



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Gli effetti delle caratteristiche degli amministratori sulle  
politiche finanziarie e sulla redditività dell'impresa**

Un particolare riguardo all'impatto dell'età

**Relatore**

Ch. Prof. Guido Massimiliano Mantovani

**Laureando**

Simone Merante  
Matricola 856536

**Anno Accademico**

2019 / 2020



# INDICE

Introduzione.....	5
CAPITOLO 1 – BOARD DIVERSITY NELLA RICERCA.....	9
1.1 Definizione di Board Diversity.....	10
1.2 Caratteristiche Demografiche .....	14
1.2.1 Minoranze etniche e di nazionalità.....	15
1.2.2 Minoranze di genere.....	22
1.2.3 Confronto fra minoranze di genere e di etnia.....	27
1.2.4 Età.....	32
1.3 Caratteristiche Cognitive .....	41
1.3.1 Background educativo.....	42
1.3.2 Esperienze lavorative .....	49
1.3.3 Tenure.....	54
CAPITOLO 2 – CONSEGUENZE ECONOMICHE DELLA BOARD DIVERSITY .	61
2.1 Il Board non ha effetti sulle politiche implementate dall’impresa.....	62
2.1.1 Teoria dell’inerzia .....	64
2.2 Il Board ha un impatto sulle politiche implementate dall’impresa .....	67
2.2.1 Upper Echelons Theory.....	68
2.2.2 Human e Social Capital.....	72
2.3 Effetti della Board Diversity .....	77
2.3.1 Utilità sociali .....	78
2.3.2 Utilità economiche .....	79
2.3.3 Teoria dell’Agenzia e Resource Dependence Theory.....	81
2.3.4 Impatti negativi della Board Diversity .....	90
2.4 Risultati empirici sull’impatto economico della Board Diversity .....	93
2.4.1 Caratteristiche osservabili .....	94
2.4.1.1 Etnia.....	94
2.4.1.2 Genere.....	100
2.4.1.3 Età.....	102
2.4.2 Caratteristiche non osservabili .....	105
2.4.2.1 Educational Background.....	106
2.4.2.2 Esperienze lavorative pregresse .....	108
2.4.2.3 Tenure.....	109

2.4.2.4	Indipendenza.....	111
2.4.3	Alcune conclusioni.....	113
2.5	Metodologie applicate nella letteratura.....	115
2.5.1	Misurazione delle performance aziendali .....	115
2.5.1.1	Misure di Bilancio vs Misure di Mercato.....	116
2.5.2	Misurazione delle politiche finanziarie .....	117
2.5.3	Misurazione della Board Diversity .....	119
2.5.3.1	Misurazione delle singole caratteristiche .....	119
2.5.3.2	Indici sintetici .....	123
2.5.4	Variabili di controllo .....	124
2.5.5	Misurazione effetti indiretti.....	126
CAPITOLO 3 – COMPOSIZIONE DEI BOARD NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA E CONFRONTO CON LE CONCORRENTI EUROPEE .....		129
3.1	Focus sull'Italia.....	129
3.1.1	Grandezza del Board .....	130
3.1.2	Membri Indipendenti.....	131
3.1.3	Board Diversity .....	132
3.2	Confronto con società a livello europeo .....	140
3.2.1	Grandezza del Board .....	140
3.2.2	Caratteristiche demografiche.....	141
3.2.2.1	Nazionalità.....	141
3.2.2.2	Genere.....	143
3.2.2.3	Età.....	145
3.2.2.4	Confronto dei tratti demografici fra direttori esecutivi e non esecutivi .....	146
3.2.3	Caratteristiche cognitive.....	149
3.2.3.1	Livello educativo .....	149
3.2.3.2	Esperienza lavorativa.....	151
3.2.3.3	Tenure.....	153
CAPITOLO 4 – ETEROGENEITA' ED ETA' MEDIA DEL BOARD E POLITICHE FINANZIARIE DELL'IMPRESA: UN'ANALISI EMPIRICA.....		155
4.1	Ipotesi del Modello .....	155
4.1.1	Effetti dell'età e della sua eterogeneità sulle politiche finanziarie.....	155
4.1.2	Effetti delle altre caratteristiche dei componenti del Board sulle politiche finanziarie.....	157

4.2 Metodologia di analisi .....	160
4.2.1 Caratteristiche del Board.....	160
4.2.2 Misure delle Politiche Finanziarie.....	170
4.2.3 Variabili di controllo .....	171
4.2.4 Conclusioni Metodologia di analisi .....	175
4.3 Analisi delle Correlazioni .....	178
4.3.1 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando il numero assoluto.....	179
4.3.2 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando la percentuale.....	183
4.3.3 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau .....	185
4.3.4 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando le variabili Dummy .....	188
4.3.5 Conclusioni analisi delle correlazioni .....	190
4.4 Modelli di regressione.....	192
4.4.1 Innovazione .....	193
4.4.2 Indebitamento.....	197
4.4.3 Multicollinearità.....	200
4.4.4 Conclusioni analisi dei coefficienti dei Modelli di Regressione.....	202
4.5 Conclusioni: Chi dovrebbe sedere nel Board?.....	206
<b>CAPITOLO 5 – CARATTERISTICHE DEGLI AMMINISTRATORI E PERFORMANCE AZIENDALE. L'INNOVAZIONE FUNGE DA MEDIATORE?</b>	
5.1 Ipotesi del Modello .....	209
5.2 Metodologia di analisi .....	212
5.2.1 Effetti previsti delle variabili di controllo.....	213
5.3 Analisi delle correlazioni .....	214
5.3.1 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando il numero assoluto.....	215
5.3.2 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando la percentuale.....	218
5.3.3 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau .....	218
5.3.4 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando le variabili Dummy .....	221
5.3.5 Conclusioni analisi delle correlazioni .....	223
5.4 Modelli di Regressione .....	226
5.4.1 Relazione fra caratteristiche del Board e redditività aziendale.....	227
5.4.2 Relazione fra innovazione e misure di performance.....	232
5.4.3 Effetti di mediazione .....	233
5.5 Analisi dei risultati ottenuti.....	233
5.5.1 Analisi delle correlazioni .....	234

5.5.2 Analisi dei coefficienti delle regressioni.....	235
5.5.3 Effetti di mediazione .....	241
5.5.4 Dinamica complessiva.....	243
5.6 Conclusioni: Chi dovrebbe sedere nel Board?.....	245
Conclusioni.....	249
Indice delle figure, dei grafici e delle tabelle .....	257
Bibliografia.....	261
Sitografia .....	275
Appendice A.....	277

## Introduzione

La tesi si pone l'obiettivo di analizzare il ruolo della composizione del Board sulle scelte strategiche e sulla redditività dell'impresa. Il fenomeno viene studiato prima attraverso un approfondimento della letteratura esistente sul tema (Capitolo 1 e Capitolo 2) e successivamente mediante un'analisi empirica svolta su un campione di 143 società quotate nel Mercato Azionario Telematico (MAT) della Borsa italiana (Capitolo 4 e Capitolo 5).

La base teorica dell'elaborato si fonda su quanto affermato da Hambrick nel 1989 (pag. 5) *“This is not to say that managers are weak or sinister, only that they are human and finite”*. I manager sono umani e i fattori umani influiscono sugli avvicendamenti interni all'impresa. Fra questi fattori rientrano l'ego, le esperienze, le attitudini e i limiti.

Mentre esistono molti studi che analizzano le conseguenze di una maggiore presenza di amministratori di genere femminile nel Board, pochi si sono soffermati sugli effetti dell'età dei componenti. Pur non trascurando le principali caratteristiche demografiche e cognitive, l'obiettivo secondario della tesi è quello di individuare gli effetti dell'età degli amministratori, e dell'eterogeneità dello stesso tratto, sulle politiche finanziarie e sulla redditività dell'impresa. L'elaborato è organizzato come segue.

Nel primo capitolo varrà affrontato il tema generale della Board Diversity. Una volta definito il concetto, si analizzerà la sua percezione dal punto di vista degli investitori istituzionali e dei componenti del gruppo. Successivamente si passerà alla descrizione delle principali caratteristiche demografiche, dette anche osservabili, rappresentate dalle seguenti dimensioni: etnia, genere ed età. Infine, si discuterà dell'importanza dei tratti cognitivi, o non osservabili, dei componenti del Board tra cui: esperienza educativa, esperienza lavorativa e tenure.

Mentre nel primo capitolo si analizza il “perché” i tratti degli amministratori, e la loro eterogeneità, possono influire sui risultati aziendali, nel secondo capitolo si affronta la problematica del “come”. Sono stati individuati due filoni contrapposti in letteratura.

Il primo afferma che le redditività, e le politiche finanziarie, sono il risultato di pressioni interne ed esterne all'impresa. Tra questi fattori il Board non è incluso (Hannan & Freeman, 1984).

Il secondo vede gli amministratori come soggetti che filtrano e distorcono la realtà: siccome ogni amministratore è diverso, diversa sarà la percezione della realtà e quindi le conseguenti scelte strategiche adottate per affrontarla (Hambrick & Mason, 1984).

Una volta compresi gli impatti che il Board può avere sulle politiche finanziarie e sulla redditività ci si concentra sulla sua composizione ottima. Un Board eterogeneo soddisfa solo le utilità sociali oppure anche quelle economiche? Anche in questo caso si possono individuare due filoni di pensiero opposti.

Il primo afferma che una composizione diversa del gruppo sia l'unica in grado di massimizzare il valore dell'impresa (Resource Dependence Theory e Teoria dell'Agenzia).

Il secondo sostiene che i conflitti, sia di attività che emotivi, conseguenti all'interazione fra soggetti appartenenti a categorie sociali differenti, impattino negativamente sulle performance, oppure rendano il punto di vista dei soggetti in minoranza ininfluente (Similarity Attraction Theory e Teoria della Massa Critica).

Nella seconda parte del Capitolo 2 si riassumono le principali evidenze empiriche ottenute dalla letteratura e la metodologia, sia econometria che di misurazione delle variabili, adottata per ottenere i risultati. Quello che si evince dall'analisi svolta è la non unicità né delle evidenze empiriche né della metodologia adottata.

Inquadrato il fenomeno generale nei primi due capitoli, nel terzo capitolo si fornisce una rappresentazione della composizione dei Board delle società quotate in Italia. Si discuterà dei seguenti fattori: Board Size, indipendenza ed eterogeneità (con un'analisi approfondita del Capitale Umano apportato dagli amministratori di genere femminile). Successivamente si propone un confronto fra i Board, classificati per Nazione in cui le società sono quotate, delle più grandi imprese europee in termini di capitalizzazione di mercato (Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito).

Nell'ultima parte della tesi, composta dai Capitoli 4 e 5, si propone un'analisi empirica del fenomeno studiato precedentemente a livello teorico. Le caratteristiche degli amministratori considerate sono le seguenti: nazionalità, genere, età e durata del mandato.

Nel Capitolo 4 si è ricercata la relazione esistente fra tratti dei componenti del Board e politiche finanziarie (innovazione e struttura del capitale). Mentre da un primo studio



delle correlazioni si individua una relazione diretta fra età media del Board e politiche innovative, il legame non viene confermato dall'analisi delle regressioni. Ugualmente, l'età non ha impatti sulla struttura del capitale dell'impresa.

In contrasto, si individuano degli effetti positivi dovuti alla presenza di amministratori di genere femminile sia sull'innovazione che sull'intensità del debito. Gli effetti individuati sono dovuti al miglior Capitale Sociale delle donne (impatto sulla struttura del capitale) e ai loro punti di vista differenti apportati nel processo decisionale rispetto a quelli tradizionali (impatto sull'innovazione).

La seconda caratteristica che ha degli impatti sulle politiche implementate dall'impresa consiste nella durata del mandato degli amministratori. Grazie alla reputazione e al Capitale Sociale tipico dei direttori con una durata del mandato lunga, l'aumento della tenure media del Board ha degli effetti positivi sulla struttura del capitale. L'eterogeneità della caratteristica invece alimenta conflitti di attività che incidono negativamente sull'innovazione delle scelte approvate dal consiglio.

In generale, la presenza di amministratori appartenenti ad una minoranza di genere ha degli impatti positivi sia sull'innovazione che sull'intensità del debito: apportare nel processo decisionale punti di vista ed esperienze diverse è conveniente. Dall'altro lato, sebbene la reputazione degli amministratori con una tenure lunga sia un fattore che semplifica l'accesso al credito, è necessaria la gestione dei conflitti di attività per non rallentare il processo decisionale.

Nell'ultimo capitolo si è ricercata invece la relazione esistente fra caratteristiche dei componenti del Board e performance finanziarie (approssimate mediante il ROA e il Tobin's Q).

Un primo studio delle correlazioni evidenzia dei rapporti positivi e significativi fra età degli amministratori, sia nella sua dimensione media che nell'eterogeneità, e performance misurate esclusivamente mediante il ROA. Le correlazioni individuate non vengono però successivamente confermate dai coefficienti delle regressioni: nessuna dimensione del tratto "età" ha degli impatti significativi sulle performance dell'impresa.

L'analisi delle altre tre caratteristiche porta invece a delle conclusioni più soddisfacenti ma al contempo complesse da analizzare. Mentre la presenza di minoranze di genere ha

degli impatti positivi sia sul ROA che sul Tobin's Q, gli effetti della presenza di amministratori non italiani variano a seconda dell'indice di redditività adottato: positivi qualora si considerasse il ROA e negativi sul Tobin's Q.

In contrasto, sia le tenure media degli amministratori che l'eterogeneità della durata del mandato hanno degli effetti negativi sulle performance aziendali (esclusivamente quando misurate mediante il Tobin's Q).

All'interno dello stesso capitolo si è andati alla ricerca del ruolo dell'innovazione all'interno del rapporto esistente fra caratteristiche degli amministratori e redditività. La relazione ipotizzata era quella di mediazione. Contrariamente alle aspettative, gli investimenti in ricerca e sviluppo (approssimati mediante i costi per Ricerca, Sviluppo e Pubblicità) hanno degli impatti negativi sulla redditività dell'impresa misurata attraverso il ROA.

L'impatto negativo è probabilmente dovuto a due fattori: 1) la proxy utilizzata per rappresentare le politiche innovative dell'impresa e 2) la probabile manifestazione degli effetti positivi degli investimenti in innovazione nel lungo periodo e non nel breve (la relazione ricercata infatti è fra investimenti in innovazione nell'anno  $n$  e la redditività nello stesso anno).

In conclusione, sebbene non siano stati individuati dei risultati consistenti rispetto al focus che si voleva dare alla tesi (l'età dei componenti del Board) si individuano delle relazioni importanti a supporto dell'utilità economica dell'inclusione di minoranze di genere: la presenza di donne ha degli impatti positivi su tutte le politiche finanziarie e le misure di performance incluse nel presente elaborato.

Contrariamente, i conflitti di attività causati dall'interazione fra membri nominati in periodi diversi rendono inefficiente il processo decisionale con conseguenze negative sia sulle politiche di innovazione che sulla redditività (Tobin's Q). Risulta quindi importante gestire e/o ridurre al minimo i suddetti conflitti.

## CAPITOLO 1 – BOARD DIVERSITY NELLA RICERCA

Le società operano in un ambiente sempre più globalizzato, un contesto multiculturale e multinazionale. Gli effetti della globalizzazione sull'organizzazione aziendale sono principalmente due. Il primo è dovuto alla diversificazione geografica delle società: operando in contesti culturali diversi aumenta la probabilità che gli impiegati debbano intrattenere rapporti lavorativi con soggetti provenienti da altri Stati (Milliken & Martins, 1996). Il secondo è il cambiamento della composizione etnica all'interno delle singole Nazioni (Johnston & Packer, 1987).

Un ulteriore fattore che sta cambiando l'organizzazione aziendale, indipendente dalla globalizzazione, è la crescita dello sfruttamento di gruppi per coordinare o gestire il lavoro. Ogni persona entra in contatto molto più frequentemente con soggetti aventi caratteristiche diverse in termini di abilità, valori, funzioni lavorative e istruzione (Milliken & Martins, 1996).

Questi tre fattori hanno spinto i ricercatori a svolgere delle ricerche sugli effetti dell'eterogeneità della composizione dei gruppi sulla loro performance, soddisfazione, turnover e altre dimensioni (e.g. Cox and Blake, 1991; Jehn et Al., 1999; Taylor, 1975; Wagner et Al., 1984). L'obiettivo delle ricerche è quello di individuare, se esistenti, gli effetti dell'eterogeneità così da poterla gestire con il fine di massimizzare il valore dell'impresa.

L'eterogeneità viene riscontrata in tutti i livelli dell'organizzazione dell'impresa, per questo la letteratura ha ricercato le conseguenze del fenomeno sia sul Board nel suo complesso (Bernile et Al., 2018; Carter et Al., 2003; García Martín & Herrero, 2018) sia su altri livelli come solo rispettivamente ai direttori esecutivi (Bantel & Jackson, 1989; Chemmanur et Al., 2019; Murray, 1989) o alla forza lavoro impiegata (Jehn et Al., 1999).

A sottolineare l'importanza del tema, viene spesso citata la politica del fondo di investimento TIAA-CREF<sup>1</sup> che nel 1997 ha inserito come condizione di investimento in *equity* nelle società target la presenza di un Board in cui fosse presente una adeguata

---

<sup>1</sup> TIAA-CREF, acronimo di *Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund*, è un fondo pensione statunitense che dal 1918 fornisce servizi finanziari nel settore accademico, culturale, di ricerca e medico (fonte: <https://www.tiaa.org/public>)

eterogeneità in termini di esperienza, età, genere ed etnia (Brammer et Al., 2007; Carter et Al., 2003 e 2010; Van Der Walt & Ingley, 2003; Westphal & Milton, 2000).

Inoltre, la Commissione Europea nel 2010 all'interno del *Green Paper "Corporate governance in financial institutions and remuneration policies"* sottolinea come la crisi finanziaria del 2007-2008 abbia dimostrato delle crepe nelle performance dei Board di molte istituzioni finanziarie. Soprattutto i direttori non esecutivi non possedevano le competenze necessarie per giudicare e quindi monitorare i manager. In aggiunta, una mancanza di diversità all'interno del CdA ha contribuito in alcuni casi a peggiorare la situazione (Civarella, 2017).

L'obiettivo di questo capitolo è rappresentare il concetto di Board Diversity, tema all'interno del quale si inserisce l'oggetto di studio di questa tesi. Si svolgerà un'analisi teorica degli effetti che la diversità della composizione del Board potrebbe avere sulle politiche finanziarie implementate dall'impresa e le conseguenti performance.

## **1.1 Definizione di Board Diversity**

Nella ricerca sono state indicate diverse definizioni di Board Diversity, si riportano di seguito quelle più accolte:

1. I membri del Board apportano una serie di caratteristiche personali che vengono chiamate "tratti" (Houle, 1990). La diversità dei tratti definisce l'eterogeneità del Board;
2. Van der Walt e Ingley (2003) p. 129 scrivono "*il concetto di diversità riguarda la composizione del Board e le differenti combinazioni di attributi, caratteristiche ed esperienze portate da un singolo componente del Board*";
3. Harrison e Klein (2007) definiscono la diversità come la varianza delle caratteristiche dei membri di una unità (Board) rispetto ad un fattore comune (ad esempio: etnia, educazione e genere).

Come è evidente le tre definizioni sono simili fra loro, nella seconda rientra il concetto di combinazione di risorse apportate dal singolo soggetto mentre, nell'ultima, si inserisce il termine statistico: "varianza" delle caratteristiche apportate dal singolo rispetto alla sua unità superiore, il Board.

È comune nella letteratura suddividere le caratteristiche degli amministratori in osservabili e non osservabili (e.g. Erhardt et Al., 2003; Jackson et Al., 1995; Kang et Al.,

2007; Milliken & Martins, 1996). Le prime, chiamate anche demografiche, sono tutte le differenze visibili dall'occhio umano come: etnia, genere ed età. Le seconde, chiamate anche cognitive, sono differenze insite nell'esperienza come, ad esempio, background accademico, esperienze lavorative o dirigenziali ed esperienze settoriali.

In accordo con la teoria proposta da Hambrick e Mason nel 1984 – *Upper Echelons Theory*<sup>2</sup> – i risultati aziendali sono il riflesso dei valori e delle basi cognitive<sup>3</sup> del top management. Sotto l'ipotesi che i valori e le basi cognitive di questi soggetti dipendano dai propri tratti, sia osservabili che non, risulta importante andare ad analizzare come essi influiscono sui risultati aziendali.

Ad esempio, individuare gli effetti del background educativo del top management sulle politiche finanziarie e sulle performance aziendali avrebbe tre implicazioni da tre punti di vista diversi:

1. Dal punto di vista dell'investitore: osservando una dimensione qualitativa della società (il Board) si riuscirebbe a comprenderne il valore economico prospettico;
2. Dal punto di vista del Board stesso: si semplificherebbe il processo di selezione degli amministratori. Sarebbe più semplice individuare la composizione ottima del gruppo in grado di soddisfare il suo obiettivo primario: massimizzare il valore della proprietà;
3. Dal punto di vista di un concorrente: se la nomina di un soggetto esperto in diversificazione geografica all'interno del Board avesse come effetto una progressiva politica di internazionalizzazione, il concorrente potrebbe prevedere le politiche aziendali future per non perdere quote di mercato e un eventuale vantaggio competitivo.

#### *Conseguenze teoriche dell'eterogeneità*

Gli effetti dell'eterogeneità sulle politiche finanziarie potrebbero essere osservati sull'innovazione e sulla creatività della società. Infatti, ogni soggetto ha un modo differente di comprendere la realtà, di conseguenza, la composizione del team può determinare le informazioni disponibili e il modo in cui esse vengono analizzate nel processo decisionale, alterandone l'esito (Bantel & Jackson, 1989).

---

<sup>2</sup> Vedi paragrafo 2.2.1.

<sup>3</sup> La base cognitiva è costituita dalle assunzioni di un soggetto relativamente a: eventi futuri, conoscenza delle alternative e delle conseguenze derivanti dalle alternative (March & Simon, 1958).

L'unione di più soggetti con caratteristiche diverse amplierebbe il range di culture e valori presenti nel gruppo creando dei team eterogenei. Si ipotizza che questi gruppi producano un numero maggiore di idee grazie ad un più ampio set di conoscenze disponibili (Milliken & Martins, 1996), influenzando sul percorso di innovazione dalla società.

Si pone un accento sul concetto dell'innovazione perché l'implementazione di nuove linee di prodotto, oppure l'ideazione di nuove tecnologie di produzione, sono fattori chiave per guadagnare un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti. Il risultato constaterrebbe in un aumento della propria quota di mercato migliorando di conseguenza la performance dell'impresa (Miller & Triana, 2009).

Le risorse cognitive sono uno strumento fondamentale per affrontare il processo decisionale in modo efficiente. Bantel & Jackson (1989) individuano due strade attraverso le quali le risorse cognitive influiscono sulle decisioni approvate dal Board: il livello e l'eterogeneità.

Per quanto riguarda il livello si argomenta che più sono "alte" le conoscenze e le abilità apportate, più il gruppo affronterà in modo efficiente e creativo il processo decisionale (ad esempio, la presenza di soggetti laureati rispetto a quelli con il solo diploma di maturità viene considerata più efficiente).

Dal lato dell'eterogeneità si conclude che nella risoluzione di problemi complessi e non di routine il gruppo è più efficiente quando ha a disposizione abilità, conoscenze e prospettive diverse (ad esempio, la presenza nel Board sia soggetti esperti di diritto che di economia).

In contrasto, gruppi omogenei avrebbero a disposizione un numero limitato di prospettive e di informazioni e un livello di coesione molto elevato. La conseguenza di questi due fattori è un dibattito interno limitato che incentiva la conformità con le strategie passate (Miller & Triana, 2009).

#### *Testimonianze a sostegno della Board Diversity*

Oltre alla politica del fondo di investimento statunitense TIAA-CREF altre istituzioni supportano il concetto di Board Diversity. Brown et Al. (2002) individuano l'interesse degli investitori istituzionali canadesi nell'eterogeneità del Board che viene vista come segnale di buona corporate governance. La promozione della diversità viene considerata come un investimento futuro per sostenere un mercato sempre più globalizzato e dove la

conoscenza di diverse culture rappresenta la base per la sopravvivenza delle imprese nel lungo periodo.

