soglia di CSR raggiunta (*score* A+), confermando quindi che l’incremento della *Corporate Social Performance* è costosa e richiede un’importante quota di investimenti e risorse. Tuttavia il raggiungimento di un *rating* massimo permetterebbe di causare un impatto positivo sulla comunità (Nollet, Filis e Mitrokostas 2016).

Tabella 6. CSR Score A+ e performance economica

	ROA			ROE		
	OBS	=	300	OBS	=	300
	<i>F stat (6, 253)</i>	=	19,63	<i>F stat (6, 253)</i>	=	8,09
	<i>Prob &gt; F stat</i>	=	0,0000	<i>Prob &gt; F stat</i>	=	0,0000
	<i>R<sup>2</sup></i>	=	0,3547	<i>R<sup>2</sup></i>	=	0,3002
Variabili	Coefficiente	Std. Err.	t	Coefficiente	Std. Err.	t
<i>cons</i>	0,1474	0,0502	2,94*	0,0310	0,0854	0,36
<i>csr_aplus</i>	0,0645	0,0178	3,62*	0,0534	0,0416	1,28
<i>size</i>	-0,0082	0,0046	-1,79	0,0017	0,0078	0,21
<i>D_E</i>	-0,0253	0,0038	-6,56*	0,0120	0,0088	1,36
<i>P_B</i>	0,0117	0,0025	4,64*	0,0274	0,0057	4,81*
<i>dummy_anno1</i>	0,0072	0,0099	0,73	0,0200	0,0205	0,98
<i>dummy_anno2</i>	0,0060	0,0096	0,63	0,0006	0,0190	0,04
<i>dummy_anno3</i>	-	-	-	-	-	-

\*P-value < 0.05

Fonte: Stata - elaborazione personale

#### 4. CSR e Settore Economico

L'ultima analisi svolta per approfondire l'ipotesi H0 precedentemente formulata comprende uno studio della possibile associazione tra il settore di appartenenza e l'influenza del *rating* ESG relativo all'attività di *corporate social responsibility* (Tabella 7. CSR, settore economico e performance economica).

La regressione presente all'interno della Tabella 7 (sotto) evidenzia che l'appartenenza ai settori giudicati sensibili dal punto di vista della responsabilità sociale (vedi sopra variabile *SectSens*) potrebbe non avere un impatto sull'intensità con cui la CSR è associata alla performance economica, infatti il coefficiente connesso alla variabile "*csr\_sectorsens*" presenta un valore della statistica test uguale a 0,22 per quanto riguarda l'analisi sul ROA, e -0,24 per il ROE

Tabella 7. CSR, settore economico e performance economica

	ROA			ROE		
	OBS	=	300	OBS	=	300
<i>F stat (8, 291)</i>	=		13,26	<i>F stat (8, 291)</i>	=	14,44
<i>Prob &gt; F stat</i>	=		0,0000	<i>Prob &gt; F stat</i>	=	0,0000
<i>R<sup>2</sup></i>	=		0,3818	<i>R<sup>2</sup></i>	=	0,3549
Variabili	Coefficiente	Std. Err.	t	Coefficiente	Std. Err.	t
<i>cons</i>	0,1234	0,0478	2,58*	0,0187	0,0776	-0,24
<i>csr_sectsens</i>	0,0003	0,0014	0,22	-0,0010	0,0023	-0,43
<i>csr_score</i>	0,0001	0,0025	0,08	0,0034	0,0044	0,79
<i>sector_sens</i>	0,0398	0,0093	4,27*	0,0957	0,0179	5,34*
<i>size</i>	-0,0089	0,0048	-1,86	-0,0026	0,0080	-0,32
<i>D_E</i>	-0,0233	0,0040	-5,90*	0,0188	0,0088	2,13
<i>P_B</i>	0,0109	0,0025	4,28*	0,0251	0,0056	4,46
<i>dummy_anno1</i>	0,0067	0,0097	0,69	0,0205	0,0198	1,03
<i>dummy_anno2</i>	0,0056	0,0095	0,59	0,0018	0,0183	0,10
<i>dummy_anno3</i>	-	-	-	-	-	-