Anche alcuni membri stessi del Board si espongono a sostegno del tema dell'eterogeneità del gruppo di cui fanno parte. Di seguito due esempi<sup>4</sup>. Il primo riguarda Robert Campbell, CEO della Sun Oil's, il quale afferma che le persone facenti parte a categorie solitamente non presenti nella *Boardroom* apportano nel processo decisionale delle prospettive che non sono mai state considerate prima. Esse creano valore e rappresentano un vantaggio competitivo.

Veronica A. Haggart, vicepresidente e direttore delle relazioni con il Governo alla Motorola, sostiene la necessità di porre attenzione al legame esistente fra diversità, successo del Board e successo della società; avere una buona governance significa gestire una buona impresa il che si rispecchia sui risultati finanziari e quindi sulla redditività degli azionisti.

Veronica A. Haggart associa la Board Diversity alla reputazione dell'impresa. Data l'asimmetria informativa esistente fra mercato e società, la composizione del CdA potrebbe essere utilizzata come segnale, oppure simbolo, per analizzare la qualità e la reputazione della Corporate Governance dell'impresa (Ferrier, 1997).

Backhaus et Al. (2002) individuano nella diversità del Board un segnale della qualità dell'ambiente lavorativo interno alla società. Questa associazione costituisce il legame fra eterogeneità e reputazione.

La promozione dell'eterogeneità interna al Board, con il fine di fornire un segnale positivo sulla governance, è una strada semplice da percorrere: è un segnale che arriva direttamente al mercato il quale non ha difficoltà a individuare chi siede nel Board.

#### *L'eterogeneità come risorsa*

L'eterogeneità diventa quindi una risorsa di valore per l'impresa che, se gestita in modo ottimale, si trasforma in un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti (Cox & Blake, 1991). Come si vedrà in seguito, la presenza di punti di vista differenti garantisce

---

<sup>4</sup> Gli esempi sono tratti da un paper pubblicato nel 2003 da Carter, Simkins e Simpson intitolato "*Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*". Gli amministratori erano quindi in carica in quell'anno.

la considerazione di un numero superiore di problemi e di alternative alla risoluzione degli stessi.

In contrasto, potrebbero sorgere dei conflitti ma, il dover riconciliare punti di vista differenti stimola dei dibattiti interni al Board che aumentano la qualità delle politiche finanziarie approvate dal gruppo.

Si procederà ora con l'analisi delle due classi di tratti individuate nella letteratura: le caratteristiche demografiche e quelle cognitive. L'obiettivo è quello di comprendere gli impatti che ogni singola caratteristica potrebbe avere sul processo decisionale.

## **1.2 Caratteristiche Demografiche**

Per caratteristiche demografiche si intendono le caratteristiche di ogni soggetto che sono immutabili nel corso del tempo come: etnia, genere ed età (Williams & O'Reilly, 1998). Si vuole comprendere se in base ai tratti demografici variano dei fattori cruciali da cui dipendono le politiche finanziarie e le performance dell'impresa. Questi fattori possono essere ad esempio la propensione al cambiamento e la propensione al rischio (Wiersema & Bantel, 1992).

La prima tipologia di caratteristiche analizzate è quella dei tratti demografici perché gran parte della letteratura si è concentrata sullo studio delle differenze osservabili (e.g. Carter et Al., 2003 e 2010; Erhardt et Al., 2003; Kang et Al., 2007; Wiersema & Bantel, 1992).

Viene data più importanza a questa classe di caratteristiche perché essendo osservabili, quindi visibili dall'occhio umano, danno vita a stereotipi e pregiudizi (Milliken and Martins, 1996). Si associano inoltre alle caratteristiche osservabili quelle che non lo sono come, ad esempio, valori e *status* socioeconomico.

Si propone di seguito una descrizione delle principali caratteristiche osservabili trattate dalla letteratura: etnia/nazionalità, genere ed età. In tutti i casi entra in gioco il concetto di minoranza demografica. Nella letteratura si sono date principalmente due definizioni.

Secondo Wirth (1945) solo i sottogruppi che ricevono un trattamento non equo nella società nel suo complesso sono classificati come minoranza. La seconda definizione, che risulta essere quella più adottata, fa rientrare nel concetto di minoranza solamente quegli individui che possiedono delle attitudini, valori, credenze e caratteristiche demografiche



che rappresentano meno del 50% del gruppo in cui sono inseriti (Moscovici & Faucheux, 1972).

La seconda definizione è quella più accolta perché prende in considerazione il contesto sociale e il momento in cui si classificano i soggetti. Al variare del contesto varia anche il soggetto che si trova in minoranza. Ad esempio, una donna può essere svantaggiata in molte situazioni ma non è minoranza quando siede in un Board in cui la maggioranza è composta da amministratori di genere femminile (Westphal & Milton, 2000).

### 1.2.1 Minoranze etniche e di nazionalità

Per minoranza etnica si intende l'amministratore, o l'insieme di amministratori, appartenenti a una categoria etnica che si trova in minoranza nel Board (ad esempio, la presenza di un soggetto asiatico in un Board di tutti amministratori anglo-americani). Per minoranza di nazionalità si intende invece quel soggetto o insieme di soggetti che possiedono una nazionalità che rappresenta meno del 50% del gruppo (Richard et Al., 2007).

Si discutono insieme l'eterogeneità etnica e di nazionalità perché vengono spesso concepite come fattore in cui è rappresentata una differenza culturale simile (e.g. Brammer et Al., 2007; Carter et Al., 2003). Una persona con tratti somatici differenti da quelli tipici di una Nazione viene considerata come straniero. Tuttavia, c'è da sottolineare che in un contesto globalizzato come quello in cui viviamo questa correlazione ormai non esiste più.

Il tema delle minoranze etniche ha avuto poca attenzione dalla letteratura economica rispetto a quella sociologica. Questo perché non si riscontrano grandi differenze di appartenenza etnica all'interno dei gruppi oggetto delle ricerche del campo economico (William & O'Reilly, 1998).

Gran parte della letteratura che ha studiato il comportamento delle persone all'interno dell'organizzazione aziendale si è infatti basata su soggetti angloamericani<sup>5</sup> (Cox et Al., 1991). Ogni etnia però ha dei valori e degli standard culturali diversi. Capire come queste diversità impattano sulla redditività aziendale, o più in generale sulla performance del processo decisionale, è importante.

---

<sup>5</sup> Cox et Al. (1991) indentificano come persone anglo-americane tutte quelle "bianche" e che hanno discendenza europea.

Gli effetti della presenza di minoranze culturali in termini di etnia o di nazionalità potrebbero essere sia positivi che negativi. Tra i primi rientrano una maggiore cooperazione, innovazione e creatività delle soluzioni adottate dal Board. I secondi includono conflitti e difficoltà di comunicazione intra-gruppo che rendono difficile il raggiungimento di un accordo in una tempistica adeguata a rispondere ai cambiamenti repentini del mercato.

### *Cooperazione*

Hofstede nel 1980 pubblica nel suo libro *“Culture’s consequences”* i risultati di una ricerca svolta sui dipendenti di tutto il Mondo della società IBM<sup>6</sup>. L’obiettivo dell’autore era quello di analizzare le differenze culturali esistenti fra varie Nazioni ed etnie. Vengono individuate quattro dimensioni in cui si identificano delle differenze culturali: distanza dal potere, collettivismo vs individualismo, femminilità vs mascolinità e avversione all’incertezza.

Risulta importante, in questa sede, la dicotomia esistente fra individualismo e collettivismo. L’individualismo viene definito come la situazione in cui un individuo si prende cura solo di sé stesso e dei familiari più stretti.

In una società collettivista invece vi è più unione fra i membri, essi si aspettano un aiuto da parte dei parenti e dei componenti di un gruppo di cui fanno parte in cambio di fedeltà indiscussa.

Hofstede (1980) trova che la dicotomia fra le due tipologie di culture appena definite spiega molta della varianza fra le priorità del gruppo. La finalità primaria dei soggetti appartenenti a una cultura individualista è quella del raggiungimento degli obiettivi personali e del successo. L’individualista vuole raggiungere il proprio fine autonomamente, senza chiedere aiuto ad altri soggetti. In questo modo i rapporti fra individui diventano fragili.

In contrasto, i collettivisti sono più propensi a rinunciare al raggiungimento degli obiettivi personali per soddisfare quelli del gruppo: antepongono al proprio benessere quello della collettività (Bond & Yang, 1982).

---

<sup>6</sup> IBM: acronimo di “International Business Machines Corporation”, è una società statunitense leader nel settore informatico.

I collettivisti sono inoltre più cooperativi e propensi alla mediazione per risolvere i conflitti (Leung, 1988). Mentre gli individualisti sono più competitivi e propensi al conflitto (Díaz-Guerrero, 1984).

I risultati dello studio di Hofstede (1980) sono i seguenti: tra i Paesi dove la cultura predominante è quella individualista rientrano gli Stati Uniti e le Nazioni europee, con particolare riguardo agli Stati facenti parte del Nord Europa. Prevale invece il collettivismo nel Sud America e nel continente asiatico.

La conseguenza ipotizzata sulle dinamiche del Board è che la presenza di un collettivista all'interno di un gruppo composto solamente da anglo-americani, potrebbe aumentare la cooperazione del team diminuendo l'approccio competitivo dei soggetti individualisti (Cox et Al., 1991).

I valori apportati da un collettivista renderebbero il gruppo più coeso e propenso a prefiggersi degli obiettivi finalizzati alla soddisfazione dei bisogni della società e non di quelli personali. Le decisioni prese avrebbero quindi per oggetto l'implementazione di politiche finanziarie volte alla massimizzazione del valore dell'impresa.

Cox et Al. individuano nel 1991 quella che si può definire una terza categoria che si frappone fra individualisti e collettivisti. Prendendo esempio dalle minoranze presenti negli Stati Uniti individuano un gruppo di soggetti che può essere definito come biculturale. Essi hanno una "*situational ethnicity*" cioè i valori che apportano dipendono dal contesto in cui sono inseriti. Il vantaggio dei soggetti biculturali risiede nella loro capacità di far prevalere il lato collettivista o individualista quando è più indicato, a seconda della situazione che si trovano ad affrontare.

Non è però importante solo la situazione ma anche il contesto, infatti, è più probabile che un ispanico biculturale (cresciuto ad esempio negli Stati Uniti) faccia emergere il suo lato cooperativo quando è inserito in un gruppo in cui il collettivismo è ben visto. Invece, quando è l'unico in un team di anglo-americani farà prevalere sempre il lato individualista.

Non basta quindi la presenza di un soggetto appartenente a una delle due culture (tre se si considera la "*situational ethnicity*") per apportarne i benefici sulle dinamiche del gruppo, è fondamentale che questi soggetti riescano ad esprimere i propri valori, altrimenti l'eterogeneità non ha effetti sul processo decisionale. Con la teoria del

Tokenism, che verrà descritta nei prossimi paragrafi<sup>7</sup>, Kanter nel 1977 approfondisce questo aspetto.

### *Creatività ed innovazione*

In letteratura l'eterogeneità della composizione del Board in termini di etnia/nazionalità viene spesso associata alla creatività e all'innovazione delle soluzioni proposte dal gruppo (e.g. Alabede, 2016; Carter et Al., 2003). Secondo Triandis et Al. (1965) la diversità etnica del team potrebbe avere sia effetti positivi che negativi.

Mettendo insieme basi cognitive diverse sarebbero presenti degli stimoli per incentivare dibattiti interni. Il risultato sarebbe un aumento della creatività e dell'innovazione delle scelte del gruppo. Non solo le scelte sarebbero più innovative ma anche multiple. In altre parole, si ipotizza che un gruppo eterogeneo sia in grado di individuare più soluzioni a uno stesso problema. La probabilità che all'interno della rosa di alternative identificate vi sia quella ottima è quindi maggiore.

In contrasto, le difficoltà di comunicazione derivanti da membri dissimili potrebbero limitare la coesione e influire negativamente sia sulla performance del gruppo che su quella aziendale. Si ipotizza quindi che la creatività di un individuo non venga esternata quando quest'ultimo deve cooperare con soggetti non graditi e con cui la comunicazione è difficoltosa.

In un test empirico Triandis et Al. (1965) individuano che i gruppi eterogenei, grazie alla presenza di una varietà di basi cognitive, percezioni, culture, valori e attitudini adottano soluzioni più innovative. La creatività delle scelte approvate non dipende solo dalla composizione del gruppo, ma alcuni soggetti sono più creativi di altri, infatti, gli autori individuano come la creatività del gruppo dipenda da quella dei partecipanti.

McLeod & Lobel (1992) ripropongono in una loro analisi quanto già individuato da Triandis et Al. nel 1965. Gli autori distinguono due meccanismi che potrebbero influire sulla creatività delle scelte del gruppo.

Il primo consiste nell'associazione tra diversità dei tratti osservabili dei membri del Board con le prospettive ed esperienze degli stessi. Di conseguenza, gruppi formati da membri con tratti eterogenei hanno più probabilità di approvare soluzioni innovative grazie al più

---

<sup>7</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

ampio insieme di conoscenze ed abilità apportate. Il secondo meccanismo è la presenza all'interno del team di soggetti con un'elevata abilità innovativa. La loro presenza aumenta la creatività del gruppo intero.

Secondo Cox e Blake (1991) gli individui con una maggiore abilità innovativa sono i soggetti bilingue. Oltre alla dimensione del bilinguismo c'è quella del biculturalismo definito come la capacità di un soggetto di comprendere e accettare le norme di più culture. Si ripropone quindi il concetto di "*Situational ethnicity*".

McLeod & Lobel (1992), di conseguenza, ipotizzano che i soggetti con un'elevata abilità creativa siano quelli appartenenti ad una minoranza etnica presente negli Stati Uniti (ad esempio, gli ispanici). In un test in cui viene analizzata la qualità delle scelte dei gruppi<sup>8</sup> gli autori trovano supporto a quanto ipotizzato: l'eterogeneità in termini etnici porta a scelte più innovative e i soggetti più creativi sono quelli appartenenti a minoranze etniche.

Riassumendo, la presenza di minoranze etniche dovrebbe implementare le informazioni disponibili<sup>9</sup>, le esperienze, le abilità, le prospettive e più in generale le basi culturali rappresentate nel processo decisionale. La combinazione di questi fattori aumenterebbe la qualità delle decisioni, la loro creatività e l'innovazione dell'impresa (Cox & Blake, 1991).

La presenza di minoranze etniche appartenenti a culture collettiviste, secondo la definizione di Hofstede (1980), dovrebbe migliorare la cooperazione fra i membri. La conseguenza sarebbe l'implementazione di politiche finanziarie più efficienti e innovative in grado di massimizzare il valore dell'impresa.

### *Conflitti e categorie sociali*

L'eterogeneità della composizione del Board in termini etnici ha anche degli effetti negativi. Essi riguardano principalmente le difficoltà di comunicazione e i conflitti fra i membri dei gruppi. I conflitti possono essere suddivisi in due classi: conflitti di attività e conflitti emotivi.

I primi sono relativi agli obiettivi che il gruppo dovrebbe prefiggersi, alle procedure da attuare e altre dimensioni di funzionamento del team (Pelled et Al., 1999). I secondi

---

<sup>8</sup> Il test consiste in un brainstorming e la performance del gruppo viene misurata attraverso tre dimensioni diverse: numero di idee, idee uniche (cioè avute solo dallo specifico gruppo) e qualità dell'idee.

<sup>9</sup> Con informazioni si intende la conoscenza che i membri apportano nel Board/gruppo. Essa varia a seconda delle esperienze pregresse come, a titolo esemplificativo, educazione scolastica e lavoro (Jehn et Al., 1999).

invece fanno riferimento a dei litigi personali che sono caratterizzati da rabbia, frustrazione e altri sentimenti negativi (Pelled et Al., 1999).

L'eterogeneità etnica del gruppo potrebbe dar luogo ad entrambe le tipologie di conflitti. Da un lato, come visto precedentemente, culture collettiviste e individualiste prefiggendosi obiettivi diversi potrebbero dar vita a conflitti di attività. Dall'altro, la presenza di soggetti etnicamente differenti potrebbe dar vita a conflitti emotivi a causa di stereotipi e razzismo.

I conflitti vengono alimentati dalle categorie sociali (e.g. Jackson, 1991). Si tratta di classificazioni in cui ogni soggetto tende a inserire sé stesso e chi lo circonda. Esempi di queste categorie possono essere appunto le distinzioni in base al genere e all'etnia.

La presenza delle categorie sociali porta alla nascita di quella che in letteratura viene chiamata "*Social identity theory*", cioè ogni persona tende a instaurare legami positivi prevalentemente con chi appartiene alla medesima categoria sociale (e.g. Jehn et Al., 1999). Di conseguenza, categorizzare gli individui e appartenere a categorie sociali differenti può dar vita a ostilità e conflitti.

I conflitti non dipendono solo dalla diversità ma potrebbero essere accentuati dalla tipologia di compiti che il gruppo è chiamato a svolgere (Pelled et Al., 1999). I compiti si possono classificare in base alla ripetitività e all'interazione richiesta per portarli a termine. Meno sono di *routine* più l'eterogeneità etnica causa conflitti. Infatti, più i compiti sono ripetitivi meno è il livello di interazione richiesto per espletarli.

Timmerman (2000) teorizza che gli effetti negativi della diversità sono maggiori quando l'interdipendenza è alta. Mettendo a confronto squadre di Basketball e Baseball trova che l'eterogeneità, in termini di età ed etnia, ha effetti negativi nelle squadre di Basketball dove è richiesta più interazione fra i componenti del team. Invece, nelle squadre di Baseball, dove l'interazione è bassa, l'eterogeneità non ha effetti sulla performance della squadra.

#### *Problemi di comunicazione interna al gruppo*

Come precedentemente discusso la diversità etnica potrebbe aprire sia a problematiche conflittuali che di comunicazione. L'eterogeneità di informazioni, valori ed esperienze, se non gestita correttamente, potrebbe dar vita a difficoltà di comunicazione tra i membri del Board.

I costi di comunicazione e i conflitti infragruppo derivanti da opinioni e valori diversi portano alla marginalizzazione delle minoranze (Linville & Jones, 1980) con la conseguente insoddisfazione dell'amministratore. La conseguenza si osserva in un maggiore assenteismo e tasso di dimissione degli amministratori marginalizzati (Cox & Blake, 1991).

Hoffman E. (1985) individua una diminuzione delle comunicazioni informali e interpersonali e un aumento di quelle formali con l'aumentare della rappresentanza etnica all'interno del Board. Con comunicazioni informali si intende l'insieme di informazioni che vengono scambiate in situazioni meno strutturate rispetto a una riunione del Board.

La diminuzione delle comunicazioni tra soggetti appartenenti a categorie sociali differenti e l'aumento dell'assenteismo delle minoranze etniche avrebbe come conseguenza un'eterogeneità sulla "carta" ma, nei "fatti", la diversità rimarrebbe inespresa. Il processo decisionale sarebbe così identico a quello di un gruppo omogeneo.

Riassumendo, la presenza di diverse culture potrebbe incrinare i rapporti interni al gruppo a causa di conflitti su quali siano gli effettivi obiettivi da raggiungere e la marginalizzazione delle minoranze provocata da stereotipi (razzismo). Le comunicazioni interne risentirebbero di questi conflitti rendendo complessa la trasmissione delle informazioni necessarie per il funzionamento del Board. Di conseguenza, l'approvazione delle politiche finanziarie sarebbe più lenta dei mutamenti dell'ambiente esterno e il valore dell'impresa verrebbe eroso.

### *Conclusioni*

Tutte le dinamiche finora descritte conseguenti alla presenza di minoranze etniche nel Board sono valide. Un effetto positivo non esclude la conseguenza negativa. Per comprendere a pieno le dinamiche che vengono alimentate all'interno del gruppo bisogna studiare il fenomeno da entrambi i punti di vista.

Watson et Al. (1993), in seguito ad uno studio effettuato su 36 gruppi di lavoro composti da studenti, arrivano a una conclusione importante: i gruppi omogenei preformano meglio di quelli eterogeni per i primi periodi analizzati mentre la situazione si ribalta per gli ultimi. La conclusione teorica è che c'è bisogno di tempo per superare gli effetti negativi della diversità.

Nel primo periodo i costi superano i benefici, si è infatti registrata una maggiore difficoltà nel raggiungere un accordo su quale sia l'obiettivo del gruppo e un'elevata propensione dei membri a prevalere sugli altri. Una volta trovato il giusto equilibrio la creatività e l'innovazione fanno aumentare la performance dei gruppi eterogenei rispetto a quelli che non lo sono.

Questo porta ad un concetto molto importante: la diversità etnica deve essere gestita. Solo attraverso una gestione accurata i benefici supereranno i costi (Watson et Al., 1993). I conflitti derivanti da valori e basi culturali diverse se gestiti in modo ottimale stimolano dei dibattiti che portano a soluzioni più innovative e creative (Hoffman L. & Maier, 1961).

### 1.2.2 Minoranze di genere

La composizione del Board in base al genere è la caratteristica più studiata dalla letteratura (e.g. Bernile et Al., 2018; Carter et Al., 2003 e 2010; Ciavarella, 2017; Johnson & Powell, 1994; Kang et Al., 2007; Milliken & Martins, 1996). Per eterogeneità in termini di genere si intende l'analisi della composizione del Board in base al sesso. Il genere che viene considerato come minoranza è tipicamente quello femminile.

Nei Board composti interamente da uomini, i membri non notano la loro similitudine in quanto i valori e la cultura apportati vengono considerati la norma (Maznevski, 1994). Le donne, con le loro esperienze diverse in termini sia lavorativi che sociali, apportano all'interno della sala consiliare un punto di vista differente arricchendo il processo decisionale (Zelechowski & Bilimoria, 2004).

Come per l'inclusione di minoranze etniche, la presenza del genere femminile potrebbe da un lato aumentare la creatività e l'innovazione del gruppo, dall'altro potrebbero sorgere problemi di comunicazione e di conflitti interni (causati anche in questo caso da stereotipi).

#### *Conseguenze positive della presenza del genere femminile nel Board*

La presenza di donne nel Board aumenta le conoscenze apportate, l'innovazione, la creatività e la capacità di problem-solving del gruppo. Il genere femminile apporta inoltre una sensibilità diversa rispetto ai problemi comuni creando un importante vantaggio competitivo per l'impresa (e.g. Van Der Walt & Ingleby, 2003; Watson et Al., 1993). In aggiunta, questi fattori di diversità, rispetto agli amministratori classici, stimolano dei dibattiti interni che portano a scelte strategiche innovative (Kang et Al., 2007).



L'insieme di tutte queste dimensioni migliora l'efficienza del gruppo che sarà in grado di adottare delle decisioni ponderate e qualitativamente superiori rispetto a un Board omogeneo (Cox & Blake, 1991).

Studiando il Capitale Umano apportato dalle donne nel Board Hillman et Al. (2002) individuano una loro minore esperienza nel business ma una maggiore istruzione (ad esempio più donne rispetto agli uomini possiedono un MBA). Il maggior livello educativo è probabilmente conseguenza della volontà di compensare la posizione di svantaggio derivante da stereotipi.

Inoltre, non vi è differenza fra le competenze finanziarie apportate dai due generi: la differenza sostanziale risiede nella minore esperienza del genere femminile nel ricoprire posizioni esecutive nell'impresa (Hillman et Al., 2002).

Un ulteriore contributo importante del genere femminile è quello di apportare all'interno della *Boardroom* delle prospettive diverse dal punto di vista del comportamento e dei bisogni dei consumatori (Kang et Al., 2007). Infatti, chi si occupa delle spese domestiche sono le donne: esse sono di conseguenza responsabili del 70% della spesa globale<sup>10</sup>. Inoltre, lo sviluppo economico ha portato a dei cambiamenti nella composizione del mercato del lavoro: nel corso degli anni è aumentato il numero di donne con un impiego.

La presenza di amministratori di genere femminile permetterebbe una maggiore rappresentanza di una parte dei consumatori<sup>11</sup> e di un mercato del lavoro con la componente femminile in crescita; il Board rappresenterebbe quindi in maniera più equa gli *stakeholders* (Brammer et Al., 2007; Erhardt et Al., 2003).

In aggiunta, viene argomentato che la presenza del genere femminile nel Board aumenti la produttività della società. La forza lavoro femminile, sapendo di essere rappresentata nel Board e che una "come loro" è riuscita a raggiungere elevati livelli di carriera, si sentirebbe stimolata (Van Der Walt & Ingley, 2003).

Bilimoria & Wheeler (2000) vedono le donne come un'occasione di cambiamento per l'impresa. Gli autori hanno osservato infatti come esse siano più giovani dei relativi

---

<sup>10</sup> "Diversity and gender balance in Britain plc": studio svolto da TCAM nel 2009.

<sup>11</sup> Grazie alla propria esperienza come consumatrici, gli amministratori di genere femminile potrebbero suggerire nuove modalità di commercializzazione dei prodotti (Terjesen et Al., 2009).

colleghi maschi. Esse sono quindi più aperte a nuove idee e a nuovi approcci di conduzione del business.

Le donne possiedono inoltre migliori capacità verbali come: grammatica, lettura e comprensione orale (Halpern, 1992), abilità fondamentali quando si lavora in luoghi in cui la responsabilità è massima e dove si deve spesso interloquire con soggetti esterni all'organizzazione: una buona impressione è d'obbligo.

Infine, le donne non fanno parte del network degli “old boys” e questo permette di essere più indipendenti e monitorare meglio l'operato dei manager (Carter et Al., 2003). All'interno dello schema della Teoria dell'Agenzia, il ruolo del Board è quello di gestire i problemi di agenzia negli interessi degli azionisti. Si argomenta in letteratura che la presenza di donne migliori la gestione di questi problemi in quanto il background differente rispetto agli “old boys” le rende distanti dal loro network garantendo un'indipendenza maggiore. Infatti, si preparano più accuratamente per le riunioni e pongono più quesiti (Izraeli, 2000).

#### *Evidenze sugli effetti delle donne sulle dinamiche del Board*

Per riassumere, gli effetti della presenza del genere femminile sulle dinamiche del Board sono molteplici e possono essere riassunti nei seguenti punti<sup>12</sup> (Brown et Al., 2002):

- Sono più propense a identificare i criteri per implementare le strategie e misurano l'avanzamento delle stesse;
- Adottano delle politiche di selezione più trasparenti diminuendo la dipendenza del processo dal network degli amministratori classici;
- Viene tenuta più traccia di cosa il Board fa e vengono posti dei limiti all'autorità dei singoli manager attraverso un sistema di deleghe;
- Si instaura una comunicazione più efficace fra Board ed azionisti;
- Danno importanza a misure di performance non finanziarie come ad esempio la soddisfazione dei consumatori e degli impiegati, misure di innovazione ed infine misure di responsabilità sociale dell'impresa.

---

<sup>12</sup> Gli autori confrontano i Board con più di tre membri di genere femminile rispetto ai gruppi composti completamente da uomini.

I risultati empirici sugli effetti della presenza delle donne sulla performance aziendale non sono univoci, questo è probabilmente dovuto all'approvazione delle leggi sulla parità dei sessi (ad esempio in Italia la Legge 120/2011).

Si è osservato che per essere conformi alle nuove normative le società hanno nominato nuove amministratrici senza sostituire i membri già presenti nel Board ma semplicemente aumentandone la dimensione. Il risultato è quello di non selezionare le candidate in base alle abilità (Brammer et Al., 2007). Le società sono interessate solo al rispetto delle nuove normative e non alle effettive capacità delle future amministratrici.

### *Stereotipi e discriminazione del genere femminile*

Fino agli anni Ottanta era comune nella letteratura la visione che le scelte prese dalle donne fossero qualitativamente peggiori rispetto a quelle degli uomini (Johnson & Powell, 1994). Si argomentava che questa disparità fosse dovuta principalmente ad una attitudine negativa insita nel genere femminile verso la risoluzione di problemi astratti (Lynn, 1962).

Si creano gli “*Gender Self-Schema*”, dei costrutti psicologici che si sviluppano sin da bambini in cui ognuno si identifica in aspetti (regole, norme, valori, ecc.) tipicamente attribuiti a quel genere (Terjesen et At., 2009).

Gli uomini si identificano in ruoli di aggressività, autorità ed esibizionismo (Konrad et Al., 2000), mentre le donne si rispecchiano in lavori domestici, affiliazione ad altri e umiliazione (Konrad et Al., 2000).

I “*Gender Self-Schema*” sono autoimposti dai singoli soggetti ma sono anche accettati nel senso comune. Potrebbero quindi influenzare la scelta di chi posizionare in un ruolo autoritario come quello di un manager o un membro del Board.

Ad esempio, è probabile che tra due candidati identici ma di differente genere, una donna di giovane età risulterebbe svantaggiata in quanto verrebbe percepito il rischio che essa non dedichi il tempo necessario all'incarico a causa di probabili maternità.

In contrasto, le ricerche successive agli anni Ottanta non individuano differenze fra i due generi e capacità di condurre un business, oppure rispetto ad altre caratteristiche oggetto di stereotipi. Si riportano due esempi.

In primo luogo, Chaganti (1986) non individua differenze su come le donne gestiscono la propria impresa, in termini delle sette S<sup>13</sup>, rispetto agli uomini. Infine, Johnson & Powell (1994) trovano che le donne sono meno propense al rischio degli uomini solo nella popolazione “normale”. Quando invece si prende in considerazione la popolazione “manageriale”<sup>14</sup> non vi è alcuna differenza.

Le donne sono però tutt’ora oggetto di discriminazione: sono manager di imprese piccole, poche di loro sono lavoratrici autonome e hanno un basso indice di indebitamento (Carter & Shaw, 2006).

È l’ultimo punto quello che spinge verso la teoria della discriminazione del genere femminile. L’ipotesi è che a parità di condizioni di solvibilità, grandezza e tipologia di business, le donne abbiano meno possibilità di accedere al mercato del credito rispetto agli uomini (Muravyev et Al., 2009).

Muravyev et Al. (2009), a supporto dell’ipotesi della discriminazione femminile nel mercato del credito, individuano che le imprese gestite da donne hanno il 5% di probabilità in meno di ottenere un prestito rispetto a quelle gestite da uomini. Inoltre, quando lo ottengono pagano in media lo 0,5% in più. Queste differenze vanno però ad attenuarsi qualora le imprese si trovino in Stati finanziariamente più evoluti come gli Stati Uniti.

In conclusione, un ulteriore fattore che frena la nomina di donne all’interno del Board consiste in dubbi riguardo le politiche che esse implementerebbero. Secondo Mattis (2000) le donne avrebbero un’agenda differente da quella degli uomini (un’agenda femminista). Uno studio di Bradshaw & Wicks (2000) dimostra però che i due generi hanno le stesse priorità nel dirigere un’azienda: la valorizzazione del capitale azionario.

#### *Problemi di comunicazione e conflitti*

Gli effetti negativi dell’eterogeneità in termini di genere sulle dinamiche del Board sono simili a quelli osservabili in presenza di minoranze etniche. Infatti, in uno studio svolto su gruppi di lavoro formati da studenti di medicina, Alagna et Al. (1982) trovano che nei

---

<sup>13</sup> In inglese: *shared Values, strategies, structures, systems, staff, skills and styles.*

<sup>14</sup> Per rappresentare la popolazione manageriale il test è stato svolto su una classe universitaria iscritta all’ultimo anno.

gruppi “misti” si sono riscontrati più alti livelli di tensione e di conflitti rispetto a quelli composti esclusivamente da persone di genere maschile.

I conflitti con la componente maschile dominante sono la ragione per l’insoddisfazione nel luogo di lavoro. Le donne infatti registrano dei tassi di turnover e di assenteismo maggiori rispetto agli uomini (Cox & Blake, 1991).

### *Conclusioni*

La presenza del genere femminile all’interno del Board implementerebbe le informazioni e le abilità apportate nel processo decisionale aiutando il gruppo a comprendere i reali bisogni di una importante componente del mercato. Verrebbero implementate di conseguenza delle politiche finanziarie in grado di soddisfare la clientela. Grazie all’eterogeneità dei punti di vista analizzati esse sarebbero in aggiunta più ponderate e innovative.

Contrariamente, potrebbero sorgere delle discussioni interne sui temi da affrontare: un’agenda femminista potrebbe in realtà erodere il valore dell’impresa. La presenza di amministratori di genere femminile potrebbe essere considerata dal resto del gruppo solamente come un obbligo di legge causando la loro marginalizzazione e ininfluenza sul processo decisionale.

Sebbene il numero di donne nominate nei Board sia in crescita, c’è da sottolineare come esse siedano in molti più consigli rispetto agli uomini. Questo significa che in realtà è un cerchio ristretto che viene nominato sempre più spesso facendo sì che esse accumulino esperienza più velocemente<sup>15</sup> (Sealy et Al., 2007).

In conclusione, il ruolo che ricoprono all’interno del Board è diverso da quello degli uomini: ricoprono solitamente ruoli inerenti alle pubbliche relazioni (Peterson & Philpot, 2007).

#### 1.2.3 Confronto fra minoranze di genere e di etnia

In letteratura quando si studia l’eterogeneità delle caratteristiche demografiche si fa spesso riferimento sia al genere che all’etnia, escludendo talvolta l’età (e.g. Brammer et

---

<sup>15</sup> Nel 2007 sono stati nominati nel Regno Unito 150 nuovi direttori di cui 30 donne. Di quest’ultime solo 5 non avevano mai assunto la carica di amministratore precedentemente.

Al., 2007; Erhardt et Al., 2003; Miller & Triana, 2009). I due tratti presentano alcune caratteristiche in comune come:

1. Sono sottorappresentati nei Board (e.g. Brammer et Al., 2007; Burke, 2000);
2. Sono caratteristiche visibili e quindi facilmente osservabili dal mercato: la presenza di minoranze nel Board migliora la reputazione dell'impresa (Miller & Triana, 2009);
3. Sono rappresentativi di soggetti con un più alto livello di educazione (Miller & Triana, 2009);
4. Apportano con più probabilità un background differente<sup>16</sup> rispetto ai classici amministratori in termini di informazioni, prospettive ed esperienze (Carter et Al., 2003; Kang et Al., 2007).

#### *Conseguenze positive in comune sulla performance del Board*

Il “Capitale Sociale” che le minoranze di genere e di etnia apportano è molto importante. Per Social Capital si intende l'insieme di legami dei direttori sia con l'interno che con l'esterno dell'impresa. Alla base del concetto c'è l'idea dell'apporto di una sorta di avviamento derivante dai legami sociali, sia formali che informali, degli amministratori (Javakhadze et Al., 2016).

I direttori vengono visti come i soggetti che legano l'esterno dell'impresa con l'interno, fornendo le risorse necessarie, in termini di informazioni e abilità, per la sua sopravvivenza. Le minoranze etniche e di genere siedono in molti più Board rispetto agli uomini, spesso non ricoprendo posizioni esecutive, rendendo molto più grande il range di legami apportati nel processo decisionale (Hillman et Al., 2002).

L'importanza del network dipende dalla quantità dei legami e dalla loro qualità. Per quanto riguarda la quantità, maggiore è il network apportato più è probabile che vi siano relazioni utili per la società, soprattutto se sono all'esterno del settore di appartenenza (Blau & Alba, 1982). La quantità però non assicura la qualità, i legami sono tanto più utili quanto sono stretti con persone con un ruolo di rilievo all'interno delle organizzazioni (Brass, 1984).

---

<sup>16</sup> Spesso si tratta di un background esterno rispetto a quello tipico del Business.

Come discusso precedentemente analizzando le minoranze di genere, anche l'eterogeneità in termini etnici significa rappresentare i consumatori e la forza lavoro. Biggins (1999) sottolinea come possano derivare benefici da una rappresentanza nel Board dei principali stakeholders (investitori, clienti e impiegati). Questo avviene soprattutto per le imprese che sono in contatto, in maniera rilevante, con i propri consumatori. Un Board eterogeneo sarebbe, ad esempio, in grado di comunicare in modo più semplice con i clienti e comprenderne le preferenze di prodotto (Billimora & Wheeler, 2000).

Brammer et Al. (2007) sottolineano che per essere nominati amministratori, sono fondamentali le competenze settoriali. Se l'impresa opera in un'industria con una forza lavoro prevalentemente maschile (ad esempio elettricità e gas) è facile che chi abbia un'esperienza adeguata sia uomo.

Altri settori invece hanno una percentuale di forza-lavoro femminile più elevata (ad esempio Hotel, ristorazione e servizi finanziari) rendendo più probabile che vi sia una persona di genere femminile con un'esperienza settoriale adeguata per essere nominata amministratrice.

Gli stessi autori notano come è più facile che sia nominata una donna nelle società che si relazionano direttamente con il consumatore finale rispetto a quelle in cui il cliente è un'altra società<sup>17</sup>. Le stesse conclusioni sono valide per le minoranze etniche.

In conclusione, si sottolinea come gli amministratori facenti parte della categoria tradizionale con competenze adeguate per ricoprire il ruolo sono difficili da individuare. Infatti, sempre di più sono quelli che rifiutano le nomine a membri del Board in quanto non hanno materialmente il tempo per ricoprire ulteriori cariche (Burke, 2000).

Le competenze non sono distribuite casualmente nella popolazione e quindi tendono a variare con il variare delle caratteristiche demografiche (Robinson & Dechant, 1997). Questo significa che le competenze per gestire un'impresa in maniera profittevole non sono tutte in mano agli uomini bianchi ma sono presenti anche in tutte le altre persone che hanno caratteristiche demografiche differenti.

---

<sup>17</sup> Le prime sono, ad esempio, società che appartengono al settore della moda o degli accessori per la casa. Le seconde sono, sempre a titolo esemplificativo, imprese che si occupano di logistica, costruzioni e ingegneria.

Le imprese dovrebbero quindi ampliare il proprio range di ricerca andando oltre i “talenti tradizionali”; nominare persone talentuose che abbiano il tempo necessario da dedicare al processo decisionale è migliore per la performance del team e quindi aziendale. Queste persone fanno parte delle minoranze di genere e di etnia (Burke, 2000).

#### *Conseguenze negative in comune sulla performance del Board*

L’eterogeneità in termini di etnia o di genere presenta tuttavia dei costi comuni tra cui l’aumento dell’assenteismo, dell’insoddisfazione e del turnover (Cox & Blake, 1991; Jehn et Al., 1999). L’assenteismo e il turnover rendono nei “fatti” omogeneo un Board che nella “carta” potrebbe risultare ben diversificato.

L’eccessiva diversità porta a dei costi in termini di conflitti derivanti da valori e culture diverse che incrinano la comunicazione interna al Board. Infatti, Knight et Al. (1999) individuano come i Board molto eterogenei abbiano bisogno di più tempo per raggiungere un accordo riducendo la performance aziendale.

Un ulteriore fattore negativo in comune, come indicato nei paragrafi precedenti, è rappresentato dalla teoria del Tokenism, chiamata anche “teoria della massa critica”. Kanter nel 1977 teorizza che quando all’interno di un gruppo viene individuato un insieme di membri con caratteristiche comuni<sup>18</sup> sottorappresentato, questo ha effetti negativi sull’intero gruppo.

Si individuano due componenti del team, la parte dominante e quella che viene chiamata token (simbolo). La parte in minoranza viene considerata solo come un simbolo, oppure una rappresentanza, della categoria a cui appartiene e non come un insieme di soggetti con delle competenze utili nel processo decisionale. La minoranza tende ad allineare i propri comportamenti a quelli della maggioranza sotto la pressione della componente dominante.

La presenza di minoranze all’interno del Board viene considerata quindi come rappresentanza oppure un obbligo istituzionale e non come il canale attraverso il quale la diversità viene espressa (Van Der Walt & Ingley, 2003).

---

<sup>18</sup> Detto anche “sottogruppo”.



La teoria del Token ha validità solo fino al raggiungimento della massa critica che è pari al numero minimo di componenti del sottogruppo “simbolo” che li rende influenti sul processo decisionale nel suo complesso.

Raggiunta la massa critica diminuisce la pressione della componente dominante. Il problema fondamentale è che non è stato individuato questo livello soglia che infatti tende a variare in base al contesto e alla situazione in cui il gruppo opera.

#### *Differenza delle informazioni apportate dalle due minoranze*

Entrambe le minoranze sono utili per ampliare lo spettro delle conoscenze apportate nel processo decisionale, tuttavia, le informazioni apportate sono differenti. Le conseguenze della presenza nel Board di un amministratore di genere femminile non corrispondono alla nomina di un membro appartenente a un'etnia differente.

L'utilità del network dei legami apportati e delle esperienze pregresse (sociali, accademiche o lavorative che siano) varia al variare degli obiettivi aziendali. Ad esempio, la presenza di minoranze etniche fornisce delle informazioni e delle abilità più importanti per le imprese che desiderano espandersi su mercati internazionali (Richard, 2000)<sup>19</sup>. La presenza del genere femminile è invece più adatta per quelle società che hanno come riferimento un mercato tipicamente femminile come, a titolo esemplificativo, quello degli elettrodomestici.

#### *Conclusioni*

È utile ricapitolare gli aspetti fondamentali nell'ottica di questa Tesi di quanto finora esposto sugli effetti delle diversità culturali in termini di etnia e di genere sulle politiche finanziarie.

Prima di tutto, le differenze cognitive ed esperienziali (educative e non) apportate all'interno del processo decisionale dovrebbero renderlo più efficiente grazie al più ampio range di alternative ideate per la risoluzione di problemi complessi. Le soluzioni oltre ad essere numericamente maggiori sono anche qualitativamente migliori data la loro creatività ed innovazione.

---

<sup>19</sup> A titolo esemplificativo, Avon (azienda statunitense produttrice di cosmetici) prima di lanciare una linea di cosmetici rivolta a persone con carnagione scura ha inserito all'interno della propria area marketing persone di etnia ispanica e africana.

La presenza di minoranze culturali migliora le capacità di problem-solving del Board. In questo modo si crea un vantaggio competitivo in grado di sostenere la posizione di mercato della società. Il tutto si trasforma in politiche finanziarie che hanno come conseguenza la massimizzazione del valore dell'impresa. Un esempio di queste politiche consiste negli investimenti in ricerca e sviluppo.

Oltre agli effetti benefici sopra riassunti potrebbero verificarsi delle dinamiche negative. Allineare diverse linee di pensiero e percezioni eterogenee non è semplice. Spesso si creano conflitti che potrebbero incidere sul funzionamento del Board. Ad esempio, il gruppo potrebbe richiedere più tempo per approvare una decisione.

Inoltre, le comunicazioni interne al Board potrebbero risentire di questi conflitti rendendo difficile la condivisione sia di informazioni che di abilità impattando negativamente sulla creatività delle soluzioni proposte e approvate. Se si innescasse questo secondo meccanismo il valore dell'impresa verrebbe eroso.

Queste due tipologie di eterogeneità vanno quindi gestite. Non basta nominare minoranze nel Board per acquisirne i vantaggi competitivi. Inoltre, un'eccessiva diversità ha lo stesso effetto, sia sulla performance del gruppo che su quella aziendale, di un Board composto da tutte persone identiche.

Bisogna trovare la composizione ottimale del gruppo in termini di diversità e di conflitti e possedere le giuste competenze per gestirla. Per questo in letteratura si afferma che la relazione fra eterogeneità e performance aziendali non è lineare, raggiunto un determinato livello di diversità i costi superano i benefici e il valore aziendale viene depauperato (e.g. Cox & Blake, 1991).

#### 1.2.4 Età

Solitamente i Board sono composti da amministratori di "mezza-età" che hanno precedenti esperienze lavorative come direttori esecutivi in imprese appartenenti al medesimo settore industriale. Negli ultimi anni questa tendenza sta cambiando in quanto si riscontra un progressivo incoraggiamento alla diversità della composizione del Board in termini di età (Kang et Al., 2007).

Pollitt (2006) individua come il 30% della forza-lavoro nel Regno Unito abbia più di cinquanta anni, dato destinato ad aumentare del 10% nei prossimi dieci. I giovani continueranno ad entrare nel mondo del lavoro, diventa quindi fondamentale

comprendere come l'innalzamento dell'età media e della sua eterogeneità impattino sul processo decisionale e sulla performance del gruppo nonché sui risultati aziendali (Li et Al., 2011).

La suddivisione dei soggetti in base all'età all'interno del mercato del lavoro non è però paritetica. Per ogni "anziano" non corrisponde un "giovane". Questa è una problematica molto rilevante per alcune industrie. La NASA<sup>20</sup>, ad esempio, ha una forza lavoro molto sbilanciata: il numero di lavoratori con più di sessanta anni è il doppio rispetto a quelli con meno di trenta (Peterson & Spiker, 2005).

Questo gap deve essere in qualche modo gestito in quanto non è presente un numero sufficiente di risorse umane qualificate, in termini di abilità e conoscenze adeguate, a sostituire quelle che raggiungeranno entro qualche anno l'età pensionabile.

Questa dinamica si rispecchia sia sulla composizione del Board sia sugli obiettivi che il team si deve porre. La gestione di questo gap di conoscenze e di abilità deve essere in qualche modo affrontato. La perdita di personale qualificato e l'inesistenza di sostituti adeguati potrebbe essere un fattore negativo per la redditività dell'impresa.

Come per le altre caratteristiche demografiche, anche in questo caso si considera la diversità di valori e prospettive tra tipologie di individui presenti nella popolazione. Con la differenza che, quando si discute con riguardo alle differenze di genere ed etniche, l'eterogeneità delle basi cognitive è dovuta principalmente a differenze culturali. Quando si tratta dell'età sono le esperienze sociali e politiche vissute, nonché eventi e momenti storici, che determinano i valori e le prospettive di ogni membro appartenente al Board (Bantel & Jackson, 1989; Murray, 1989).

Quando si è affrontato il tema dell'eterogeneità in termini etnici e di genere si è introdotto il concetto di minoranza demografica. In accordo con la definizione che classifica un soggetto come minoranza quando possiede una caratteristica presente nel meno del 50% del gruppo (Moscovici & Faucheux, 1972), si sono individuati dei membri tipicamente definiti come minoranza: il genere femminile e i soggetti appartenenti a una etnia differente rispetto a quella anglo-americana (così come definita da Cox et Al., 1991).

Approcciando alla terza caratteristica demografica, l'età, si sottolinea come non esistano dei soggetti tipicamente discriminati e considerati come minoranza. Chi appartiene alla

---

<sup>20</sup> NASA: acronimo di *National Aeronautics and Space Administration*.

maggioranza e chi no dipende strettamente dal contesto. In altre parole, è probabile che un amministratore asiatico sia considerato una minoranza demografica nei Board delle società italiane, mentre, un amministratore di trentatré anni non è detto che lo sia.

Per questo motivo il tema dell'età deve essere analizzato in due dimensioni. Nella sua media e nella sua eterogeneità (e.g. Ararat et Al., 2010; Ciavarella et Al., 2017; Wiersema & Bantel, 1992).

### *Effetti dell'età media*

L'età media del Cda viene associata alle risorse cognitive presenti nel processo decisionale, in particolare, ci si aspetta che i manager più giovani apportino dei mezzi qualitativamente migliori rispetto ai colleghi più anziani (Bantel & Jackson, 1989).

Bantel & Jackson (1989) forniscono tre motivazioni a supporto dell'ipotesi sopra riportata:

1. Con il passare degli anni alcune delle abilità cognitive subiscono delle perdite come ad esempio le capacità di ragionamento, di apprendimento e di memoria (Botwinick, 1977);
2. I manager più giovani hanno probabilmente concluso gli studi più recentemente rispetto ai colleghi più anziani. Le nozioni tecniche impartite all'Università sono ancora fresche nella loro memoria;
3. Viene associata all'età la propensione al rischio, più i manager sono giovani più sono propensi al rischio (Vroom & Pahl, 1971).