\*P-value &lt; 0.05

Fonte: Stata - elaborazione personale

Di conseguenza, perseguire una strategia reattiva all'interno di settori prevalentemente industriali oppure sensibili per quanto riguarda la reputazione verso il consumatore, potrebbe non significare un reale miglioramento della performance economica, poiché il coefficiente collegato alla variabile "*csr\_sectsens*" risulta non essere statisticamente significativo, anche se positivamente correlato alla redditività aziendale. Lo stesso avviene quindi per le aziende che appartengono a settori per cui non vale la stessa logica. Pertanto anche in questo caso e sotto tali condizioni potrebbe essere accettata l'ipotesi H0 escludendo la presenza di un "effetto settore" sulla relazione tra CSR e performance economica. Tuttavia bisogna sottolineare che questo risultato dipende dalla classificazione settoriale del campione e descritta sopra (vedi 2.3 Specificazione del modello), pertanto lo stesso risultato potrebbe non essere confermato per una diversa classificazione settoriale.

## Conclusioni

La presente analisi propone un primo modello teorico che espone il collegamento che esiste tra un crescente orientamento strategico verso gli *stakeholder* e le implicazioni economiche che ne derivano, nello specifico uno sicuro incremento dei costi operativi e un probabile aumento dei ricavi generato da una migliore reputazione (Saeidi e al. 2015) e da un maggiore vantaggio competitivo legato anche ad un uso più efficiente delle risorse, sia energetiche e sia collegate ai fattori produttivi.

Usando i dati relativi alla performance economica e i rating *ESG* ricavati dalla piattaforma *EIKON* per un campione di aziende appartenenti all'indice *S&P500* per il periodo dal 2013 al 2015, questo studio si pone l'obiettivo di analizzare la relazione che lega la *Corporate Sociale Responsibility* alla performance economica. Più nel dettaglio quest'ultima viene valutata attraverso due dei più importanti indici di redditività: il ROA e il ROE. Il *rating* globale della *CSR* aziendale espresso attraverso l'*ESG* non consente di disaggregare l'effetto di ogni singola componente (*environmental, social, governance*) relativa alla responsabilità sociale e inoltre non possiede un'assoluta certezza sulla precisione dell'attuale performance connessa alla *CSR* (Lopatta e al. 2017). Tuttavia un indice complessivo permette una valutazione più completa dell'*environmental performance* e dell'orientamento sociale dell'impresa cogliendo quindi non solo indicatori relativi al volume di emissioni o al grado di efficienza ma anche tutti gli eventi straordinari con impatto ambientale critico (come perdite d'olio o rilascio di gas tossici).

I risultati inizialmente sembrano accettare l'ipotesi formulata a seguito della revisione della letteratura, evidenziando quindi una mancanza di relazione tra la *Corporate Social Responsibility* e la performance economica, né negativamente e né positivamente, suggerendo pertanto che gli investimenti socialmente responsabili (SRI), nonostante permettano un miglioramento del rating *ESG*, non generano un aumento della redditività tale da migliorare significativamente la performance economica.

Analisi aggiuntive sullo stesso campione di aziende, utilizzando alcune manipolazioni delle variabili indipendenti e delle variabili di controllo hanno evidenziato ulteriori importanti risultati collegati all'impatto della dimensione organizzativa, del livello di score ottenuto e del settore economico di appartenenza.

Lo studio della performance economica collegato all'interazione tra la dimensione organizzativa e lo *score* *CSR* ha fornito evidenza che quest'ultimo ha un effetto positivo crescente all'aumentare dell'Attivo Patrimoniale. Più precisamente al crescere della dimensione organizzativa aziendale aumenta anche l'effetto della *CSR* sulla performance aziendale.