In letteratura si argomenta che i giovani sono più flessibili mentalmente, più energici e più creativi (Beaver & Hutchings, 2005). Non bisogna però sottovalutare l'importanza delle persone più anziane che hanno accumulato nel corso degli anni esperienze lavorative fondamentali per l'impresa, sono più affidabili<sup>21</sup>, comprendono meglio le dinamiche del settore e possiedono un network di legami indispensabili per la sopravvivenza della società nel mercato (Peterson & Spiker, 2005).

Il network di legami apportato dagli amministratori più anziani è indispensabile in quanto è migliore (sia in termini di quantità che di qualità) rispetto a quello dei manager di età minore.

---

<sup>21</sup> Pollitt nel 2006 individua che l'affidabilità aumenta quando un soggetto supera i cinquanta anni di età.

Infatti, questa classe di amministratori, avendo un'esperienza lavorativa più duratura, ha avuto la possibilità di stringere delle relazioni, più o meno formali, con un numero maggiore di individui. All'interno di questo più ampio network sono inclusi sicuramente legami di qualità. Si fa riferimento a quelli più duraturi nel tempo. Essi hanno due caratteristiche: sono più solidi e sono stretti con persone che ricoprono un ruolo di rilievo all'interno di varie organizzazioni<sup>22</sup>.

Se i manager più giovani sono più flessibili e propensi al rischio<sup>23</sup> (Child, 1974) in contrasto quelli più anziani sono restii ai cambiamenti. Infatti, per loro la sicurezza finanziaria e di carriera diventa molto importante, di conseguenza evitano politiche finanziarie rischiose (Vroom & Pahl, 1971) e cambi strategici (Bertrand & Scholar, 2003).

Si può affermare che con l'avanzamento dell'età gli amministratori diventano più conservativi, hanno timore di vanificare, attraverso delle scelte rischiose, tutto ciò che hanno costruito in anni di carriera, tra cui la reputazione.

In accordo con quanto finora esposto, Taylor nel 1975 individua due fattori che influiscono sulle dinamiche del processo decisionale: l'età del decisore e la sua esperienza come tale. Queste due dimensioni non sono le uniche che impattano il processo decisionale ma possono fornire nell'analisi delle dinamiche del gruppo dei contributi importanti e spesso vengono analizzate in combinazione.

Si è visto come con il passare dell'età si riscontra l'indebolimento di alcune capacità cognitive, per compensare questo deficit i manager più anziani apportano la loro esperienza nell'analizzare le informazioni. Si minimizza così il numero di informazioni richieste per individuare l'alternativa che verrà approvata.

Spesso, per concludere in tempi rapidi il processo decisionale, viene utilizzata la strategia della "soddisfazione" (Simon, 1957). Siccome è impossibile analizzare la totalità delle informazioni disponibili per la risoluzione di un problema, il decisore dovrebbe rinunciare all'obiettivo di trovare la soluzione migliore e stabilire uno standard minimo. A questo

---

<sup>22</sup> Si ipotizza che questi legami, essendo stati stretti in anni meno recenti, ad esempio durante gli studi universitari, siano stretti con persone che nel corso degli anni sono arrivate a ricoprire ruoli di spicco all'interno delle più svariate organizzazioni (ad esempio in altre società, banche oppure ruoli politici).

<sup>23</sup> La maggiore propensione al rischio si rispecchia in una maggiore volatilità dei ricavi, accompagnata però da un aumento del loro valore atteso.

punto si va alla ricerca delle alternative e quando si trova una soluzione che raggiunge lo standard prefissato allora il processo decisionale si conclude.

Taylor (1975) analizza se l'età è un elemento fondamentale nell'individuare la capacità del decisore di sfruttare la strategia decisionale della "soddisfazione", per fare ciò costruisce un modello di analisi in cui si elimina l'influenza che potrebbe avere l'esperienza.

L'autore individua che l'età del manager è associata con una maggiore ricerca di informazioni con un conseguente aumento del tempo necessario per raggiungere una decisione. Sebbene risulti una relazione positiva fra età ed analisi del valore delle informazioni, più gli amministratori sono giovani più sono propensi ad includere nel processo decisionale solo informazioni accurate.

In altre parole, i manager anziani sono più propensi a controllare che le informazioni siano di valore mentre i più giovani utilizzano informazioni che rendono il processo decisionale più accurato. La differenza risiede nell'utilità che l'informazione può avere nell'individuazione della strategia "soddisfacente". Un'informazione può essere di valore ma non utile, in contrasto, quando è accurata è sicuramente importante per la risoluzione del problema.

Risulta, dalla ricerca sopra citata, che più aumenta l'età meno si ha confidenza nelle proprie scelte e, coerentemente con la volontà di sicurezza, si è disposti a cambiare opinione quando si prende coscienza delle conseguenze negative che potrebbero derivare dalla propria scelta<sup>24</sup>.

In conclusione, l'autore non individua delle relazioni a supporto dell'ipotesi che i manager più anziani facciano ricorso alla strategia della soddisfazione. Non viene quindi compensata la perdita di risorse cognitive dovuta all'avanzamento dell'età. Viene individuata, come precedentemente asserito, una loro tendenza a cercare una quantità maggiore di informazioni.

L'aumento del tempo necessario per approdare a una conclusione non è quindi dovuto esclusivamente a una loro minore capacità di analizzare le informazioni rispetto ai

---

<sup>24</sup> Si intende sia sicurezza finanziaria che lavorativa. Più si diventa anziani più si vuole tenere saldo il proprio posto di lavoro. Di conseguenza, un ulteriore fattore che aumenta l'incertezza sulle proprie decisioni è la volontà di mantenere intatta la propria reputazione.

manager più giovani ma anche alla volontà di sicurezza. Questa volontà si concretizza in un maggior numero di informazioni ricercate e una scarsa fiducia nelle proprie decisioni.

Riassumendo, gli effetti dell'età media sulle dinamiche del Board e sulle conseguenti politiche finanziarie approvate potrebbero essere molteplici. Ad esempio, come prima discusso, l'età media ha un effetto sulla propensione al rischio dei soggetti. Un Board "giovane", data la maggiore propensione al rischio ed una maggiore flessibilità mentale, potrebbe optare per politiche finanziarie innovative che si rispecchierebbero in maggiori investimenti in ricerca e sviluppo, considerati per loro natura più rischiosi.

Con l'avanzamento dell'età media del Board ci si attendono delle politiche finanziarie costanti con quelle pregresse e una progressiva diminuzione dell'esposizione al rischio. La società rischierebbe di perdere quote di mercato con conseguenze negative sul valore aziendale.

In contrasto, il network di maggiore quantità e qualità presente nei Board con un'età media elevata potrebbe avere degli impatti positivi sulla redditività dell'impresa. Grazie a questi legami il gruppo avrebbe più facile accesso a risorse fondamentali per la sopravvivenza della società sia in termini immateriali (informazioni) che materiali (accesso al credito).

### *Eterogeneità dell'età*

#### *- Effetti positivi*

Come per le altre due tipologie di caratteristiche demografiche, la diversità della composizione del Board in termini di età è utile per meglio rappresentare il mercato e le preferenze di prodotto e di consumo di tutte le fasce d'età (Morrison, 1992).

Quando si è rappresentativi del cliente target è più semplice individuare le politiche di marketing adeguate ad ampliare il proprio business e ottenere di conseguenza delle buone performance aziendali.

Per meglio comprendere il senso di questo concetto si propone un esempio di Li et Al. (2011). Se l'obiettivo di una compagnia di assicurazione è vendere prodotti del ramo vita a clienti con età superiore ai quarantacinque anni, è ragionevole che la forza lavoro impiegata rispecchi l'età dei clienti target.

Quando il cliente entrerà in contatto con la compagnia avrà la sensazione di essere compreso e, sentendosi più a suo agio, sarà propenso a concludere un contratto. L'area marketing, se composta da soggetti rappresentativi del consumatore finale, sarà cosciente delle politiche da adottare per solidificare la propria posizione di mercato. Il tutto si rispecchia sul Board che dovrebbe essere, a sua volta, rappresentativo sia della clientela che della forza lavoro impiegata (e.g. Kang et Al., 2007).

Ugualmente, un'impresa che è attiva nel settore della moda dovrebbe avere un Board e una forza lavoro eterogenea in grado di comprendere le tendenze di "moda" all'interno di tutte le fasce di età. La rappresentazione massima della clientela consisterebbe nella presenza all'interno del Board di un rappresentante per ogni segmento di mercato individuato (Huse & Rindova, 2001).

Oltre alla più efficace rappresentazione del mercato, un'eterogeneità nella composizione del Board in termini di età fornisce al processo decisionale valori, esperienze, attitudini e basi cognitive differenti che potrebbero incrementare la creatività e l'innovazione delle soluzioni proposte (Bantel & Jackson, 1989; Cox et Al., 1991).

Un gruppo ben diversificato avrebbe a disposizione le caratteristiche positive di tutte le fasce d'età dei manager. Sarebbe presente la dinamicità e l'energia degli amministratori più giovani moderata però dalla cautela dei membri più anziani.

Gli amministratori della generazione più recente porterebbero delle prospettive utili per affrontare il mercato in evoluzione. Quelli della generazione più anziana avrebbero l'esperienza necessaria per indirizzare correttamente l'implementazione delle nuove idee e, attraverso il loro network esterno, agevolano lo svolgimento dei progetti interni all'impresa.

Un ultimo fattore importante, che viene sostenuto dalla letteratura (e.g. Li et Al., 2011), è che quando un'impresa ha la capacità di gestire e promuovere la diversità in termini di età attrae i talenti migliori disponibili nel mercato del lavoro. Quest'ultimi infatti vedono la società come un luogo dove poter esprimere a pieno le proprie capacità.

La combinazione di queste fattispecie crea un vantaggio competitivo difficilmente riproducibile dai concorrenti. L'impresa di conseguenza otterrebbe delle performance migliori garantendo la redditività per gli azionisti.



### *-Effetti negativi*

L'eterogeneità della composizione del Board in termini di età viene associata alla problematica del turnover dei membri (e.g. Wagner et Al., 1984). La casistica può essere analizzata da due prospettive.

La prima è sul singolo individuo: si teorizza che con l'aumento dell'età diminuisca la probabilità che un amministratore si dimetta dal proprio incarico<sup>25</sup> (Porter & Steers, 1973). Dall'altro lato diventa importante anche il contesto in cui l'individuo è inserito. Più gli amministratori sono simili, più sarà alto il livello di coesione. Il soggetto maggiormente dissimile dal resto del gruppo sarà propenso a rinunciare al proprio incarico perché si ritroverebbe marginalizzato (anche se si tratta di un anziano).

Infatti, Cummings et Al. (1993) trovano che i soggetti diversi rispetto all'età media del team registrano un tasso di assenteismo più alto ed ottengono delle valutazioni peggiori dai propri responsabili. Questi individui non sarebbero incentivati ad apportare le proprie capacità rendendo la loro presenza all'interno del Board un Token e ininfluenza sulle dinamiche del processo decisionale.

Wagner et Al. nel 1984 svolgono una ricerca per approfondire la seconda dimensione; gli autori ipotizzano che i soggetti appartenenti alla stessa generazione hanno esperienze simili, il che influisce sul modo di percepire la realtà e sui valori condivisi. Inoltre, le persone sono più propense a dialogare con chi ritengono possa essere simile a loro.

Gli autori infatti individuano che i team nei quali si registrano più dimissioni sono quelli eterogenei. Esse sono inoltre "firmate" dai soggetti più distanti rispetto all'età media del resto del gruppo<sup>26</sup>.

Oltre alla questione del turnover, tra gli effetti negativi causati dall'eterogeneità in termini di età rientrano quelli relativi ai conflitti e alle difficoltà di comunicazione che potrebbero sorgere dalla diversità di valori ed esperienze pregresse (Pfeffer, 1983)<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Ipotesi sostenuta anche dai concetti prima richiamati riguardo la ricerca di sicurezza con il progredire dell'età.

<sup>26</sup> Per misurare la distanza, gli autori utilizzano una misura molto frequente nelle ricerche sociometriche. Burt (1982) descrive la distanza esistente fra due soggetti come la distanza euclidea tra ognuno di essi ed il resto della popolazione. In altre parole, se due persone hanno distanze simili dagli altri soggetti del gruppo allora presentano delle caratteristiche in comune.

<sup>27</sup> Pelled et Al. (1999), riprendendo la distinzione prima descritta fra conflitti di attività e conflitti emotivi (vedi paragrafo 1.2.1), sottolineano come l'eterogeneità in termini di età diminuisce la probabilità dei

L'età, essendo una caratteristica osservabile (infatti è contemplata nelle differenze demografiche), potrebbe dar vita a stereotipi e marginalizzazioni in base al contesto di riferimento. In altre parole, come precedentemente discusso, non viene individuata una fascia d'età tipicamente discriminata.

Soggetti nati nello stesso periodo, vivendo le stesse esperienze, hanno sviluppato prospettive e comportamenti simili. Queste similitudini creano le categorie sociali che danno luogo, a loro volta, a difficoltà di comunicazione e conflitti fra membri dissimili.

Si sottolinea però che i conflitti potrebbero derivare anche da un'eccessiva omogeneità. Infatti, si presuppone che persone con età simile siano allo stesso livello di carriera il che aumenta la competizione per ottenere un riconoscimento dai superiori o una promozione (Timmerman, 2000).

Pfeffer (1993) e O'Reilly et Al. (1998) ricercando evidenze empiriche a supporto dell'aumento dei conflitti all'aumentare dell'eterogeneità del Board, non individuano risultati significativi. Gli autori giustificano l'assenza di una relazione significativa fra le due dimensioni a causa di un importante impatto della "Tenure" sui conflitti infragruppo, relazione che verrà discussa nel paragrafo 1.3.3<sup>28</sup>.

In conclusione, Zenger & Lawrence nel 1989 studiano gli effetti della diversità in termini di età sulle comunicazioni all'interno di progetti di lavoro in imprese appartenenti al settore elettronico degli Stati Uniti.

Gli autori trovano una riduzione delle comunicazioni tecniche all'aumentare dell'eterogeneità dei membri. Inoltre, i soggetti appartenenti a un gruppo comunicano di questioni tecniche con persone simili appartenenti ad altri team.

Questo fenomeno ha due conseguenze importanti. La prima riguarda la condivisione di informazioni rilevanti fra gruppi diversi a beneficio del sistema nel suo complesso (esempio di Social Capital). La seconda, negativa, è che internamente il gruppo non riuscirà a gestire queste informazioni qualora sia presente un'elevata eterogeneità dei membri, la performance del processo decisionale sarebbe quindi negativa.

---

secondi. In contrasto, i gruppi omogenei devono gestire una maggiore mole di conflitti caratterizzati da rabbia, frustrazione e sentimenti negativi.

<sup>28</sup> Si sottolinea come supporti empirici significativi non siano stati individuati neppure per gli effetti positivi prima ipotizzati. Ad esempio, Wiersema & Bantel (1992) non hanno trovato alcuna relazione fra eterogeneità in termini di età e innovazione/creatività.

## *Conclusioni*

L'eterogeneità dell'età se correttamente gestita potrebbe avere degli effetti positivi. La maggiore dinamicità e conoscenza tecnica dei manager giovani associata con l'esperienza, la cautela, l'affidabilità e la capacità di raccogliere informazioni degli amministratori più anziani consentirebbe al Board di implementare delle politiche finanziarie più redditizie per la società.

Ad esempio, le politiche volte a innovare vengono solitamente proposte dai manager più giovani, che potrebbero però essere troppo impulsivi e investire su un progetto di ricerca e sviluppo non adatto.

Un gruppo eterogeneo permette una migliore performance in quanto verrebbe garantito il bilanciamento fra la disponibilità di assumere rischio dei giovani con la cautela tipica dei manager più anziani (Ararat et Al., 2010).

Kim & Lim (2010) riassumono i concetti di cui si è discusso in questo paragrafo attraverso una semplice dicotomia: produttività vs esperienza. I manager più giovani apportano la produttività mentre i più anziani l'esperienza. Entrambe caratteristiche fondamentali nel processo decisionale affrontato dal Board.

Quando si uniscono le qualità di tutte le fasce di età all'interno del gruppo, si crea una sinergia fra le varie abilità che potrebbe incrementare l'efficienza del team e di conseguenza ottimizzare le performance aziendali.

### **1.3 Caratteristiche Cognitive**

Quando si parla di caratteristiche cognitive, anche dette non osservabili, si fa riferimento ad attributi insiti in ogni persona. Si includono: educazione scolastica, abilità tecniche, esperienze lavorative, esperienze nell'impresa e background socioeconomico (Milliken & Martins, 1996).

Tutte le differenze non osservabili fanno riferimento alle diverse abilità e conoscenze che si sviluppano in base a esperienze pregresse. Non è la caratteristica in sé ad essere importante ma le abilità e le conoscenze strettamente correlate.

Anche se si tratta di tratti non osservabili sono quelli che alimentano le più significative differenze in termini di prospettive, valori, modalità di approccio ai problemi e di interazione tra i membri appartenenti al Board.

Milliken & Martins (1996) associano le caratteristiche osservabili a quelle che non lo sono. Ad esempio, gli autori argomentano che in realtà non è l'essere donna che porta a stereotipi ma l'insieme di caratteristiche non osservabili che si associano al genere femminile<sup>29</sup>.

Ugualmente, sono i tratti cognitivi ad essere importanti nella determinazione delle proprie caratteristiche personali e dei propri valori, non l'appartenenza ad una determinata etnia o nazionalità.

### *Human Capital*<sup>30</sup>

Le caratteristiche non osservabili contribuiscono alla costruzione del Capitale Umano. Per definire il concetto di Human Capital si possono inizialmente analizzare i due termini che lo compongono.

Becker (1964) definisce il capitale come un elemento che garantisce un reddito o qualche utilità nel lungo periodo. Alcuni esempi possono essere: le azioni, il conto corrente oppure la proprietà di un immobile.

Quando viene associato l'aggettivo "Umano" al Capitale si intende una diversa tipologia di asset. Degli esempi possono essere gli investimenti in educazione oppure in assistenza sanitaria. Becker afferma che anch'essi nel lungo periodo garantiscono delle utilità. Non si tratta però di asset tangibili o finanziari: sono degli asset umani.

La differenza consiste nell'impossibilità di separare un soggetto dalle proprie abilità e conoscenze. In altre parole, è possibile comprare e vendere azioni ma non le abilità acquisite tramite l'istruzione e altre esperienze.

In questo paragrafo verranno analizzate le principali caratteristiche non osservabili e gli effetti della loro diversità sul processo decisionale. In particolare, si analizzeranno: background educativo, esperienze lavorative e tenure.

#### 1.3.1 Background educativo

Secondo Becker (1993) gli investimenti in educazione e "training" sono tra i più importanti in Capitale Umano. L'autore dimostra infatti che un alto livello di formazione

---

<sup>29</sup> Ad esempio, uno stereotipo è rappresentato dal pensiero che le donne siano meno propense al rischio. A fare la differenza non è l'essere donna (caratteristiche osservabile) ma collegare al genere un attributo non osservabile: la propensione al rischio.

<sup>30</sup> Il concetto di Human Capital verrà approfondito nel prossimo capitolo (vedi paragrafo 2.2.2).

garantisce guadagni futuri maggiori rispetto a un livello basso, anche qualora venissero considerati tutti i costi diretti e indiretti sostenuti.

Le abilità e le conoscenze apprese dagli amministratori durante il periodo dell'istruzione sono fondamentali in quanto assumono nel corso degli anni una specificità sempre più tecnica. Vengono in tal modo acquisite le competenze necessarie per comprendere ed affrontare un mercato sempre più complesso.

Con background educativo si intende l'insieme delle esperienze educative di un soggetto. Esso è formato da due dimensioni: il livello di istruzione conseguito (diploma di scuola superiore, laurea triennale o magistrale, master, ecc.) e la tipologia di carriera accademica scelta (ad esempio economia, giurisprudenza oppure ingegneria).

### *Livello e specializzazione*

In accordo con Wiersema & Bantel (1992) si associano al livello di istruzione le abilità e le capacità cognitive di un individuo. Un alto livello di formazione fornisce maggiori capacità nel processare le informazioni e nell'individuare quelli che sono gli stimoli più importanti per l'ottimizzazione del processo decisionale.

Infatti, Becker (1993) individua una differenza in termini di quantità di conoscenze insegnate dai docenti e assorbite dagli studenti in base al grado di istruzione conseguito. Anche se non esiste una correlazione perfetta si può affermare che più il livello di istruzione è basso meno conoscenze vengono impartite.

L'autore confronta un corso per barbieri, che trasmette, seppur in modo molto specifico e tecnico, una sola abilità a un corso universitario che fornisce un set di competenze più ampio.

In aggiunta, gli individui con un alto livello di formazione dovrebbero essere più propensi al cambiamento delle strategie aziendali in modo da poter ottimizzare costantemente il valore dell'impresa (Wiersema & Bantel, 1992). Bantel & Jackson (1989) individuano inoltre una loro maggiore propensione a generare soluzioni creative e innovative a problemi complessi.

Le abilità del singolo ovviamente si rispecchiano sul gruppo: più il livello medio di istruzione del team sarà elevato più saranno efficienti gli output prodotti. Soluzioni più creative ed efficienti si ripercuotono anche sull'innovazione delle politiche dell'impresa (Kimberly & Evanisko, 1981).

Per comprendere come le prospettive e le percezioni di un soggetto sono state modellate è importante analizzare, oltre al livello di istruzione conseguito, il ramo accademico prescelto: la specializzazione (Holland, 1976). Si vuole stabilire se determinate tipologie di percorso garantiscono competenze più utili per la risoluzione del processo decisionale che il Board è chiamato a risolvere.

Ad esempio, Bertrand & Schoar (2003) individuano che i soggetti che hanno conseguito un MBA<sup>31</sup> effettuano investimenti più aggressivi<sup>32</sup>. Inoltre, grazie ad uno studio svolto da Hitt e Tyler (1991), risulta che la tipologia di laurea ottenuta dai direttori esecutivi influenza le scelte strategiche. Si ipotizza che alcuni campi didattici, come l'ingegneria e le scienze in generale, forniscano agli studenti delle basi cognitive che indirizzano le scelte verso il cambiamento, il progresso e l'invenzione.

Si può quindi affermare che il background accademico influenza le abilità, le informazioni e le conoscenze che ogni amministratore apporta nel Board alterando il processo decisionale con conseguenze sulla performance del gruppo e infine sui risultati aziendali (Williams & O'Reilly, 1998).

Infine, il livello di istruzione è stato associato alla qualità/reputazione della governance della società. Chemmanur et Al. (2019) nella misurazione della qualità del management inseriscono infatti anche il livello del background accademico. Oltre alla rilevanza di un MBA gli autori ipotizzano l'importanza di un dottorato di ricerca (Ph. D).

La presenza all'interno del Board di Dottori di ricerca aiuterebbe l'impresa nell'individuare le strategie di innovazione più appropriate. Inoltre, grazie ai legami costruiti nel campo della ricerca (Capitale Sociale), essi potrebbero conoscere un soggetto con le abilità necessarie per sviluppare gli investimenti in Ricerca e Sviluppo interni in modo ottimale.

### *Eterogeneità del Background educativo*

Si è discusso come le dimensioni che caratterizzano il background accademico di un amministratore siano due: livello e specializzazione. Il Board potrebbe essere formato

---

<sup>31</sup> MBA: acronimo di *Master in Business Administration*. In Italia ha valenza di titolo post-universitario mentre negli Stati Uniti è considerato equivalente alla Laurea Magistrale in Economia Aziendale.

<sup>32</sup> L'aggressività degli investimenti è misurata dagli autori in base al livello di spese di capitale e quantità di debito detenuta e di dividendi distribuiti.

Una politica finanziaria aggressiva consiste in maggiori spese di capitale, maggiore quantità di debito detenuto e pochi dividendi distribuiti.

però da soggetti diversi in termini di entrambi i fattori. Si analizzano di seguito le conseguenze, sia positive che negative, dell'eterogeneità in termini di esperienze educative.

### *Conseguenze positive*

Tutte le abilità fornite dai differenti percorsi educativi sono utili per le funzioni che il Board è richiamato a svolgere. L'eterogeneità in termini di background accademico fornisce agli amministratori una varietà di competenze e di risorse importante per il proprio funzionamento.

Ad esempio, nel ruolo di “consigliere” degli amministratori esecutivi, il Board quando è formato da soggetti esperti sia in campo economico che giuridico è sicuramente più efficiente ed efficace nel portare al termine il proprio compito (Kim & Lim, 2010)<sup>33</sup>. Contrariamente, un team formato interamente da soggetti con una laurea in Economia e Finanza potrebbe essere incompleto rispetto alle competenze necessarie per l'analisi delle normative di settore.

### *-Uso delle Informazioni*

Le informazioni reperite e analizzate dagli amministratori costituiscono la risorsa primaria del processo decisionale. Una volta che le informazioni sono apportate devono essere analizzate per produrre una decisione. Come accade per una qualsiasi risorsa, le informazioni hanno bisogno di essere impiegate in modo tale che il loro valore non venga depauperato.

Si individuano tre dimensioni per valutare l'uso delle informazioni (si discute in questa sede il modello proposto da Dahlin et Al. nel 2005):

1. Range: per essere certi di prendere in considerazione il maggior numero di scenari possibili bisogna massimizzare la quantità di informazioni analizzate;
2. Accuratezza: oltre alla numerosità è importante il livello di approfondimento raggiunto nell'analisi delle informazioni. Analizzare un elevato range solo superficialmente rende inutilizzato parte del valore delle risorse apportate;

---

<sup>33</sup> Verrebbe apportata sia una conoscenza tecnica del mercato sia una conoscenza approfondita della normativa. Conoscere e comprendere quali sono i vincoli normativi o le linee guida da seguire sono elementi fondamentali per fornire consigli utili ai direttori esecutivi.

3. **Congruenza:** una volta incluso il giusto range di informazioni e averlo analizzato con accuratezza è necessario che le risorse siano pertinenti con l'oggetto del processo decisionale. Bisogna includere tutte le informazioni congruenti e analizzarle con l'accuratezza adeguata<sup>34</sup>.

L'eterogeneità del background accademico influisce sulle tre dimensioni descritte per valutare l'uso delle informazioni. Infatti, ogni membro del Board apporta informazioni appartenenti al proprio campo di specializzazione.

Di conseguenza, un team composto da persone con lo stesso curriculum accademico concentrerebbe la propria attenzione esclusivamente sulle informazioni inerenti al loro percorso di studi<sup>35</sup>. In contrasto, la diversità del Background accademico aumenta il range di informazioni utilizzate durante il processo decisionale.

Ogni percorso di studi fornisce degli strumenti diversi e utili per analizzare con accuratezza le informazioni. Ad esempio, una laurea in giurisprudenza fornisce le competenze necessarie per comprendere a pieno le normative di settore mentre quella in finanza garantisce la comprensione delle dinamiche del mercato<sup>36</sup>.

Un ulteriore vantaggio dei gruppi eterogenei è quello di saper gestire le informazioni non familiari. Infatti, le informazioni possono essere classificate in due grandi tipologie:

1. **Familiari:** appartenenti al campo accademico di almeno uno dei membri del gruppo;
2. **Non familiari:** nessuno dei membri del gruppo possiede gli strumenti adatti per analizzarle. Queste informazioni rientrano in un campo accademico in cui nessun amministratore è specializzato.

---

<sup>34</sup> Si sottolinea come esclusivamente le informazioni considerate pertinenti vadano analizzate con accuratezza, non tutte le altre. È verosimile che alcune informazioni, anche se disponibili e di valore, non siano necessarie per la risoluzione del problema che il Board deve affrontare.

<sup>35</sup> Anche il livello di istruzione conseguito influisce sulla capacità di uso delle informazioni. In particolare, Wegner nel 1987 ipotizza che un elevato grado di educazione raggiunto aumenti la capacità di utilizzo delle risorse. In aggiunta, questi soggetti sanno dove e come reperire informazioni di valore.

<sup>36</sup> Sebbene la tipologia di istruzione sia fondamentale per determinare la tipologia di strumenti a disposizione del Board per l'analisi delle informazioni, è fondamentale anche il livello conseguito: più il livello è alto più saranno complessi ed efficienti gli strumenti che i membri del Board saranno capaci ad utilizzare.



Grazie al maggior numero di strumenti, abilità e conoscenze, i gruppi eterogenei avranno maggiori probabilità di gestire in modo corretto nuove informazioni non familiari rispetto a team omogenei.

Come discusso nella trattazione delle caratteristiche demografiche, anche in questo caso è fondamentale il Social Capital apportato. I legami con l'ambiente esterno ed interno della società sono una risorsa fondamentale per la sopravvivenza dell'impresa. La presenza di un adeguato livello di eterogeneità nel Board garantisce la presenza di un maggior numero di legami da poter sfruttare.

Infine, l'eterogeneità del Background educativo aumenta la diversità di valori personali (Wiersema & Bantel, 1992). Se è intuibile che un soggetto laureato in economia ha delle abilità e competenze differenti rispetto ad un laureato in ingegneria meno lo è la diversità di valori personali sottostante.

Hambrick e Mason (1984) argomentano che la scelta svolta dagli studenti sul percorso di studi intrapreso nasconde dei valori sottostanti. Chi sceglie un curriculum in Finanza è sicuramente diverso rispetto a uno studente di Beni Culturali.

#### *Conseguenze negative*

Come tutte le variabili fin qui analizzate esistono anche degli effetti negativi dovuti all'eterogeneità del background accademico. Un'eccessiva diversità è difficile da gestire e coordinare. Dahlin et Al. (2005) sottolineano come troppe informazioni apportate appesantiscano il processo decisionale e potrebbero scoraggiare alcuni membri nel contribuire. Il rischio è quello di non considerare informazioni potenzialmente fondamentali.

Un individuo è più propenso ad apportare una propria informazione quando viene condivisa da almeno un altro soggetto appartenente al gruppo. In accordo, il team è disposto a prendere in considerazione una informazione quando viene proposta da almeno due membri (Wittenbaum & Stasser, 1996).

Gli autori argomentano come l'eterogeneità in termini di background educativo apporti benefici fintantoché si mantiene a livelli moderati. La diversità si mantiene moderata quando almeno due soggetti all'interno del gruppo condividono una informazione (ugualmente quando hanno il medesimo curriculum accademico).

Si teorizza l'esistenza di un punto di saturazione oltre il quale la diversità non è più moderata con conseguenze negative sulle dinamiche del gruppo. Il processo decisionale e le conseguenti politiche finanziarie sarebbero inefficienti.

Se l'aumento dell'eterogeneità è contenuto all'interno dell'intervallo "da basso a moderato" vi saranno tutti gli effetti positivi prima discussi. Man mano che aumenta il set di strumenti e di informazioni, più sarà complesso utilizzare, coordinare e gestire tutte le risorse disponibili.

Oltre all'eterogeneità del campo di specializzazione si sottolinea l'esistenza di quella in termini di livello conseguito. Un'eterogeneità troppo elevata rispetto al grado di formazione apre a degli investimenti di tempo e di denaro necessari per far sì che tutti riescano a comprendere le informazioni, il modo in cui esse vengono processate e l'utilizzo degli strumenti specifici (Krauss & Fussell, 1990).

Inoltre, anche con riferimento alle esperienze educative si può applicare la teoria della Social Identity. Si rammenta come i membri delle varie categorie stabiliscono dei legami positivi solamente con i soggetti appartenenti alla stessa classe (e.g. Curşeu et Al., 2010).

L'aver raggiunto o meno un determinato livello di istruzione, dove lo si è ottenuto<sup>37</sup> e il curriculum scelto possono rappresentare dei presupposti per categorizzare i membri del Board (Knight et Al., 1999). Si aggiunge, talvolta, anche la specializzazione che si è scelta all'interno dello stesso campo disciplinare: una laurea triennale in Economia Aziendale oppure in Economia e Commercio.

Di conseguenza, una diversità in termini di background educativo molto accentuata potrebbe dar vita a una diminuzione della coesione tra gli amministratori e una significativa diminuzione delle comunicazioni interne.

### *Conclusioni*

Il livello e l'eterogeneità del background educativo sono un asset intangibile fondamentale per l'impresa. Un elevato grado di istruzione fornisce le competenze tecniche necessarie per valutare le politiche finanziarie e le loro conseguenze.

---

<sup>37</sup> Spesso in letteratura si cita la Ivy League, si tratta delle otto Università private più prestigiose degli Stati Uniti: Brown, Columbia, Cornell, Dartmouth, Harvard, Penn, Princeton and Yale (e.g. Bonini et Al., 2017; Johnson et Al., 2013; Terjesen et Al., 2009; Volonté & Gantenbein, 2016).

Risulta fondamentale non solo il livello conseguito ma anche l'eterogeneità dell'istruzione. Con un'opportuna diversità in termini di curriculum accademico sarebbe presente all'interno del Board una varietà di conoscenze che permetterebbe la considerazione di un maggior numero di problemi e di risoluzioni agli stessi. Verrebbero "utilizzate" le informazioni in modo ottimale.

Quando l'eterogeneità dei membri del Board in termini di background accademico viene gestita in modo corretto, ed è inoltre presente un livello medio di istruzione elevato, le conseguenze sulle politiche finanziarie dell'impresa potrebbero essere molteplici.

In linea generale ci si attendono delle politiche più moderate. L'eterogeneità accentua infatti dibattiti interni che portano a decisioni più ponderate in modo da poter raggiungere un accordo fra i membri (e.g. Bernile et Al., 2018; Kang et Al., 2007).

Grazie al range, alla accuratezza e alla inerenza delle informazioni analizzate dal Board, le politiche implementate dovrebbero essere in aggiunta più vicine a quelle che si potrebbero identificare come ottime per l'impresa.

Infatti, si è affermato come una composizione eterogenea del Board rispetto al curriculum scolastico fornisca un insieme di prospettive utili per analizzare un numero adeguato ed in modo accurato le informazioni necessarie per condurre un processo decisionale in modo efficiente e completo.

Questa relazione positiva è esatta esclusivamente quanto si mantengono dei livelli moderati di diversità. Si ipotizza, ed è stata empiricamente individuata (e.g. Dahlin et Al., 2005; Curşeu et Al., 2010), l'esistenza di una relazione ad "U" rovesciata. Raggiunto il punto di saturazione, o di equilibrio, un successivo aumento della diversità avrebbe effetti negativi sul processo decisionale e quindi sul valore aziendale.

### 1.3.2 Esperienze lavorative

L'esperienza lavorativa può essere definita come l'insieme di abilità, esperienze e conoscenze accumulate grazie agli impieghi lavorativi pregressi di un individuo (Bailey & Helfat, 2003). Sebbene molte informazioni e conoscenze possano essere apprese sui libri didattici molte altre, per essere assorbite, hanno bisogno un processo di apprendimento chiamato "*learning by doing*": si impara attraverso delle esperienze pratiche.

L'apprendimento di nuove abilità, e il perfezionamento di quelle già in possesso, durante il periodo lavorativo aumentano la produttività degli individui. Becker (1993) chiama questo processo "*on the job training*".

In aggiunta, secondo Bantel & Jackson (1989) le esperienze lavorative pregresse possono determinare le proprie attitudini e basi cognitive. Di conseguenza si influenza la modalità attraverso la quale i problemi vengono indentificati, classificati e infine risolti.

Gli stessi autori ipotizzano che l'eterogeneità di queste esperienze dovrebbe aumentare la capacità del Board di essere innovativo. Infatti, l'aumento della diversità aumenta le conoscenze apportate, che variano in base al background lavorativo di ogni membro, rendendo così più creative le soluzioni formulate dal Board.

Le competenze relative all'esperienza lavorativa di un soggetto possono essere classificate in due macrocategorie:

1. Interne all'impresa: sono le competenze che una persona ha appreso grazie ad anni di lavoro all'interno della stessa società. Queste competenze vengono spesso vengono calcolate con la tenure (e.g. Bonini et Al., 2017);
2. Esterne all'impresa: sono le competenze che un individuo ha accumulato in tutti i propri anni di carriera lavorativa indipendentemente dall'impresa che le ha fornite.

#### *Modello on the job training proposto da Becker*

L'apprendimento di nuove abilità durante l'esperienza lavorativa e il perfezionamento di quelle già in possesso non è senza costi. Ad esempio questi costi possono riferirsi:

- Al valore del tempo: il tempo necessario per trasmettere delle abilità ha un valore, sia per chi le trasmette sia per chi le assorbe;
- Ai costi fisici dovuti all'insegnamento: si tratta di veri e propri costi materiali come ad esempio una lavagna.

Il sostentamento di questi costi è immediato, la performance nel breve periodo potrebbe quindi risentire di questi investimenti. Una volta concluso il ciclo di apprendimento l'impresa e l'impiegato ottengono un vantaggio competitivo che permette di registrare dei risultati migliori dei concorrenti nel lungo periodo.

Becker (1964) classifica le abilità apprese durante l'esperienza lavorativa in generali e specifiche in base alla loro trasferibilità da un'impresa all'altra:

1. Le competenze (completamente) generiche aumentano la produttività del lavoratore sia nell'impresa che investe nel loro apprendimento sia in tutte le altre<sup>38</sup>;
2. Le competenze (completamente) specifiche aumentano la produttività solo degli impiegati che sono all'interno della specifica società che le fornisce.

Le competenze generiche risultano quelle più mobili, una volta apprese possono essere spese in una qualsiasi società. Le competenze specifiche invece sono le meno trasferibili, una volta assorbite possono essere sfruttate solamente all'interno della società che ne ha sostenuto i costi, altrimenti, perdono di valore.

In realtà le competenze raramente sono completamente specifiche o generali. Questo significa che quasi mai aumentano la produttività nella stessa misura in tutte le imprese oppure solamente in quella che le fornisce. Molte si classificano nel mezzo delle due categorie definite.

All'interno di questa terza categoria rientrano tutte quelle competenze che aumentano la produttività sia nell'impresa che le fornisce sia in tutte le altre ma in una quantità differente.

Quando le competenze assorbite consentono di aumentare "*un epsilon*" in più la produttività solo dell'impresa che ne ha sostenuto i costi si indicano come specifiche altrimenti, sono generali.

In letteratura per non confondere le competenze completamente specifiche da quelle che sono solo specifiche, quest'ultime vengono chiamate competenze settoriali (e. g. Bailey & Helfat, 2003).

Ad esempio, le abilità apprese da uno specializzando di medicina durante il periodo di specializzazione potranno rivelarsi utili in tutti gli ospedali del Mondo (ad eccezione delle procedure interne che sono firm-specific); non saranno spendibili in altri settori come quello dell'acciaio o dell'automotive.

---

<sup>38</sup> La produttività viene aumentata esattamente dello stesso livello in tutte le imprese presenti nel mercato.

Bailey & Helfat (2003) individuano una lacuna in questo modello. Inseriscono fra le tre categorie sopra descritte una quarta<sup>39</sup>: le competenze collegate all'industria. Questa tipologia viene inserita fra le competenze generali e quelle settoriali.

Non sono generali in quanto non sono trasferibili ugualmente tra tutte le industrie ma neppure specifiche perché fra industrie con delle caratteristiche simili possono essere mobilitate.

Un esempio è la capacità di gestire alti livelli di produzione, vendite e dimensioni di magazzino. Un amministratore che ha appreso le competenze necessarie per gestire una rotazione di magazzino veloce può spendere le proprie abilità anche in settori che producono beni completamente differenti ma con la medesima peculiarità di magazzino.

Similmente, secondo Johnson et Al. (2013) le esperienze lavorative pregresse in specifiche attività possono essere importanti per comprendere le dinamiche del Board. Se l'obiettivo della società è quello di ampliarsi procedendo con delle acquisizioni, avere al proprio interno un amministratore che abbia delle esperienze pregresse di acquisizioni redditizie sarà un segnale positivo per il mercato.

Per disporre di competenze specifiche bisogna quindi aver trascorso parte della propria carriera lavorativa all'interno di una specifica impresa. I benefici di questa tipologia di conoscenze sono intuitivi.

Hambrick & Mason (1984) individuano però un filo conduttore nella letteratura: i nuovi direttori<sup>40</sup> tendono a promuovere più cambiamenti interni, che siano essi strutturali oppure procedurali. Essi infatti risultano essere meno legati allo *status quo*.

Quando un amministratore ha trascorso gran parte della propria carriera all'interno di una singola impresa potrebbe avere delle conoscenze e competenze limitate. Un Board composto interamente da persone con poche esperienze in altre imprese approverebbe delle politiche finanziarie poco innovative<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> La categoria delle competenze settoriali anche se non direttamente descritta da Becker nella terza edizione del suo libro è presente concettualmente.

<sup>40</sup> Gli amministratori in questione non solo devono essere nuovi, quindi appena nominati, ma anche esterni. Essi non devono quindi avere precedenti esperienze lavorative all'interno dell'impresa.

<sup>41</sup> Il concetto si collega con quello della "*tenure*" che verrà affrontato nel prossimo paragrafo.

### *Eterogeneità delle Esperienze Lavorative*

Si è discusso finora dell'importanza delle competenze apportate in base al livello della loro trasferibilità. Risulta però fondamentale anche il campo in cui queste conoscenze sono inserite, in linea con quanto si è già discusso in termini di Background educativo.

L'area funzionale in cui un soggetto è specializzato influenza la modalità con cui esso percepisce la realtà e affronta il processo decisionale (Milliken & Martins, 1996). Esempi di area funzionale possono essere: marketing, acquisti e magazzino.

La presenza di soggetti con un'eterogeneità di competenze acquisite in termini Background funzionale aumenta la capacità di analisi delle informazioni necessarie per la risoluzione dei problemi che il Board deve affrontare (Williams & O'Reilly, 1998).

Le conseguenze, sia negative che positive, sono ricalcabili sugli effetti che si sono discussi in termini di eterogeneità del background accademico in quanto la *ratio* sottostante è la stessa: la diversità di conoscenze e di abilità in base al campo in cui esse sono inserite (vedi paragrafo 1.3.1).

### *Conclusioni*

La presenza di soggetti con esperienze lavorative pregresse diverse, sia in termini di specificità che di materia nella quale si inseriscono, alimenta un dibattito interno orientato alla scelta ottima.

Inoltre, le esperienze pregresse creano dei legami con soggetti esterni al Board che, se utilizzati in modo proficuo, rappresentano un importante elemento che può essere sfruttato dal team per ampliare le informazioni disponibili nel processo decisionale (Milliken & Martins, 1996). L'eterogeneità in termini di esperienze lavorative pregresse rende quindi disponibile un network migliore sia in termini quantitativi che qualitativi.

Le conseguenze negative di un'eterogeneità elevata fanno sorgere i problemi già discussi precedentemente in termini di difficoltà di comunicazione e di conflitti, i quali si ripercuotono sul processo decisionale e sulle conseguenti politiche finanziarie adottate. Aumenterebbe di conseguenza la probabilità di una loro inadeguatezza alla massimizzazione del valore della società.

Si conclude richiamando quanto detto sulla gestione e sulla moderazione della diversità. Anche l'eterogeneità in termini di esperienze lavorative pregresse ha degli effetti positivi

sull'azienda quando si mantiene a livelli moderati. Il livello moderato deve essere accompagnato da una corretta gestione cosicché i costi dell'eterogeneità non superino i benefici.

#### *Confronto fra Capitale Umano acquisito tramite istruzione o tramite lavoro*

Il Capitale Umano acquisito durante l'istruzione è diverso rispetto a quello accumulato durante l'esperienza lavorativa. Durante il percorso accademico si sviluppano un insieme di abilità teoriche mentre quelle acquisite durante l'esperienza lavorativa sono tipicamente più pratiche, più orientate al lavoro.

Non si tratta di abilità e conoscenze una sostitutiva all'altra ma complementari (Becker, 1993). Esistono delle capacità che possono essere apprese con dei corsi universitari mentre altre richiedono un'esperienza lavorativa.

Riportando un esempio proposto da Becker (1993) la teoria dei prezzi può essere oggetto di un corso di laurea ed essere trasmessa allo studente in modo ottimale, altre tipologie di abilità hanno bisogno invece di esperienze sul campo per essere ben assorbite. Infatti, alcuni corsi universitari prevedono all'interno del proprio piano di studi molti laboratori (laurea in materie scientifiche tipo chimica e fisica) oppure lunghi periodi di specializzazione/tirocinio (laurea in medicina oppure infermeria).

#### 1.3.3 Tenure

Con il termine *tenure* si indica la durata del mandato di un amministratore. In alcune Nazioni, come ad esempio Francia e Regno Unito, esistono delle norme volte a limitare il numero di anni in cui un amministratore può ricoprire la stessa carica<sup>42</sup> (Bonini et Al., 2017).

Solitamente si vuole limitare la durata del mandato per diminuire la probabilità che un amministratore, anche se formalmente nominato come indipendente, possa sviluppare dei legami interni con il management che lo renderebbero inadeguato a salvaguardare il valore della proprietà.

Questa necessità però si scontra con il bisogno degli amministratori di comprendere effettivamente il funzionamento dell'impresa. Bacon e Brown (1973) stabiliscono che un

---

<sup>42</sup> Per quanto riguarda l'esempio riportato si specifica che le limitazioni riguardano la durata del mandato degli amministratori indipendenti.



amministratore ha bisogno di almeno tre anni per comprendere il modo di operare di una società. Risulta chiaro che prima di poter svolgere adeguatamente i propri compiti un membro del Board deve potersi inserire nel contesto aziendale.

Le ipotesi degli effetti della tenure sul valore aziendale sono quindi principalmente due:

1. Ipotesi dell'esperienza: aumenta il valore aziendale perché consente all'amministratore di comprendere il business dell'azienda e l'ambiente competitivo;
2. Ipotesi dell'amicizia: diminuisce il valore aziendale perché nel tempo si creerebbero dei legami con i direttori esecutivi che spingerebbero questi amministratori a promuovere politiche finanziarie volte a creare ricchezza per chi le propone e non per gli azionisti.

#### *Presenza di un singolo direttore indipendente con un mandato lungo*

Bonini et Al. (2017) argomentano che la presenza di un direttore indipendente con un mandato lungo (LT) sia proficua per il valore aziendale, nella loro analisi il limite tra *long tenure* e non è pari a venti anni. Le motivazioni proposte dagli autori sono tre.

Come si è discusso, con il passare degli anni un LT accumula un insieme di conoscenze sull'operatività di un'impresa. Si può affermare che questo direttore rappresenti una "riserva di informazioni" utile sia per consigliare in modo adeguato i direttori esecutivi sia per fornire le informazioni necessarie agli altri membri del Board che, rimanendo in carica molti anni in meno, registrano un tasso di rotazione elevato. La presenza di un LT consente un trasferimento più veloce delle informazioni ai nuovi amministratori.

In secondo luogo, l'insieme di informazioni in possesso di un LT rende più rapida la risposta della società agli shock improvvisi (sia ambientali che interni). L'esperienza accumulata aiuta il direttore a percepire dei segnali, sia del mercato e che di comportamento interno, così da poter anticipare eventuali shock futuri.

Infine, un direttore che ha mantenuto il proprio mandato per più di venti anni non è stato selezionato casualmente. Gli autori argomentano che gli individui diventano LT grazie ad un insieme di abilità uniche che li differenziano dal resto della popolazione.

Le abilità considerate sono: un'elevata qualità del background accademico<sup>43</sup> e una esperienza lavorativa molto diversificata. Infatti, per quanto riguarda l'ultimo punto, si osserva che prima di diventare LT gli individui hanno servito in molti più Board rispetto la media degli altri amministratori.

C'è da sottolineare però che la NACD<sup>44</sup> nel 1996 ha affermato che le abilità in possesso di questi direttori, più in generale di quelli che sono in carica da più di 15 anni, erano adeguate nel momento in cui sono stati nominati. Nel corso degli anni cambia l'ambiente competitivo e il modo di fare business dell'impresa, di pari passo dovrebbero variare anche le competenze necessarie del Board.