Un altro risultato importante emerge dallo studio sullo score ottenuto, infatti altre regressioni forniscono evidenza che il collegamento tra *Corporate Social Responsibility* non è nullo per ogni rating ESG ottenuto, ma più precisamente uno score di "A+" permetterebbe di influenzare il vantaggio competitivo e la reputazione aziendale fino al punto in cui è possibile incrementare la disponibilità a pagare del consumatore in modo tale da poter praticare un maggiore *markup* e quindi generando un notevole incremento della redditività. Ad ogni modo è utile sottolineare che le aziende del campione che hanno ottenuto uno score "A+" appartengono a settori diversi e presentano dimensioni non omogenee, escludendo quindi un effetto di settore o legato alla dimensione organizzativa.

Inoltre, la regressione 6 evidenzia un ulteriore dato relativo all'impatto del settore economico sulla relazione tra *Corporate Social Responsibility*, dimostrando che l'appartenenza a settori economici ritenuti sensibili per la vicinanza al consumatore (aziende *B2B* come quelle prevalentemente appartenenti ai settori *Consumer Cyclicals / Non Cyclicals* oppure al settore *Technology*) oppure per la criticità dell'ambiente in cui le aziende operano dal punto di vista dell'*environmental management* (come *Industrials o Utilities*) fa sì che gli investimenti socialmente responsabili (SRI) non generino un impatto positivo sulla performance economica accettando quindi anche questa volta la relazione ipotizzata a seguito della revisione della letteratura.

I risultati descritti sopra dimostrano che sotto certe condizioni non è possibile accettare l'ipotesi  $H_0$  oggetto dell'analisi. Infatti, sebbene in via preliminare non sembri esserci un collegamento significativo tra la CSR e la performance economica, l'approfondimento dello studio grazie alla manipolazione delle variabili a disposizione ha fornito evidenza di una positiva e crescente tra l'interazione tra dimensione organizzativa e ESG score e performance economica, mentre è presente una relazione positiva anche per le aziende che raggiungono una Corporate Sociale Performance talmente elevata da influenzare il collegamento verso una relazione positiva permettendo un notevole miglioramento della sostenibilità economica e della performance aziendale. Infine come visto prima, il settore economico di appartenenza non è in grado di impattare sull'intensità con la quale la CSR agisce sulla performance economica.

Ad ogni modo, le aziende usano la CSR come parte della loro pianificazione strategica per creare valore addizionale per i loro prodotti. Un approccio reattivo alla *stakeholder strategy* può quindi attrarre un numero maggiore di *stakeholder*, come un numero maggiore di consumatori socialmente sensibili e investitori, incrementando quindi la loro disponibilità a pagare ed investire. Ciò possiede un'importante implicazione per la linea manageriale, infatti i risultati suggeriscono che per creare interesse anche per gli azionisti, è necessaria una pianificazione di lungo termine con un ammontare di risorse considerevoli che possano

permettere di raggiungere un ottimo *rating* ESG, anche in virtù del fatto che questi investimenti socialmente responsabili non generano un effetto immediato ma all'aumentare della dimensione organizzativa aumenta anche il grado con il quale la CSR influenza la performance. Pertanto bisogna ricordare che il management rappresenta il primo *driver* della relazione tra CSR e performance economica (Nollet, 2016). Da un altro punto di vista, la CSR consente di ottenere un maggiore vantaggio competitivo che permette quindi di creare valore superiore per il cliente garantendo anche un maggior livello di *customer satisfaction* che genera un profitto più elevato grazie all'offerta di prodotti di maggiore qualità a costi minori (Saeidi e al. 2015). Questi risultati potrebbero quindi fornire ai *managers* dati utili per il processo di *strategic decision making* e la giustificazione agli investimenti necessari per il raggiungimento di un ottimo *score* ESG che potrebbe apparentemente portare ad un inutile aumento di costi, previsione rigettata invece dalle precedenti analisi. Ciò potrebbe fornire anche una giustificazione utile per rigettare la possibile percezione di inutilità associata alla sensazione che il mercato possa non essere ancora completamente idoneo per la valorizzazione di prodotti green, tuttavia potrebbe essere troppo rischioso non includere gli stakeholder all'interno della propria strategia. Un altro freno alla sostenibilità potrebbe essere costituito dall'inerzia organizzativa e dalla paura della complessità e del cambiamento che potrebbe quindi richiedere un mutamento o un miglioramento delle competenze possedute per non rimanere legati al passato (Rossi 2017). Ad ogni modo chi rinuncia a partecipare alla sfida della sostenibilità potrebbe essere obbligato ad uscire dal mercato in un secondo momento. Risulta quindi necessario avere un po' di coraggio per intraprendere un percorso verso la sostenibilità economica e ambientale oppure per seguire delle *best practice* che hanno costituito il successo di altre imprese.