Questo non significa che le abilità dei direttori che ricoprono lo stesso ruolo per molti anni non siano più adatte a nessuna impresa. Le competenze in loro possesso, che hanno fatto sì che la società ottenesse delle buone performance nel corso degli anni, non potrebbero essere più adeguate all'interno del nuovo contesto in cui l'impresa opera. Potrebbero però rappresentare un asset di valore per un'altra società che affronta ora il contesto che l'amministratore ha saputo gestire negli anni precedenti.

#### *Effetti della tenure media e della diversità del tempo di ingresso nel Board*

Il tempo di ingresso all'interno di un team è fondamentale per stabilire i rapporti e il modo di comunicare tra i membri (Katz, 1982). Più aumenta il tempo in cui le persone appartengono allo stesso gruppo più si creano delle prassi comunicative. Le comunicazioni oltre ad essere standardizzate diminuiscono: i membri del Board pensano di poter anticipare cosa i colleghi pensano.

Un elevata tenure media del team e l'omogeneità della durata del mandato tra i membri<sup>45</sup> causano un aumento dell'isolamento del Board dall'ambiente esterno (Wiersema & Bantel, 1992). Gli amministratori pensano di detenere tutte le informazioni e gli strumenti necessari internamente. Si riduce quindi l'effetto benefico del Capitale Sociale sul processo decisionale.

---

<sup>43</sup> Chi ha frequentato un'università appartenente alla Ivy League (vedi nota 37) viene considerato con un Background accademico di qualità.

<sup>44</sup> NACD: acronimo di *National Association of Corporate Director*. Si tratta di una associazione di direttori senza fine di lucro nata nel 1977 negli USA.

<sup>45</sup> Un gruppo completamente omogeneo è formato da amministratori tutti nominati nello stesso istante e che non si sono mai dimessi.

Inoltre, Finkelstein e Hambrick (1990) associano un mandato lungo con la tendenza a rimanere legati con lo *status quo*. Quando le politiche finanziarie pregresse si sono rivelate redditizie la tendenza risulta essere ancora più marcata.

I direttori che ricoprono da molto tempo la loro posizione vogliono preservare la carica e la reputazione costruita nel tempo. Di conseguenza, le politiche finanziarie implementate registrerebbero un livello di rischio contenuto così da diminuire le probabilità di registrare performance negative che si ripercuoterebbero sulla carriera degli amministratori.

I due autori evidenziano come la conformità con le strategie passate non sia obbligatoriamente negativa per le performance future. Un'impresa che non innova non viene automaticamente esclusa dal mercato. Viene infatti individuato che all'aumentare della tenure diminuisce la propensione al cambio strategico e le performance dell'impresa si allineano a quelle medie del settore di appartenenza. Essere in linea con le performance di mercato non è negativo.

Un manager nominato da poco potrebbe invece proporre delle politiche innovative ma non obbligatoriamente redditizie per gli azionisti. Tra le varie alternative potrebbe infatti essere intrapresa quella con risultati che si discostano sì dalla media del settore ma negativamente.

### *Conclusioni*

L'aumento della durata del mandato e della sua eterogeneità fra i membri del Board potrebbe avere effetti sia positivi che negativi. La discriminante fra le due conseguenze sembra essere l'indipendenza degli amministratori (con indipendenza si intende il comportamento del soggetto, indipendentemente dalla carica assunta. Un amministratore nominato come indipendente potrebbe non esserlo nei fatti).

Se l'amministratore mantenesse la propria indipendenza dai soggetti interni all'impresa, ad esempio il CEO, una durata del mandato lunga gli permetterebbe di acquisire un insieme di informazioni e strumenti fondamentali per comprendere il funzionamento della società. L'amministratore deterrebbe così tutto ciò che è necessario per svolgere in modo ottimale il proprio ruolo.

Le politiche finanziarie consigliate e approvate sarebbero redditizie per la società nel suo complesso e non solamente per gli interessi del management. Di conseguenza, il valore aziendale verrebbe massimizzato.

Se l'amministratore non fosse, nei fatti, indipendente aumenterebbe il rischio che il rapporto di amicizia instaurato negli anni con i membri esecutivi, come ad esempio il CEO, lo porti ad approvare delle politiche finanziarie non nell'interesse degli azionisti, e della società nel suo complesso, ma nell'interesse della sola componente esecutiva.

L'amministratore quindi non svolgerebbe in maniera corretta il proprio ruolo di monitoraggio, i problemi di agenzia non verrebbero gestiti e il valore per la proprietà verrebbe minacciato.

Analizzando gli effetti della diversità in termini di tenure si nota come l'omogeneità fra la durata del mandato degli amministratori li renderebbe eccessivamente coesi. Le comunicazioni sarebbero ridotte al minimo e le politiche finanziarie sarebbero in linea con la media del mercato (Finkelstein & Hambrick, 1990) senza quindi creare più o meno ricchezza rispetto ai concorrenti.

Dall'altro lato, l'eterogeneità, se gestita in modo corretto, permetterebbe di congiungere gli effetti positivi di tutte le casistiche discusse. La presenza di un amministratore con un mandato lungo permetterebbe la creazione della "riserva di informazioni" (Bonini et Al., 2017). La presenza di amministratori con un mandato breve implementerebbe l'indipendenza e apporterebbe delle modalità di condurre il business innovative rispetto allo *status quo*.

Le politiche finanziarie di conseguenza sarebbero adottate prendendo in considerazione sia la tipologia di business, grazie all'amministratore LT, sia un eventuale strada innovativa proposta dai nuovi manager. Le politiche implementate sarebbero così volte alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

#### *Associazione tra età e durata del mandato*

La durata del mandato e l'età di un amministratore potrebbero essere correlati. Gli effetti conseguenti ad un mandato lungo si potrebbero accompagnare alle conseguenze della presenza di un amministratore anziano nel Board.

Questo perché con l'aumento della durata del mandato aumenta di pari passo l'età dell'amministratore in questione. Quando si considera lungo un incarico dopo venti anni l'amministratore potrebbe rientrare nel segmento dei manager anziani.

Le norme che impongono un limite massimo alla durata del mandato potrebbero essere negative per l'impresa. Si è visto infatti come sia i direttori LT che quelli più anziani

abbiano a disposizione una riserva di informazioni fondamentale per la trasmissione di competenze e abilità ai “nuovi” arrivati. La loro presenza potrebbe rendere più semplice il processo decisionale aumentando la performance dell’impresa.

Pfeffer (1993) argomenta che esiste molta varianza fra le due distribuzioni non in comune. Questo significa che i due concetti devono essere analizzati separatamente sia dal punto di vista teorico che pratico.

In una revisione della letteratura esistente sul tema Williams e O’Reilly nel 1998 individuano alcune ricerche in cui viene individuata una correlazione negativa fra età e durata del mandato. Si riscontra che un’elevata eterogeneità in termini di età viene spesso accompagnata da una omogeneità dell’altra dimensione. Le conseguenze di questa dinamica vengono osservate sui conflitti interni.

Infatti, Pelled et Al. (1999) affermano che un’elevata eterogeneità in termini di mandato potrebbe dar vita a conflitti riguardanti gli obiettivi da perseguire e le politiche finanziarie da implementare. Il tutto però verrebbe moderato da una diminuzione della diversità in termini di età che renderebbe i membri simili sia in ambito di prospettive che di valori personali.

In altre parole, gli effetti negativi dell’aumento di una delle due dimensioni potrebbero essere compensati da una similitudine nell’altra. Rimane però aperto il quesito sulle conseguenze derivanti da una situazione diversa rispetto a quella appena rappresentata.

Wagner et Al. (1984) cercano di associare la probabilità che un amministratore presenti le dimissioni alla tenure e all’età media dei membri del Board. Più nel dettaglio si pongono l’obiettivo di individuare le motivazioni dell’isolamento di un membro dal resto del team e gli effetti conseguenti.

Secondo gli autori il periodo di ingresso nel Board è fondamentale per sviluppare degli standard comunicativi; l’età invece risulta importante nella definizione delle *cohorts*<sup>46</sup>. La probabilità che un amministratore presenti le dimissioni dipende da quanto è riuscito ad integrarsi nel gruppo.

---

<sup>46</sup> Con cohort ci si riferisce ad un gruppo che condivide caratteristiche simili come ad esempio l’età.

L'integrazione a sua volta dipende dalla similitudine con gli altri membri del Board. Manager che sono stati nominati nello stesso periodo tendono infatti a comunicare più spesso e facilmente.

Di conseguenza, il nuovo amministratore, oppure quello che è stato nominato più recentemente, si ritrova a dover assorbire delle dinamiche già stabilite e delle prassi comunicative che gli altri membri ritengono ovvie.

In aggiunta, l'amministratore con un'età più differente rispetto quella media sarà l'unico ad avere determinate prospettive e verrà di conseguenza isolato. Infatti, similitudine nell'età comporta condivisione di valori ed esperienze<sup>47</sup>.

La teoria di base proposta dagli autori è che in un gruppo caratterizzato da una forte omogeneità, in termini di periodo di ingresso e di età, la probabilità che il membro più distante dal resto del team si dimetta è molto alta<sup>48</sup>.

Un gruppo che in prima analisi risulta essere eterogeneo, a causa dell'isolamento dei membri dissimili, risulterebbe nei fatti (si intende nelle dinamiche del processo decisionale) omogeneo.

In questo modo verrebbero esclusi individui che potrebbero apportare delle prospettive diverse volte all'innovazione così da creare un vantaggio competitivo che garantirebbe la sopravvivenza dell'impresa nel mercato e di conseguenza la redditività per gli azionisti.

---

<sup>47</sup> Vedi paragrafo 1.2.4.

<sup>48</sup> Vedi nota 26.

## **CAPITOLO 2 – CONSEGUENZE ECONOMICHE DELLA BOARD DIVERSITY**

L'obiettivo di questo capitolo è analizzare gli effetti economici dell'eterogeneità del Board sulle politiche finanziarie implementate dall'impresa e le conseguenti performance aziendali.

Prima di concentrarsi sulla composizione del gruppo si analizzeranno due filoni di pensiero contrapposti sugli effetti che il Board potrebbe avere sulle scelte strategiche implementate dall'azienda, indipendentemente dai suoi membri.

Il primo filone supporta l'ipotesi dell'ininfluenza del Board sulla redditività aziendale. In questa visione i risultati ottenuti dipendono da fattori, sia interni che esterni all'impresa, su cui il Board non ha effetti.

In contrapposizione, il secondo filone pone al centro il ruolo del Board. Chi supporta questa seconda visione asserisce che in base alla composizione del gruppo cambia la percezione della realtà che in esso è rappresentata, si alterano in questo modo il processo decisionale e le conseguenti politiche adottate.

All'interno di questo secondo ramo teorico si inserisce il concetto di utilità economica dell'eterogeneità del Board. Infatti, una volta compresa l'influenza che il gruppo può avere sulle dinamiche dell'impresa, sorge il quesito su quale sia la sua composizione ottima.

Si procederà quindi con la presentazione di due visioni opposte su quale sia la composizione del gruppo in grado di massimizzare il valore della società. La prima propone una composizione eterogenea del Board. La seconda supporta invece una composizione omogenea del gruppo.

Verranno infine presentati i principali risultati empirici sulle conseguenze economiche della Board Diversity discutendo anche le metodologie adottate dalla letteratura nella misurazione delle suddette conseguenze.

## 2.1 Il Board non ha effetti sulle politiche implementate dall'impresa

Hambrick (1989)<sup>49</sup> sottolinea come negli anni Settanta, contrariamente a quanto avvenisse precedentemente, il ruolo dei manager all'interno della ricerca nel campo strategico abbia assunto un ruolo marginale. Il ruolo degli amministratori ha lasciato spazio a elementi più tecnici come: il ciclo di vita del prodotto, l'analisi del settore industriale e della quota di mercato della società. Il management non viene più visto come il soggetto che implementa le strategie ma diventa "succube" di fattori tecnici indipendenti da loro. Si analizzerà nel presente paragrafo questa visione.

Secondo Lieberman e O'Connor (1972) l'abilità dell'amministratore nell'implementare strategie redditizie non dipende dalle proprie caratteristiche personali ma dall'ambiente in cui l'impresa è inserita.

Gli stessi autori citano un concetto molto importante discusso da Freedman et Al. nel 1956. Si argomenta che spesso viene data troppa rilevanza all'influenza che un individuo può avere sulle dinamiche del gruppo.

Esistono certamente dei soggetti che hanno un'influenza maggiore sulle altre persone e che riescono a dominare il team. Questi individui rappresentano però una minoranza, infatti, l'influenza che un individuo, oppure un piccolo insieme di individui, può avere sullo sviluppo del team è solitamente minima.

A supporto di questa tesi Freedman et Al. (1956) citano una serie di invenzioni e scoperte condotte da un soggetto, oppure da un gruppo, evidenziando come fossero il riflesso dell'ambiente esterno e non delle basi culturali apportate dai singoli membri del team.

Seguendo questa impostazione anche le politiche finanziarie implementate dalla società non dipendono dal Board ma dal contesto in cui essa è inserita. Viene quindi supportato il ruolo centrale dell'ambiente esterno e interno dell'impresa.

Dal punto di vista dell'ambiente esterno la società viene influenzata da diversi fattori. Ad esempio, lo Stato attraverso Leggi e politiche monetarie può influire sulla modalità di condurre il Business (ad esempio attraverso le normative di settore) e di individuare la

---

<sup>49</sup> Si tratta dello stesso autore che nel 1984, in un paper pubblicato con Mason, propone la teoria fondamentale a supporto dell'influenza del Board sulle performance aziendali: la *Upper Echelons Theory*.



struttura del capitale ottima (ad esempio attraverso le politiche monetarie in cui viene modificato il tasso di interesse).

Altri fattori esterni che possono influire sulla redditività sono: la struttura del settore di appartenenza, la dinamica della domanda, la tipologia di competitori, lo stato dell'economia e il costo del petrolio.

Infatti, quando l'impresa è inserita in un contesto economico in recessione anche le sue performance potrebbero risultare negative, non a causa di chi l'amministra ma perché esse sono legate all'andamento dell'ambiente in cui la società opera: se l'intero settore o contesto economico (Stato) è in crisi, si troverà in difficoltà qualsiasi società inserita nello stesso ambiente.

In aggiunta, sono presenti degli elementi interni che possono influire sulla redditività aziendale tra cui: la capacità produttiva, la solidità finanziaria ed infine la relazione con i consumatori.

L'importanza dei fattori interni risiede nella loro capacità di limitare gli effetti dovuti alle variazioni di quelli esterni. Ad esempio, una variazione del tasso di interesse ha degli effetti che dipendono dalla propria struttura finanziaria, oppure, una variazione del costo delle materie prime ha degli impatti sulla redditività che variano in base alla capacità produttiva dell'impresa e alla fidelizzazione del cliente, caratteristiche uniche di ogni singola società<sup>50</sup>.

Per analizzare la capacità del management di influire sulle performance aziendali, Lieberson & O'Connor (1972) svolgono una ricerca in cui la varianza delle misure di redditività aziendale (utile, fatturato e margine) viene scomposta in base all'effetto di quattro fattori:

1. Effetto leadership;
2. Stato dell'economia;
3. Stato dell'industria;
4. Posizionamento della società nell'industria.

I risultati ottenuti dagli autori, riportati nella tabella 1, sono in linea con quanto avevano ipotizzato. Nella colonna 7 della tabella viene indicata la varianza spiegata dall'effetto

---

<sup>50</sup> L'aumento del costo delle materie prime potrebbe far aumentare il prezzo finale di vendita: più i clienti sono fidelizzati più saranno disponibili a sopportare l'aumento del prezzo.

leadership per ogni misura di redditività dell'impresa. Sull'utile e sulle vendite l'effetto leadership ha un impatto molto limitato che si attesta rispettivamente al 7,5% e al 6,5%.

Considerando invece il margine, l'effetto leadership spiega il doppio della varianza rispetto alle precedenti misure di performance: il 14,5%. Si sottolinea però che rimane una variabilità non indifferente non spiegata dal modello: il 32,6%.

Dalla tabella riportata si osserva come l'effetto più rilevante sia il posizionamento della società nell'industria (nella tabella l'effetto company): quando si prende in considerazione questa variabile, la capacità del modello di spiegare la varianza della variabile dipendente aumenta sensibilmente. Ad esempio, nel caso delle vendite incrementa dal 26,1% al 90,9%.

Tabella 1 Effetto Board. Fonte Lieberson & O'Connor (1972) pagina 123

Performance variable	Total variance (1)	Cumulative proportion of variance accounted by:					Increment due to administration (7)	% reduction in unexplained variance when administration is considered (8)
		Y (2)	Y and I (3)	Y, I and C (4)	Y, I, C and A (5)	Unexplained (6)		
Sales	1.964 (10 <sup>17</sup> )	.031	.261	.909	.974	.026	.065	71.5
Net income	1.654 (10 <sup>15</sup> )	.017	.203	.880	.955	.045	.075	62.8
Profit margin	3.634 (10 <sup>-3</sup> )	.018	.303	.529	.674	.326	.145	30.8

Note: Y = Year; I = Industry; C = Company; A = Administration.  
 Column 7 = Column 5 - Column 4.  
 Column 8 = (Column 7/1.000 - Column 4) (100).

### 2.1.1 Teoria dell'inerzia

All'interno del contesto appena rappresentato si inserisce la teoria dell'inerzia, definita da Hannan & Freeman (1984) come la lentezza dell'impresa a adattarsi ai cambiamenti ambientali<sup>51</sup>.

Gli autori ipotizzano l'esistenza di alcune limitazioni che impattano sull'abilità dell'impresa nell'implementare cambi strategici. Queste limitazioni creano delle pressioni che "generano un'inerzia strutturale" (Hannan & Freeman, 1984).

Le pressioni appena accennate possono essere classificate in due grandi categorie: limiti strutturali interni all'impresa e vincoli derivanti dall'ambiente esterno in cui la società opera.

<sup>51</sup> A differenza degli studi di Lieberson e O'Connor (1972), in questo contesto non si prende in considerazione la redditività dell'impresa ma i cambiamenti della sua struttura.

In altre parole, chi supporta questa teoria afferma che le scelte strategiche adottate da un'impresa non dipendono dalle caratteristiche dei membri del Board ma dalle pressioni a cui essa è esposta<sup>52</sup>.

Gli autori individuano due tipologie di cambi strategici: *core* e periferici. I primi fanno riferimento agli elementi fondamentali della società come: gli obiettivi, la tipologia di clienti target e la tecnologia. I secondi invece sono necessari per proteggere il *core* dell'impresa come: fusioni e acquisizioni.

La distinzione appena proposta è utile in quanto Hannan & Freeman (1984) individuano un maggior effetto dell'inerzia sui cambiamenti che prevedono la riorganizzazione strutturale della società: riguardanti cioè il *core*.

Come precedentemente indicato, le pressioni che spingono l'impresa verso l'inerzia dipendono sia dalla struttura interna che da pressioni ambientali. Si propone di seguito una breve analisi di questi due fattori così come proposti da Hannan & Freeman nel 1984.

#### *Vincoli strutturali interni*

Gli autori individuano i seguenti vincoli derivanti dalla struttura interna:

1. Gli investimenti in impianti e in personale specializzato sono degli asset difficili da trasferire da un comparto all'altro dell'impresa. Una volta effettuato l'investimento è difficile cambiare strategia. Ad esempio, investendo in un progetto di ricerca e sviluppo interno si assume del personale specializzato, il cui sfruttamento verso un progetto diverso rispetto quello originale risulta difficile;
2. Gli amministratori non ricevono tutte le informazioni disponibili interne all'impresa. Risulta complesso effettuare dei cambi strategici con le poche informazioni a disposizione;
3. Esistono degli equilibri politici interni alla società non semplici da alterare. L'implementazione di strategie differenti da quelle passate ha come conseguenza una redistribuzione interna delle risorse fra le diverse unità dell'impresa. Dato che le risorse sono fisse questo significa che alcune unità otterranno dei benefici mentre le altre dei costi. Convincere chi sta a capo delle seconde ad approvare una riduzione di risorse a disposizione potrebbe risultare complesso;

---

<sup>52</sup> Non è importante solamente la tipologia di pressioni a cui la società è esposta ma anche, e in ugual modo, la loro forza. All'aumentare della forza aumenta la lentezza di adattamento della società ai mutamenti del contesto esterno.

4. Quando si affronta un cambiamento bisogna tenere in considerazione la propria storia. Nel corso degli anni procedure interne, allocazione dei compiti e dei poteri sono diventati la prassi. Cambiare gli standard potrebbe essere molto costoso.

### *Pressioni ambientali*

Vi sono molte pressioni ambientali esterne che spingono l'impresa verso l'inerzia strutturale, si riassumono di seguito le due più rilevanti.

In primis, le barriere fiscali e legali sono un elemento fondamentale che frena l'ingresso e l'uscita delle imprese da determinati settori. Non basta ovviamente la volontà di entrare in una determinata industria, oppure in un determinato segmento di mercato, ma è necessario rispettare un insieme di condizioni.

Infine, reperire le informazioni necessarie esterne all'impresa è ancora più costoso della ricerca di quelle interne, soprattutto quando le informazioni in questione sono considerate essenziali e quindi di valore.

L'insieme di queste costrizioni ambientali ha l'effetto di scollegare le scelte strategiche che gli amministratori vorrebbero implementare da ciò che effettivamente l'impresa può intraprendere.

Ad esempio, l'esistenza di barriere all'ingresso potrebbe spingere la società a non entrare in un nuovo settore, indipendentemente dalla volontà degli amministratori. In aggiunta, la difficoltà nel reperire le informazioni esterne all'impresa rende difficile affrontare il processo decisionale in modo completo. Di conseguenza, il Board, "pressato" da questi fattori, continuerebbe a mantenere le strategie attuali.

### *Conclusioni*

Il filone teorico esposto in questo paragrafo supporta l'inesistenza di un legame fra risultati aziendali e componenti del Board. Le motivazioni proposte a supporto di questa visione sono principalmente due.

La prima, di cui si sono riportati i risultati ottenuti da Lieberson e O'Connor (1972), asserisce che è sufficiente osservare la dinamica di fattori esterni (e.g. l'industria) e interni (e.g. capacità produttiva) all'impresa per spiegarne le performance.

La seconda è rappresentata dalla teoria dell'inerzia (Hannan & Freeman, 1984). Questa teoria rappresenta quel fenomeno che spinge le imprese a mantenere gli assetti strutturali

inalterati a causa di una loro inadeguatezza nel reagire ai mutamenti dell'ambiente esterno. Questa inadeguatezza non dipende dal Board ma da una serie di pressioni interne ed esterne alla società.

Infatti, secondo Hannan & Freeman (1984) più le pressioni inerziali sono forti, più la relazione fra volontà degli amministratori e redditività dell'impresa è debole se non inesistente.

La conseguenza di questo filone teorico su quanto in discussione in questa tesi è che non avendo rilevanza il Board nello spiegare le politiche implementate dall'impresa, è indifferente anche la sua composizione.

In altre parole, esistono una serie di fattori, interni ed esterni, che indirizzano la società su quale politica finanziaria implementare. All'interno di questi fattori è escluso il Board e di conseguenza anche l'eterogeneità della sua composizione.

Infatti, in accordo con questa visione, la mancanza di politiche di innovazione è causata dal settore di appartenenza e non da un Board anziano in cui i membri hanno necessità di sicurezza e stabilità finanziaria<sup>53</sup>.

## **2.2 Il Board ha un impatto sulle politiche implementate dall'impresa**

In contrapposizione a quanto esposto nel paragrafo precedente, in letteratura si è sviluppato un filone a supporto dell'importanza del Board nel determinare le dinamiche dell'impresa. Una delle teorie fondamentali di questa visione è quella proposta da Hambrick e Mason nel 1984: la *Upper Echelons Theory*.

Si procederà in questo paragrafo prima con l'analisi di questa teoria e successivamente dei due concetti fondamentali collegati ad essa: il Capitale Umano e il Capitale Sociale apportato dai membri del Board.