Lo studio presenta alcune limitazioni e spunti utili per future ricerche, riscontrabili all'interno di ogni analisi. Per quanto riguarda la prima regressione (Tabella 3 Regressione CSR score e performance economica) che studia la relazione tra *CSR score* e performance economica, il *rating* ESG associato alla variabile "csr\_score" non ci permette di determinare il tipo di *CSR strategy* intrapresa dalle singole organizzazioni e dell'area in cui l'impegno dell'organizzazione di concentra e quindi con quale priorità le aziende includono i diversi stakeholder all'interno della propria strategia. Pertanto una classificazione della strategia perseguita potrebbe aiutare ad approfondire la relazione tra queste variabili.

Lo studio tra dimensione organizzativa e performance (Tabella 4 Regressione CSR size e performance economica) evidenzia una relazione positiva tra le variabili in oggetto, tuttavia la ricerca non approfondisce qualche soglia di Attivo Patrimoniale potrebbe essere determinante per una maggiore influenza della Corporate Social Responsibility sulla performance aziendale.

Per quanto riguarda il collegamento tra settore economico e performance (Tabella 7. CSR, settore economico e performance economica), ulteriori ricerche potrebbero considerare una diversa classificazione del settore di appartenenza utilizzando come criterio la vicinanza al consumatore (B2B o B2C) oppure potrebbe modificando l'ampiezza della suddivisione. Infine il campione comprende solo società quotate appartenenti all'indice S&P500, escludendo quindi anche tutte le aziende quotate nel continente europeo e asiatico. Pertanto, lo studio del collegamento tra CSR e performance potrebbe essere rivolto ad un *range* più ampio di aziende che raggruppi società di nazionalità diversa, oppure potrebbe essere studiato più nel dettaglio il comportamento di queste variabili all'interno di nazioni diverse.

## Appendice 1 Elenco società presenti nel campione

1. 3M
2. Abbott Labs
3. Accenture
4. Alphabet
5. Amazon.com
6. Apple
7. Arthur J Gallagher&Co
8. Bed Bath&Beyond
9. Boeing
10. Caterpillar
11. CenturyLink
12. Cerner
13. Cisco
14. Citrix Systems
15. CME Group
16. Comcast
17. Concho Resources
18. ConocoPhillips
19. Consolidated Edison
20. CSX
21. Deere&Company
22. Digital
23. Dover
24. eBay
25. Ecolab
26. Electronic Arts
27. Equinix
28. Equity Residential
29. Essex Property
30. Facebook
31. Fastenal
32. Fluor
33. FMC
34. Freeport-McMoran
35. Frontier
36. General Motors
37. Halliburton
38. Henry Schein
39. HP Inc
40. Lennar
41. Leucadia National
42. Lowe's
43. Mattel
44. Mc Donald's
45. Michael Kors
46. Microchip
47. Micron
48. Newfield Exploration
49. NextEra Energy
50. Nielsen Holdings
51. Nike
52. NiSource
53. Norfolk Southern
54. Nucor
55. Omnicom
56. Paychex
57. Pfizer
58. Raytheon
59. Realty Income
60. Red Hat
61. Regency Centers
62. Ross Stores