Si sottolinea come l'analisi che segue non debba essere interpretata come supporto all'effetto benefico della diversità del Board sulla redditività aziendale. Si tratta solamente di un insieme di teorie che individuano l'importanza della composizione del gruppo sull'indirizzo dell'impresa, senza avere la pretesa di individuarne quella ottima.

---

<sup>53</sup> Vedi paragrafo 1.2.4.

### 2.2.1 Upper Echelons Theory

La *Upper Echelons Theory* è stata sviluppata da Hambrick e Mason nel 1984. Alla base del modello c'è la visione che i manager abbiano rilevanza nella decisione e nell'implementazione delle scelte strategiche intraprese dalla società.

La teoria dell'inerzia, e l'insieme di teorie che supportano l'ininfluenza del Board sulle performance aziendali, hanno alla base l'idea della razionalità. Secondo queste visioni i problemi complessi possono essere risolti attraverso degli strumenti tecnici come ad esempio: l'analisi dell'andamento del settore industriale di appartenenza o della dinamica della domanda.

In realtà, l'insieme di opinioni diverse, di risoluzioni differenti agli stessi problemi e di obiettivi multipli limita l'utilizzo degli strumenti prima esemplificati (March & Simon, 1958).

Gli autori asseriscono che gli strumenti tecnici sono adatti solamente alla risoluzione dei problemi semplici e di routine. Man mano che la problematica diventa complessa può essere applicato il concetto del "il management conta". Più i problemi sono di difficile risoluzione più si può affermare che le scelte effettuate per superarli siano il riflesso delle caratteristiche personali di chi la decisione la ha approvata.

March e Simon (1958) individuano che un amministratore apporta nel processo decisionale un insieme di "dati" che riflettono da un lato la base cognitiva e dell'altro i valori personali.

La base cognitiva consiste nella:

1. Conoscenza o assunzioni sugli eventi futuri;
2. Conoscenza delle alternative;
3. Conoscenza delle conseguenze dovute ad ognuna delle alternative.

I valori personali (o semplicemente valori) invece sono definiti come i principi attraverso i quali vengono ordinate da ciascun amministratore, in base alle preferenze personali, le alternative e le conseguenze della risoluzione del problema che si deve affrontare.

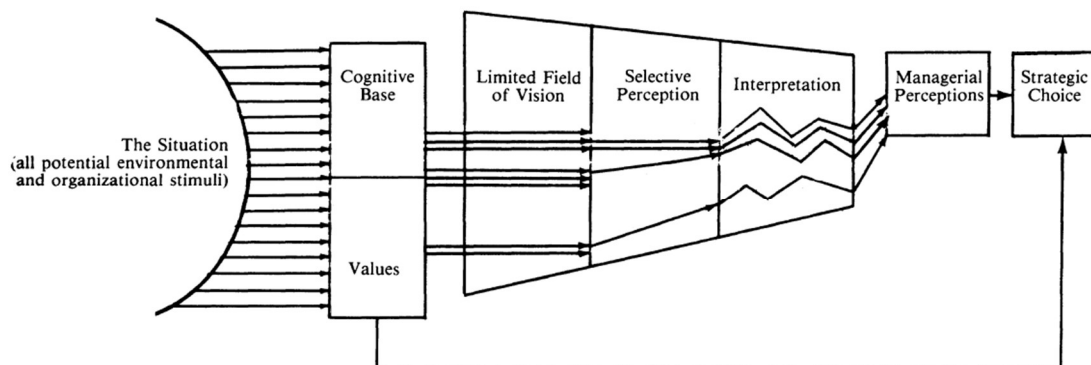
Hambrick e Mason (1984) affermano inoltre che gli amministratori sono esposti continuamente a stimoli esterni ed interni all'impresa, di conseguenza la loro base cognitiva viene aggiornata in continuazione.

La funzione di questi “dati” è quella di filtrare e distorcere la percezione della realtà. Siccome ogni amministratore ha a disposizione “dati” diversi, il processo di filtraggio e distorsione rende ogni manager unico.

Di conseguenza, quando gli amministratori si trovano ad affrontare delle informazioni ambigue e complesse, come tipicamente avviene dato il ruolo che ricoprono, la probabilità che due direttori identifichino e preferiscano la stessa soluzione è minima. Se, pur nella remota ipotesi, due soggetti identificassero la stessa alternativa, diversa sarebbe la modalità di implementazione percorsa (Hambrick, 1989).

Quanto appena discusso raffigura la pietra angolare del concetto “il management conta”. Se due individui non arriveranno mai alla stessa soluzione significa che chi siede nel Board è fondamentale per determinare le scelte strategiche e quindi le performance finanziarie dell’impresa.

Figura 1 Fonte: Hambrick & Mason (1984)



La decisione approvata dagli amministratori dipende dall’esito del processo rappresentato in figura 1. Le informazioni e gli stimoli, sia interni che esterni all’impresa, sono numerosi<sup>54</sup>, l’amministratore ha però a disposizione un campo visivo limitato a causa della propria base cognitiva e dei propri valori. Viene applicato quindi il primo filtro: l’amministratore riconosce solamente le informazioni che rientrano all’interno proprio campo visivo.

<sup>54</sup> Rappresentano infatti l’intera realtà.

All'interno del proprio campo visivo il manager analizzerà solamente le informazioni in base alla propria capacità di comprenderle. Il risultato è quello di un'ulteriore diminuzione delle informazioni e degli stimoli analizzati per la scelta strategica: viene applicato quindi un secondo filtro.

L'ultima fase è quella dell'interpretazione delle informazioni e degli stimoli. In questo passaggio avviene la distorsione della realtà. Non è detto infatti che i manager riescano a comprendere esattamente la realtà: le basi cognitive e i valori potrebbero distorcere le percezioni degli amministratori. Ogni membro del Board potrebbe quindi avere una percezione diversa del contesto in cui l'impresa è inserita.

Attraverso il processo appena descritto, e rappresentato in figura 1, le basi cognitive e i valori, sia a livello di singolo amministratore che di intero gruppo, influiscono indirettamente sull'esito del processo decisionale e quindi sulla scelta strategica approvata.

In aggiunta, i valori personali hanno un effetto diretto sulle scelte strategiche: una volta raggiunta la fase successiva rispetto alla distorsione, viene individuata solitamente una rosa di opzioni per la risoluzione del problema: i valori personali, a questo punto, fungono da strumento ordinatore delle soluzioni proposte.

Compresi gli effetti diretti e indiretti delle basi cognitive e dei valori dei manager sulle scelte strategiche, sorge il problema della loro misurazione. Infatti, sono delle caratteristiche psicologiche e quindi difficilmente misurabili.

Nella teoria proposta da Hambrick e Mason nel 1984 le caratteristiche psicologiche non misurabili vengono associate a caratteristiche osservabili e quindi misurabili (come dimostrato nella figura 2)<sup>55</sup>.

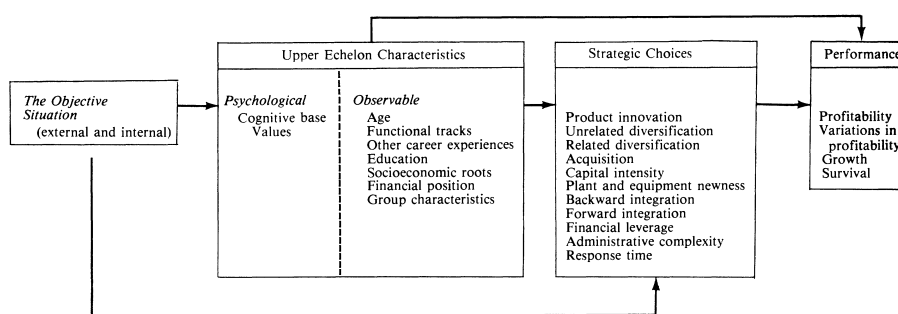
Tra queste caratteristiche ne rientrano alcune discusse nel primo capitolo come: l'età e le esperienze sia professionali che educative. Viene inoltre inserita una dimensione chiamata "*group characteristics*" intesa come l'eterogeneità del gruppo rispetto alle caratteristiche osservabili individuate.

---

<sup>55</sup> In questo caso, quando si parla di caratteristiche osservabili non si riprende la distinzione proposta nel capitolo 1 tra caratteristiche demografiche e cognitive. Il termine osservabili sembra essere utilizzato dagli autori per indicare quelle caratteristiche che sono in qualche modo misurabili.



Figura 2 Fonte: Hambrick & Mason (1984)



Le caratteristiche, che vengono definite dagli autori osservabili, influiscono sulle scelte strategiche, e quindi sulle politiche finanziarie, adottate dal Board. Nelle scelte strategiche, tra le altre, si includono: innovazione, diversificazione, acquisizioni e struttura del capitale.

L'ultimo fondamentale passaggio è il collegamento fra scelte strategiche e performance dell'impresa. La redditività aziendale, la varianza della redditività, la crescita e la sopravvivenza dell'impresa dipendono dalle strategie individuate ed implementate dal top management.

La conclusione è quindi che, in accordo con questa teoria, le caratteristiche osservabili degli amministratori possono essere analizzate per spiegare redditività aziendale, essa è conseguenza delle scelte strategiche adottate dal Board.

### Conclusioni

L'importanza di questa teoria risiede nella volontà di riportare al centro della ricerca il ruolo del manager. Nel 1989 Hambrick pubblica un secondo paper il cui titolo rappresenta alla perfezione questo concetto: "... putting top managers back in the strategy picture". A pagina 5 dell'articolo si può leggere una frase rappresentativa di quanto esposto in questo paragrafo: "This is not to say that managers are weak or sinister, only that they are human and finite".

In altre parole, i manager sono umani e i fattori umani influiscono sugli avvicendamenti interni all'impresa. L'ego, le esperienze, le attitudini e i limiti sono caratteristiche che appartengono ad ogni soggetto. Per comprendere la redditività dell'impresa, il suo modo di operare ed infine le motivazioni che spingono all'approvazione di determinate decisioni, bisogna studiare e analizzare chi si trova al top dell'impresa: il Board.

In accordo con questa visione, le caratteristiche degli amministratori sono una variabile fondamentale nello spiegare le politiche implementate dall'impresa. Non si vogliono escludere gli impatti dei fattori più "tecnici" (e.g. dinamica della domanda o settore di appartenenza) ma si sottolinea l'importanza degli effetti delle basi cognitive e dei valori dei manager.

La conseguenza di quanto esposto nel presente paragrafo sull'oggetto di questa tesi è che, avendo un impatto il Board sulle politiche finanziarie implementate, risulta importante analizzare anche gli effetti che potrebbero scaturire a causa delle diverse caratteristiche di chi nel Board siede.

In conclusione, si sottolinea come questa teoria non sia a supporto dell'eterogeneità della composizione del Board. Si argomenta solamente che le caratteristiche degli amministratori sono fondamentali.

### 2.2.2 Human e Social Capital

Si è compreso dalla teoria dell'Upper Echelons di come le caratteristiche dei componenti del Board impattino sulle scelte strategiche adottate dall'impresa e di conseguenza sulla sopravvivenza della stessa.

All'interno delle caratteristiche osservabili individuate da Hambrick e Mason (1984) rientrano delle dimensioni riguardanti le esperienze lavorative e educative degli amministratori, si fa quindi riferimento al concetto di *Human Capital*.

#### *Definizione di Human Capital*

La definizione di Human Capital comunemente accettata è la seguente: per Capitale Umano si intende l'insieme di conoscenze e di abilità possedute da un soggetto accumulate attraverso l'esperienza (Becker, 1964). L'apprendimento di queste competenze richiede un investimento. Ad esempio, può avvenire attraverso l'istruzione oppure mediante esperienze lavorative (Schultz, 1961).

Il concetto di Human Capital è stato molto discusso in letteratura soprattutto nella sua dimensione etica. Quando si parla di capitale si fa riferimento ad un qualcosa su cui è possibile investire oggi per ottenere un guadagno nel futuro.

Esempi di investimenti in capitale possono essere l'acquisto di un immobile, di asset finanziari oppure di impianti e macchinari di una società. I tre esempi riportati, in un futuro, se gestiti correttamente, possono garantire dei guadagni al proprietario.

Come discusso nel precedente capitolo anche gli investimenti in Capitale Umano forniscono un beneficio futuro (Becker, 1993). Ma si parla di investimenti. Come argomentato da Schultz nel 1961 vi sono alcune visioni che considerano l'investimento in Human Capital immorale in quanto l'uomo verrebbe considerato come un oggetto e non una persona.

L'autore argomenta che in realtà questi investimenti sono utili per migliorare la condizione futura degli individui, non minano la libertà e la dignità di una persona, consentono invece a un soggetto di trascorrere un futuro più roseo.

Gli investimenti in Capitale Umano hanno però una differenza rispetto a quelli indirizzati in altre tipologie di asset: non sono scindibili da chi ne è in possesso. In altre parole, quando si investe in azioni quest'ultime possono essere vendute qualora non si ritenesse più redditizio l'investimento. Quando invece l'investimento viene effettuato in conoscenze e in abilità non è più possibile dismettere il capitale investito.

Per meglio comprendere questo concetto si riporta l'esempio proposto da Becker nel 1993 nella terza edizione del suo libro *"Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education"*<sup>56</sup>.

L'autore fa riferimento alla reazione avuta dagli abitanti di Hong Kong nel momento in cui la città è passata sotto la supervisione della Cina. Gli abitanti dell'isola per proteggersi dalle politiche cinesi hanno iniziato a vendere i propri asset, sia materiali che finanziari, acquistando titoli e proprietà straniere. Si sono separati in questo modo dalla proprietà dei beni ed hanno eliminato il rischio degli effetti delle politiche cinesi. Gli investitori sono rimasti però fisicamente ad Hong Kong.

Contrariamente il top management, gli esperti informatici e altre persone con competenze contraddistinte da una qualità elevata, hanno iniziato ad abbandonare la città alla ricerca di nuovi contesti dove poter sfruttare le proprie abilità.

---

<sup>56</sup> Riprendendo il concetto prima esposto sulla questione etica del termine Human Capital anche Becker, nella scelta del titolo del suo libro, ha avuto timore che potesse essere percepito come un'associazione tra l'uomo e le macchine oppure tra l'uomo e la schiavitù.

Queste persone non potevano ridurre il rischio separandosi dal proprio Capitale ed investire in titoli esteri. Non sarebbe possibile investire parte del proprio Capitale, costituito da abilità e da conoscenze, all'estero e contemporaneamente rimanere fisicamente ad Hong Kong.

### *Dimensioni che compongono il Capitale Umano*

Nicholson e Kiel (2004) individuano sette dimensioni chiave che caratterizzano il Capitale Umano di un amministratore:

1. Conoscenze generali;
2. Esperienza industriale;
3. Esperienza societaria;
4. Esperienza come amministratore;
5. Conoscenza ed esperienza all'interno della specifica società;
6. Conoscenze ed esperienze funzionali;
7. Conoscenze ed esperienze generali sul "business".

Al variare di questi sette fattori varia il Capitale Umano dell'amministratore e quindi parte delle caratteristiche osservabili che esso apporta nel processo decisionale<sup>57</sup>. In accordo con la considerazione che ogni persona ha una combinazione diversa dei fattori elencati precedentemente, diverse sono anche le basi cognitive e i valori caratterizzanti di ogni direttore.

La conseguenza è che ogni amministratore affronta in maniera diversa il processo rappresentato in figura 1: in base al Capitale Umano cambia il processo di filtraggio e di distorsione della realtà, con la conseguenza che la scelta strategica adottata da un soggetto è diversa rispetto a quella proposta da un altro individuo; il tutto a parità del contesto interno ed esterno della società.

### *Social Capital*

Oltre al Capitale Umano è importante nel determinare il successo del processo decisionale il Capitale Sociale. Per Capitale Sociale si intende l'insieme delle relazioni sociali che vengono apportate dagli amministratori (e.g. Adner & Helfat, 2003).

---

<sup>57</sup> Così come definite da Hambrick e Mason (1984), vedi figura 2.

Questi legami possono essere visti come una sorta di avviamento che consente di trasferire i benefici delle relazioni sociali degli amministratori da un contesto all'altro grazie alla condivisione di informazioni.

In base al modello rappresentato in figura 1 il Capitale Sociale impatta sul campo visivo dei manager. Più è ampio più sono gli stimoli e le informazioni che esso apporta nel processo decisionale con la conseguente riduzione del processo di filtraggio dell'ambiente esterno ed interno dell'impresa.

I legami possono essere sia interni che esterni alla società. Le modalità attraverso le quali i secondi influiscono sul processo decisionale sono principalmente due (Geletkanycz & Hambrick, 1997):

1. Consentono l'accesso a risorse necessarie per la sopravvivenza dell'impresa nel mercato. Come ad esempio finanziamenti (Güner et Al., 2008);
2. Forniscono informazioni importanti sul modo di operare delle imprese concorrenti. Un amministratore che ha un legame con l'impresa leader del settore apporterebbe un insieme di prassi operative che potrebbero essere implementate anche nella "seconda" impresa.

Insieme ai legami esterni sono ugualmente importanti quelli interni. Basti pensare all'importanza delle informazioni necessarie, alla luce del processo decisionale, che possono essere reperite da soggetti interni alla società ma con un "grado" inferiore rispetto al membro del Board come: il responsabile di una Business Unit o il capo area (Geletkanycz & Hambrick, 1997)<sup>58</sup>.

Avere dei legami solidi, sia interni che esterni, permetterebbe di apportare all'interno del processo decisionale un insieme di risorse e di informazioni utili per individuare la soluzione più adeguata rispetto al problema che si deve risolvere. In altre parole, chi siede all'interno del Board è fondamentale per stabilire la quantità e la qualità delle informazioni apportate (Johnson et Al., 2013) con inevitabili conseguenze sulle performance finanziarie.

Seguendo l'impostazione di Johnson et Al. (2013) i legami sociali appena descritti riguardano un network tra imprese. Esiste anche un'ulteriore categoria di legami che

---

<sup>58</sup> In aggiunta, la presenza di questi legami diminuirebbe "l'effetto inerzia" causato dalla difficoltà di reperire informazioni interne all'impresa (vedi paragrafo 2.1.1).

viene chiamata personale. In questa seconda classe vi rientra, a titolo esemplificativo, il network stretto all'interno della comunità.

Infatti, gli autori argomentano che, oltre ad interni oppure esterni all'impresa, i legami possono essere formali oppure informali. La differenza è che i primi sono stretti all'interno dell'ambiente lavorativo mentre i secondi possono essere contraddistinti da un sentimento di amicizia.

In un'analisi dell'importanza di questi legami, Javakhadze et Al. (2016) individuano come quelli non professionali siano più importanti rispetto a quelli formali nella spiegazione dello sviluppo finanziario di uno Stato. Gli autori argomentano che quando il rapporto è solidificato da un sentimento di amicizia, contraddistinto da fiducia e lealtà, viene percepito come più importante e profondo rispetto a quelli nati come esito di un contratto<sup>59</sup>.

### *Conclusioni*

Ogni amministratore ha a disposizione un Capitale Umano e Sociale diverso rispetto a tutti gli altri individui presenti nella società. Questo Capitale è frutto di investimenti in anni di educazione ed esperienze lavorative. Ogni membro del Board ha un Capitale unico e non replicabile perché ognuno ha seguito dei percorsi diversi.

Si è visto nella figura 2 come il Capitale Umano e Sociale sia un fattore importante nella definizione delle caratteristiche, e quindi dei "dati", apportate dagli amministratori nel processo decisionale.

Diventa quindi chiara la necessità di inserire all'interno di modelli econometrici, che si prefiggono l'obiettivo di analizzare le politiche finanziarie implementate dall'impresa, delle variabili rappresentative di questa tipologia di Capitale.

Quanto appena affermato non vuole escludere l'effetto dei fattori esterni ed interni all'impresa<sup>60</sup>, si asserisce infatti che, a parità di contesto, la differenza fra le politiche implementate dalle varie società è spiegata dal Capitale Umano e Sociale presente nell'organo che queste scelte le approva: il Board.

---

<sup>59</sup> Più i legami sono "profondi" più risultano essere stabili. Questa tipologia di connessione è più duratura nel tempo e consente una maggiore condivisione di informazioni (Javakhadze et Al., 2016).

<sup>60</sup> Vedi paragrafo 2.1.

## 2.3 Effetti della Board Diversity

Compresa la strada attraverso la quale il Board impatta sulle politiche finanziarie, descritta nel paragrafo precedente, la letteratura si è concentrata nella ricerca della sua composizione ottima in termini di massimizzazione della redditività dell'impresa.

In altre parole, data l'importanza del Capitale Umano e Sociale nella determinazione delle scelte strategiche, si è andati alla ricerca della composizione ottima del Board capace di costituire un "Capitale" di gruppo adeguato alla massimizzazione del valore dell'impresa.

Questo filone di ricerca si sviluppa all'interno di quello esposto nel paragrafo precedente ed è caratterizzato da due visioni contrapposte:

1. La Board Diversity impatta positivamente. A sostegno di questa ipotesi vengono solitamente richiamate le seguenti teorie: Teoria dell'Agenzia e Resource Dependence Theory (e.g. Alabede, 2016; Ararat et Al., 2010; Arosa et Al., 2013; Carter et Al., 2010; Kang et Al., 2007; Van Der Walt & Ingley, 2003; Volonté & Gantenbein, 2016);
2. La Board Diversity impatta negativamente. A sostegno di questa ipotesi vengono solitamente richiamate la Similarity Attraction Theory e un insieme di teorie a lei strettamente correlate (e.g. Jehn et Al., 1999; Westphal & Milton, 2000; Wagner et Al., 1984).

Gli autori che supportano il primo dei due filoni citano tipicamente due utilità che possono essere massimizzate dalla Board Diversity (e.g. Brammer et Al., 2007; Carter et Al., 2003, 2010; Van Der Walt e Ingley, 2003):

1. Utilità sociali;
2. Utilità economiche.

Mentre non è necessario supporto scientifico per il primo dei due effetti, per il secondo è richiesto. Non c'è dubbio infatti che un'equa rappresentanza sia moralmente ed eticamente giusta. Ci si chiede però quali siano gli effetti sulle performance finanziarie dovuti al soddisfacimento delle utilità sociali; perciò, la letteratura si è concentrata principalmente sugli effetti economici dell'eterogeneità del Board.

Si procederà in questo paragrafo prima con la descrizione delle due utilità e successivamente si discuteranno i due filoni teorici contrapposti sulle conseguenze economiche della Board Diversity.

Si sottolinea come mentre nel primo capitolo si è discusso delle principali caratteristiche demografiche e cognitive, l'obiettivo di questo paragrafo è invece di presentare le teorie fondamentali sugli impatti economici dell'eterogeneità del Board, indipendentemente dalla tipologia del tratto preso in considerazione.

### 2.3.1 Utilità sociali

L'utilità sociale dell'eterogeneità della composizione del Board richiama argomenti etici e morali: non è giusto che alcuni soggetti siano esclusi dalla classe dirigenziale delle imprese solamente perché appartenenti ad una minoranza, senza prendere in considerazione le competenze, economiche e non, che li contraddistinguono (Brammer et Al., 2007).

Dal punto di vista etico si sposa quindi l'argomento delle pari opportunità e dell'equa rappresenta. Si chiede alle imprese di incentivare la diversità del Board non perché economicamente conveniente ma per raggiungere dei "risultati sociali": la società (intesa come comunità) nel suo complesso sarebbe in questo modo più equa e giusta.

Infatti, come precedentemente discusso nel confronto tra le due tipologie di minoranze culturali<sup>61</sup>, alcune categorie sono sottorappresentate nei Board delle imprese (e.g. Burke, 2000).

Per questi motivi il Legislatore, contrariamente alle imprese, è sempre incentivato alla promozione della diversità del Board. L'obiettivo di uno Stato dovrebbe essere quello di tutelare i diritti di ogni individuo, compreso quello di non essere escluso da determinate cariche a causa di pregiudizi.

Contrariamente, gli effetti sociali non incentivano l'impresa alla promozione della diversità al proprio interno. Essa ha come obiettivo una *Bottom Line* positiva, non la costruzione di una società equa e giusta.