63. Ryder System
64. Scana
65. Scripps Networks
66. Sempra Energy
67. Signet Jewelers
68. Simon Property
69. Skyworks
70. Teradata
71. United Continental
72. Ventas
73. Verisk
74. Visa
75. Weyerhaeuser
76. Williams
77. Willis Towers Watson
78. Wyndham
79. Xylem
80. Zimmer Biomet
81. Adobe
82. ADP
83. American Express
84. Expedia
85. CBS
86. CocaCola
87. Cooper
88. Delta Airlines
89. General Eletrics
90. Kellogg
91. Monsanto
92. Procter Gamblel
93. Ralph Lauren
94. South West airlines
95. Texas instruments
96. Textron
97. The AES
98. The Goodyear tires
99. Tiffany&Co.
100. WaltDisney

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>2</b>
<b>CAPITOLO 1 ANALISI DELLA LETTERATURA</b>	<b>5</b>
1. <b>La Stakeholder Strategy</b>	<b>5</b>
2. <b>La Tripple Bottom Line e la Corporate Social Responsibility</b>	<b>6</b>
3. <b>CSR e Performance aziendale</b>	<b>8</b>
4. <b>Le ipotesi di ricerca</b>	<b>10</b>
<b>CAPITOLO 2 METODOLOGIA</b>	<b>12</b>
1. <b>Raccolta dei dati</b>	<b>12</b>
2. <b>Il campione</b>	<b>12</b>
1. <b>Le variabili dipendenti</b>	<b>13</b>
2. <b>Le variabili indipendenti</b>	<b>13</b>
3. <b>Le variabili di controllo</b>	<b>16</b>
3. <b>Specificazione del modello</b>	<b>17</b>
<b>CAPITOLO 3 ANALISI DEI RISULTATI</b>	<b>18</b>
1. <b>CSR score e performance economica</b>	<b>18</b>
2. <b>CSR, dimensione organizzativa e performance economica</b>	<b>19</b>
3. <b>CSR "A" score e performance</b>	<b>20</b>
4. <b>CSR e Settore Economico</b>	<b>22</b>
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>24</b>
<b>APPENDICE 1 ELENCO SOCIETÀ PRESENTI NEL CAMPIONE</b>	<b>28</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>31</b>

## Bibliografia

- Anderson J. C. & Frankle A. W. (1980). Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis. *Accounting Review*, 467-479.
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218.
- Bragdon J. H. & Marlin J. A. (1972). Is Pollution Profitable. *Risk Management*, 19(4), 9-18.
- Campbell III C. M. & Kamlani K. S. (1997). The reasons for wage rigidity: evidence from a survey of firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 759-789.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497-505.
- Chen L., Feldmann A., & Tang O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170, 445-456.
- Cornell, B., & Shapiro A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 5-14.
- Davis A. K., Guenther D. A., Krull L. K. & Williams, B. M. (2013). Taxes and corporate accountability reporting: Is paying taxes viewed as socially responsible. *Lundquist College of Business Working Paper, University of Oregon*.
- Davis A. K., Guenther D. A., Krull L. K. & Williams B. M. (2015). Do socially responsible firms pay more taxes? *The Accounting Review*, 91(1), 47-68.
- Davis K. (1979). Can business afford to ignore social responsibility. *Academy of Management Review*, 7(2), 261.
- Dyllick T. & Hockerts K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.

Dixon-Fowler H. R., Ellstrand, A. E. & Johnson J. L. (2017). The role of board environmental committees in corporate environmental performance. *Journal of Business Ethics*, 140(3), 423-438.

Facchinetti I., 2005 *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Facchinetti I., 2006, *Analisi di Bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Favotto F, Bozzolan S., & Parbonetti A., 2012, *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano.

Freeman R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.

Frye M. B., Nelling E. & Webb E. (2006). Executive compensation in socially responsible firms. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 446-455.

Giannarakis G. Konteos G. Zafeiriou E. & Partalidou X. (2016). The impact of corporate social responsibility on financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3-1), 172-183.

Hillenbrand C. & Money K. (2007). Corporate responsibility and corporate reputation: Two separate concepts or two sides of the same coin? *Corporate Reputation Review*, 10(4), 261-277.

Hull C. E., & Rothenberg S. (2008). Firm performance: The interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation. *Strategic Management Journal*, 29(7), 781-789.

Inoue Y. & Lee S. (2011). Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. *Tourism Management*, 32(4), 790-804.

Kabir R., Kabir R., Thai H. M., & Thai H. M. (2017). Does corporate governance shape the relationship between corporate social responsibility and financial performance? *Pacific Accounting Review*, 29(2), 227-258.



- Kim Y. & Statman M. (2012). Do corporations invest enough in environmental responsibility? *Journal of Business Ethics*, 105(1), 115-129.
- King A. A., & Lenox M. J. (2001). Does it really pay to be green? An empirical study of firm environmental and financial performance: An empirical study of firm environmental and financial performance. *Journal of Industrial Ecology*, 5(1), 105-116.
- Lima Crisóstomo V., De Souza Freire F. & Cortes de Vasconcellos F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- López M. V., Garcia A. & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300.
- McGuire J. B., Sundgren A., & Schneeweis T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.
- McWilliams A. & Siegel D. (2000), Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, 603–609.
- Mikołajek-Gocejna M. (2016). The relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance—Evidence from empirical studies. *Comparative Economic Research*, 19(4), 67-84.
- Mitchell R. K., Agle B. R., & Wood D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Molteni, M. (2004). *Il cause related marketing nella strategia d'impresa* (Vol. 546). FrancoAngeli.
- Nakamura E. (2015). The bidirectional CSR investment–economic performance relationship. *Journal of Global Responsibility*, 6(1), 128-144.

Nollet J., Filis G. & Mitrokostas E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407.

Orlitzky M. (2011). Institutional logics in the study of organizations: The social construction of the relationship between corporate social and financial performance. *Business Ethics Quarterly*, 21(3), 409-444.

Parke I. R. & Eilbirt H. (1975). The practice of business social responsibility: The underlying factors. *Business Horizons*, 18(4), 5-10.

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

Mirvis, P., & Googins B. (2006). Stages of corporate citizenship. *California Management Review*, 48(2), 104-126.

Rodriguez-Fernandez M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151.

Rossi F., (2017) Quattro freni alla sostenibilità. Blog CUOA Space. Disponibile su <http://www.cuoospace.it/2017/03/quattro-freni-alla-sostenibilita.html> (04/2017).

Saeidi S. P., Sofian S., Saeidi P., Saeidi S. P. & Saeidi S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350.

Scott J. T., (2003) Corporate Responsibility and Environmental Research and Development, Corporate Responsibility and Environmental R&D, Dartmouth College, Hanover.

Sostero U., Ferrarese P., & Mancin M., Marcon C., (2016) *L'analisi economico – finanziaria di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano.

Stanwick P. A. & Stanwick S. D. (1998). The relationship between corporate social performance, and organizational size, financial performance, and environmental performance: An empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 17(2), 195-204.

Tang Z., Hull C. E., & Rothenberg S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303.

Thornton L. M., Autry C. W., Gligor D. M. & Brik A. B. (2013). Does Socially Responsible Supplier Selection Pay Off for Customer Firms? A Cross-Cultural Comparison. *Journal of Supply Chain Management*, 49(3), 66-89.

Ullmann A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of management review*, 10(3), 540-557.

Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of business ethics*, 44(2), 95-105.

Vance S. C. (1975). Are socially responsible corporations good investment risks. *Management Review*, 64(8), 19-24.

Waddock S. A. & Graves S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 303-319.

Wang H., Choi J. & Li J. (2008). Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science*, 19(1), 143-159.