In accordo con Van Der Walt e Ingley (2003) è opportuno che all'interno del Board sia rappresentata la stessa diversità che è presente nella proprietà di una impresa. Il ruolo degli amministratori è quello di amministrare la società per nome e per conto della

---

<sup>61</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.



proprietà. Dal punto di vista morale è quindi richiesto che sia presente la stessa percentuale di ciascun tratto tra Board ed azionariato<sup>62</sup>.

Solamente attraverso la presenza di un Board in cui le caratteristiche dei membri siano l'esatto riflesso di quelle della proprietà si può affermare che l'impresa sia amministrata seguendo le opinioni e le modalità degli azionisti (Carver, 2002).

Il concetto appena descritto non deve essere confuso con l'utilità economica dell'eterogeneità del Board. Si è infatti affermato come sia giusta una composizione del gruppo che rispecchi le caratteristiche della proprietà, non si è asserito che questa situazione migliorerebbe le performance aziendali. Infatti, la società verrebbe amministrata secondo le "opinioni" prevalenti della proprietà, il che non implica obbligatoriamente la massimizzazione della loro ricchezza.

### 2.3.2 Utilità economiche

Quando si discute di utilità economica dell'eterogeneità si fa riferimento ai benefici economici sulle performance dell'impresa che potrebbero derivare da una composizione diversa del Board. Con l'obiettivo di comprendere la motivazione che ha spinto la ricerca a concentrarsi principalmente sulle utilità economiche si riporta una citazione di Karen J. Curtin<sup>63</sup>:

*“There is real debate between those who think we should be more diverse because it is the right thing to do and those who think we should be more diverse because it actually enhances shareholder value. Unless we get the second point across and people believe it, we're only going to have tokenism”*

In altre parole, viene data per scontata l'utilità sociale dell'eterogeneità del Board ma fintantoché non viene provata quella economica la presenza delle minoranze viene considerata solamente come un simbolo di rappresentanza.

Chi supporta l'utilità economica afferma che è inefficiente per l'impresa, oltre che immorale, la sottorappresentazione delle categorie discriminate. Escludere in ogni caso dei candidati in base a degli stereotipi elimina dalla selezione anche individui con delle

---

<sup>62</sup> A titolo esemplificativo: se le azioni sono detenute per il 30% da donne allora il genere femminile nel Board deve essere pari al 30% del totale membri.

<sup>63</sup> È stato vicepresidente della *Bank of America* dal 1994 al 2002.

abilità superiori alla media impattando negativamente sulle performance finanziarie (Brammer et Al., 2007).

Molte competenze non sono distribuite casualmente nella popolazione, escludere delle persone solamente con riferimento alle caratteristiche demografiche rende inefficiente il processo decisionale: mancherebbero infatti delle abilità fondamentali che sono presenti nelle minoranze (Westphal & Milton, 2000).

Una frase rappresentativa di questo concetto è stata scritta da Brian O'Connell in "The Board Member's Book":

*"If we had not done our analysis so thoroughly, we would have ended up with another male from New York."*

Questa citazione rappresenta un concetto fondamentale: spesso l'analisi delle nuove candidature, almeno per una prima scrematura, è molto superficiale. Non viene data rilevanza alle abilità ma all'apparenza, un uomo bianco di New York che ha frequentato una buona università privata fornisce una buona immagine.

Quando invece viene svolta una selezione più approfondita, si prende consapevolezza delle abilità presenti in persone diverse: abilità e conoscenze utili economicamente per migliorare la redditività dell'impresa.

#### *Conseguenze dei risultati delle ricerche empiriche sugli effetti economici*

Se i risultati empirici evidenziassero un effetto positivo della Board Diversity sulle performance aziendali, il Legislatore avrebbe un incentivo addizionale, oltre a quello sociale, per promulgare Leggi a favore di un'equa rappresentanza della comunità nel Board. Nel caso contrario, lo Stato si troverebbe a dover risolvere un trade-off: benessere sociale contro benessere economico.

Dal punto di vista delle imprese le conseguenze sono invece più semplici: in entrambi i casi esse avrebbero un incentivo economico nel promuovere una composizione totalmente omogenea oppure completamente eterogenea.

Se gli effetti fossero positivi allora la composizione ottima del Board sarebbe la più diversificata possibile, nel caso contrario, un gruppo formato da individui totalmente identici sarebbe l'unico con le competenze adeguate alla massimizzazione del valore societario.

A questo punto il dibattito si concentrerebbe sulla tipologia di competenze che devono essere presenti: tutte donne o tutti uomini? Tutti con un background finanziario oppure giuridico?

### 2.3.3 Teoria dell'Agenzia e Resource Dependence Theory

A supporto delle utilità economiche conseguenti all'eterogeneità della composizione del Board vengono solitamente richiamate la Teoria dell'Agenzia e la Resource Dependence Theory.

Infatti, Hillman et Al. (2003) discutendo delle funzioni del Board all'interno del contesto della governance individuano due ruoli principali:

1. Monitorare l'operato dei direttori esecutivi: si fa riferimento alla Teoria dell'Agenzia;
2. Apportare risorse utili al processo decisionale: si fa riferimento alla Resource Dependence Theory.

Chi supporta i benefici dell'eterogeneità del Board asserisce che un gruppo in cui sia presente un Capitale Umano e Sociale diverso sia in grado di svolgere le due funzioni sopra riportate in modo ottimale rispetto ad un team completamente omogeneo.

Verranno quindi di seguito analizzati i due principali compiti che il Board è chiamato a svolgere e quali potrebbero essere gli effetti conseguenti ad una composizione eterogenea del team.

#### *Teoria dell'agenzia*

Jensen e Meckling (1976) definiscono la relazione d'agenzia come un contratto attraverso il quale un soggetto (il principale), oppure un insieme di soggetti, incarica un altro (l'agente) di svolgere una serie di servizi nel proprio nome. Attraverso questo contratto vengono quindi delegati all'agente una serie di poteri che includono, tra gli altri, l'autorità di prendere delle decisioni per nome e per conto del principale.

Gli autori argomentano che se entrambi i soggetti hanno l'obiettivo di massimizzare la propria utilità, in alcuni casi, l'agente potrebbe compiere delle scelte non in linea con gli interessi del principale.

Il principale può limitare la propria posizione di svantaggio attraverso una serie di meccanismi che hanno il fine di allineare gli interessi dei due attori. Questi meccanismi

non sono però senza costi. Le spese sostenute per l'allineamento degli interessi vengono chiamate costi di agenzia.

All'interno dei costi di agenzia si individuano tre componenti:

1. Costi di monitoraggio;
2. Costi di cauzione: pagati dall'agente al principale in modo tale da garantire un comportamento corretto;
3. Perdita residuale: definita come: *“The dollar equivalent of the reduction on welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship”* (Jensen & Meckling, 1976, pagina 308).

Quando vi è la separazione fra proprietà e controllo, la relazione tra azionisti e manager ricalca esattamente questa definizione. Nell'ambito della corporate governance l'agente è rappresentato dai manager e il principale dagli azionisti.

Un esempio sono le società ad azionariato diffuso: gli azionisti infatti nominano i componenti del Board che hanno il compito di amministrare l'impresa per nome e per conto di chi detiene i titoli azionari.

Fama e Jensen (1983) argomentano che i manager non sopportano gli effetti derivanti dalle proprie decisioni (negativi o positivi che siano) e per questo motivo la sopravvivenza della società è a rischio.

In questo contesto nasce la figura del direttore indipendente. Si tratta di un amministratore che non avendo un rapporto lavorativo a tempo pieno con la società, non ha alcun legame con la struttura interna dell'impresa.

Il compito di questi soggetti, all'interno del quadro disegnato da Jensen e Meckling (1976), è quello di monitorare il comportamento dei direttori esecutivi con l'obiettivo di salvaguardare gli interessi della proprietà (e.g. Arosa et Al., 2013).

Conseguentemente è nata in letteratura l'ideologia che maggiore il numero di direttori indipendenti più efficace è il monitoraggio sulla componente esecutiva (e.g. Byrd & Hickman, 1992).

In contrasto, i direttori esecutivi hanno a disposizione delle informazioni necessarie per garantire il corretto funzionamento dell'impresa. Una composizione del Board troppo

sbilanciata verso i membri esterni potrebbe provocare la mancanza di informazioni importanti per la conclusione del processo decisionale<sup>64</sup>.

La separazione fra direttori esecutivi e indipendenti non è sempre immediata. In alcuni casi, amministratori che sono formalmente indipendenti secondo la Legge potrebbero non esserlo nei fatti (Byrd & Hickman, 1992). Un esempio consiste nella nomina dall'avvocato personale del CEO.

Per questo motivo Baysinger e Bulter (1985) individuano una terza classe di membri del Board che viene collocata esattamente in questa zona “grigia”: i direttori affiliati<sup>65</sup>. In questa categoria sono inclusi i componenti che non hanno un ruolo lavorativo nell'impresa ma che sono in qualche modo affiliati alla stessa. Ritroviamo quindi, a titolo esemplificativo, i consulenti esterni, i direttori di imprese fornitrici e i rappresentanti delle banche che hanno concesso un prestito all'impresa.

Una volta compresa l'importanza dell'aspetto quantitativo degli amministratori indipendenti nel Board si può approfondire quello qualitativo. In letteratura viene evidenziato che non basta la quantità di direttori indipendenti per monitorare in modo efficace, è necessario che questi direttori siano anche di qualità elevata (e.g. Erhardt et Al., 2003).

Un Board indipendente ma anche diverso svolgerebbe in maniera più efficiente la propria funzione di monitoraggio. I direttori con delle caratteristiche diverse rispetto alla maggioranza, sia demografiche che cognitive, tendono a porre un numero maggiore di quesiti durante il processo decisionale rispetto ai direttori provenienti da un background più tradizionale, in questo modo il monitoraggio è più accurato (Carter et Al., 2003).

Non si esclude la nascita di conflitti e di discussioni conseguenti all'aumento della diversità del Board<sup>66</sup>, si sottolineano però gli effetti positivi che potrebbero scaturire da questi dibattiti (Kang et Al., 2007).

In particolare, causerebbero un miglior monitoraggio dell'operato della componente esecutiva rispetto ad un gruppo omogeneo ed eccessivamente coeso, dove le comunicazioni sono ridotte al minimo.

---

<sup>64</sup> Vedi paragrafo 1.3.3.

<sup>65</sup> Questa tipologia di amministratori viene chiamata in letteratura “*gray directors*” proprio perché si trovano nella zona grigia fra i membri esecutivi e quelli totalmente indipendenti.

<sup>66</sup> Vedi prossimo paragrafo.

Inoltre, Fama e Jensen (1983), ponendo l'accento sul livello delle esperienze pregresse e non sull'eterogeneità delle stesse, argomentano che quando un direttore indipendente serve, o ha servito, in molti Board esso avrà un incentivo maggiore ad approvare solamente politiche redditizie per gli azionisti. L'amministratore avendo costruito la propria carriera sulla reputazione non avrebbe incentivi a vanificare tutto ciò che ha accumulato negli anni.

In conclusione, richiamando anche quanto affermato nel capitolo 1, si sottolinea come una composizione eterogenea degli amministratori indipendenti abbia l'effetto di apportare un maggior quantitativo di esperienze, culture e percezioni rendendo il monitoraggio sui direttori esecutivi più efficace.

Infatti, grazie all'eterogeneità delle basi cognitive e dei valori presenti in un gruppo eterogeneo, i direttori indipendenti hanno a disposizione più competenze e conoscenze per comprendere ciò che rientra effettivamente negli interessi della proprietà e approveranno esclusivamente decisioni in grado di massimizzarne il valore (Erhardt et Al., 2003).

#### *Alcuni approfondimenti*

Si è discusso dei fondamenti teorici a supporto della diversità della composizione del Board nell'ottica della Teoria dell'Agenzia. Si vogliono però approfondire due elementi molto importanti che sono stati nominati: il valore degli azionisti e il concetto di separazione fra proprietà e controllo.

Quando si discute di valore per gli azionisti è fondamentale stabilire in che periodo si vuole massimizzare la suddetta grandezza. In altre parole, Cremers et Al. (2017) sottolineano come la massimizzazione possa avvenire nel breve o nel lungo periodo. La soddisfazione della condizione in uno dei due momenti non presuppone la massimizzazione nell'altro.

Questa differenza è ancora più evidente nelle società quotate dove l'azionista solitamente ha come obiettivo arricchirsi comprando e vendendo azioni sul mercato. La massimizzazione del suo valore sicuramente non corrisponde a quella di un altro azionista il cui obiettivo consiste nel detenere le azioni per molti anni. Il primo investitore si dice miope (Stein, 1988).

La conclusione di Cremers et Al. (2017) è che qualora si slegli<sup>67</sup> la dipendenza del Board dalle dinamiche del mercato, i direttori non dovrebbero più tenere in considerazione la miopia degli investitori con un holding period breve.

In questo modo si consentirebbe agli amministratori di proporre e approvare delle politiche volte alla massimizzazione effettiva del valore della società nel lungo periodo. Un esempio di questi investimenti possono essere quelli relativi alla ricerca e sviluppo i cui benefici si registrano tipicamente nel medio-lungo periodo.

Passando al secondo approfondimento si sottolinea come la Teoria dell'Agenzia pone l'accento sulla massimizzazione economica. In realtà le persone tendono ad ottimizzare non solo dimensioni economiche ma anche non economiche (Schulze et Al., 2001).

All'interno di questa seconda tipologia di utilità rientrano, ad esempio, l'altruismo e l'egoismo delle persone. In questo modo si vuole affermare che i problemi di agenzia esistono anche nelle società dove chi amministra è lo stesso soggetto che detiene la proprietà dell'impresa.

Le società familiari sono quindi anch'esse esposte ai costi di agenzia. La volontà del fondatore della società di garantire un impiego futuro sicuro ai propri figli, oppure agli altri componenti della famiglia, dà vita a questa tipologia di costi (Mukherjee et Al., 2019).

Infatti, non è detto che *"il figlio del capo"* abbia le competenze adeguate ad amministrare la società. Se così fosse le performance diminuirebbero a discapito degli stakeholders dell'impresa (Schulze, 2001). L'utilità non economica del *"fondatore"* sarebbe però massimizzata.

### *Resource Dependence Theory*

In aggiunta alla Teoria dell'Agenzia anche la Resource Dependence Theory fornisce supporto all'effetto benefico della Board Diversity sulle performance aziendali. Si propone di seguito un'analisi della suddetta teoria.

La teoria della Resource Dependence Theory (d'ora in poi RDT) è stata proposta da Pfeffer e Salancik nel 1978. Nella prospettiva degli autori l'impresa è un sistema aperto

---

<sup>67</sup> Gli autori propongono l'esempio degli *"staggered Boards"* in cui gli amministratori rimangono in carica per almeno tre anni.

e dipende dalla situazione dell'ambiente esterno. Gli autori argomentano che il legame fra l'ambiente e l'impresa è costituito dal Board. I benefici di questo legame sono i seguenti<sup>68</sup>:

1. Vengono fornite informazioni ed esperienze;
2. Si creano dei canali di comunicazione con i soggetti esterni all'impresa considerati importanti per il funzionamento della stessa;
3. Si forniscono dei legami importanti con imprese o gruppi esterni alla società;
4. Si crea la legittimazione (autorevolezza) dell'impresa nell'ambiente esterno.

La RTD riconosce l'influenza dell'ambiente esterno sull'organizzazione dell'impresa. Il ruolo del Board in questo contesto è quello di ridurre al minimo la dipendenza dai fattori esterni e di apportare risorse fondamentali per garantire la sopravvivenza dell'impresa nel mercato.

Per questo motivo una delle prime ipotesi sostenute dalla letteratura è l'importanza della dimensione del Board. Più è grande, maggiori sono le risorse apportate e quindi minore è la dipendenza dall'ambiente esterno (Hillman et Al., 2009).

Oltre all'ipotesi della grandezza del gruppo c'è quella della sua eterogeneità. Direttori diversi, in termini di tratti sia osservabili che cognitivi, apportano benefici differenti. Di conseguenza, un Board eterogeneo avrebbe a disposizione un range di risorse superiore rispetto ad un gruppo omogeneo (Hillman et Al., 2000).

La RDT è la teoria fondamentale alla base dell'impatto positivo della Board Diversity sulla performance aziendale. L'eterogeneità aumenta il numero di informazioni uniche apportate dagli amministratori.

Siccome ogni manager è unico (ci si collega all'Human Capital e alla Upper Echelons Theory) allora uniche sono le informazioni e le competenze apportate. Le abilità presenti all'interno del Board diventano di conseguenza un asset cruciale per la costruzione di un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti.

---

<sup>68</sup> Si è proposta una classificazione di Carter et Al. (2010). La classificazione dei benefici secondo Pfeffer e Salancik (1978) è la seguente:

1. Informazioni in forma di consigli;
2. Accesso ad un canale di informazioni fra impresa ed ambiente;
3. Accesso preferenziale alle risorse;
4. Legittimazione.



Ad esempio, la presenza di un “commercial banker” nel Board viene associata con una maggiore quantità di debito detenuto dalla società (Güner et Al., 2008). Questo significa che la presenza di un soggetto con esperienza nel mondo bancario fornisce competenze e legami utili per gestire la struttura del capitale dell’impresa (Booth & Deli, 1999).

Riprendendo la distinzione individuata da Hillman et Al. (2003)<sup>69</sup> si sottolinea come la seconda funzione del Board consista nell’essere consigliere in tema di politiche finanziarie da approvare e attuare. La presenza di una vasta gamma di abilità e di conoscenze permette al gruppo di indirizzare in modo ottimale le iniziative e le scelte oggetto del processo decisionale.

Figura 3 Fonte: Hillman et Al. (2000)

<i>Director category label</i>	<i>Areas of resource needs provided</i>	<i>Types of directors in category</i>
Insiders	Expertise on the firm itself as well as general strategy and direction Specific knowledge in areas such as finance and law	Current and former officers of the firm
Business experts	Expertise on competition, decision making and problem solving for large firms Serve as sounding boards for ideas Provide alternative viewpoints on internal and external problems Channels of communication between firms Legitimacy	Current and former senior officers of other large for-profit firms Directors of other large for-profit firms
Support specialists	Provide specialized expertise on law, banking, insurance and public relations Provide channels of communication to large and powerful suppliers or government agencies Ease access to vital resources, such as financial capital and legal support Legitimacy	Lawyers Bankers (commercial and investment) Insurance company representatives Public relations experts
Community influentials	Provide non-business perspectives on issues, problems and ideas Expertise about and influence with powerful groups in the community Representation of interests outside competitive product or supply markets Legitimacy	Political leaders University faculty Members of clergy Leaders of social or community organizations

La classificazione in figura 3 è stata proposta da Hillman et Al. nel 2000 in modo da sistematizzare le risorse apportate secondo la RDT al variare della tipologia di amministratore.

<sup>69</sup> Proposta all’inizio del paragrafo 2.3.3.

All'interno di questa tabella riassuntiva rientrano tutte le caratteristiche che si sono discusse nel capitolo 1. Si procederà quindi con l'associazione dei tratti discussi nel primo capitolo e le categorie individuate nella tabella sopra riportata.

Per semplicità espositiva si collegano in prima analisi le caratteristiche cognitive o non osservabili. Il background accademico, grazie alla specializzazione educativa conseguita, è utile per classificare i direttori in base al supporto specialistico che possono fornire (giurisprudenza, economia, pubbliche relazioni e molte altre dimensioni). Inoltre, essi apportano un network con la collettività grazie ai legami formati nel corso degli anni in cui si è frequentata l'Università<sup>70</sup>.

In ugual modo il background lavorativo fornisce supporto specialistico in base agli impieghi precedenti. Secondo la classificazione degli autori particolare rilievo viene riservato agli esperti di business. Ad esempio, chi è inserito nel mondo bancario può apportare dei benefici derivanti da un più facile accesso al credito (Güner et Al., 2008).

Per quanto riguarda la tenure invece si fa riferimento alla prima categoria: gli "insiders". Più la durata del mandato è lunga più saranno dettagliate e ampie le competenze relative al funzionamento dell'impresa.

Nel passare all'associazione con i tratti demografici si coglie l'occasione per sottolineare un concetto: si dà per scontato che non esistano differenze in base alle caratteristiche osservabili con riferimento alle prime tre categorie di direttori individuate nella figura 3.

In altre parole, si presuppone che nelle prime tre categorie rientrino delle differenze relative ad esperienze lavorative e accademiche indipendenti dalle proprie caratteristiche personali.

Il fatto di essere donna o uomo, oppure europeo invece che asiatico, non influisce sulla propria esperienza di business o sul supporto tecnico che si può apportare. Si discute infatti di tecnicismi: quanto uno è competente in una determinata materia non dipende dal genere, dall'età o dalla propria etnia.

Risultano quindi fondamentali i tratti demografici nella definizione dell'ultima categoria individuata dagli autori: i soggetti che influiscono nella comunità. Si individua infatti come vengono classificati in base a delle prospettive non economiche ma relative al modo

---

<sup>70</sup> Si richiama il concetto di Social Capital, vedi Paragrafo 2.2.2.

di affrontare i problemi e alle idee generate o condivise. Si richiamano quindi i concetti di innovazione, cooperazione e differenze di percezione della realtà che variano in base a genere, etnia ed età discusse nel paragrafo 1.2.

Le caratteristiche osservabili sono inoltre utili relativamente all'esperienza e all'influenza sui gruppi del mercato. Si è infatti precedentemente discusso di come l'eterogeneità del Board permetta un'equa rappresentazione sia del mercato che della forza-lavoro della società<sup>71</sup>.

La presenza di soggetti rappresentativi di queste categorie ha il beneficio di apportare legami e risorse utili per il processo decisionale in relazione a fattori interni ed esterni che non potrebbero essere percepiti dagli amministratori "classici".

Infine, un gruppo ben diversificato permette di costruire la legittimazione dell'impresa nell'ambiente competitivo in cui opera. Infatti, in accordo con Chemmanur et Al. (2019), l'eterogeneità del Board aumenta la reputazione della società contribuendo a costruire un importante stato di influenza dell'impresa nel mercato.

Un ramo della RDT consiste nella RBV<sup>72</sup>. Le fondamenta di questa teoria considerano le caratteristiche degli amministratori come il mezzo attraverso il quale accumulare un insieme di risorse difficili da copiare (Colbert, 2004). Viene costruito così un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti.

In base a questa visione le risorse dell'impresa sono classificate in tre categorie: tangible, intangible e human resources. La differenza fra le prime due categorie risiede nella differente facilità di identificazione.

All'interno degli asset tangible vi rientrano tutte quelle risorse facili da identificare come: immobili e risorse finanziarie. Nella seconda categoria rientrano invece le risorse difficili da identificare come: la reputazione e l'immagine dell'impresa (Li et Al., 2011).

L'ultima classe di asset è costituita invece dalle risorse umane che sono intangibili e distribuite fra tutta la forza lavoro (compreso il Board) che consistono nella: creatività, innovazione, esperienze e competenze.

---

<sup>71</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

<sup>72</sup> Questa teoria si chiama più specificatamente "*Resource-based view*" (Richard, 2000). La si include nella RDT in quanto sono strettamente correlate.

L'importanza di queste risorse consiste nella impossibilità di replicarle in imprese diverse. Ricalcare la propria struttura finanziaria da un'impresa leader del mercato è più semplice rispetto al dover ricreare il Capitale Umano e Sociale di un concorrente al proprio interno.

In letteratura si afferma che è proprio il Capitale Umano della forza-lavoro il fattore che spiega come le performance di imprese simili, in termini di asset fisici e finanziari, siano molto diverse fra loro (e.g. Li et Al., 2011).

### *Conclusioni*

Si è discusso in questo paragrafo degli effetti positivi conseguenti all'eterogeneità del Board sui compiti che esso è chiamato a svolgere: monitorare l'operato dei direttori esecutivi e fornire le risorse necessarie per il processo decisionale.

Entrambe le teorie si focalizzano inizialmente sull'aspetto quantitativo degli amministratori: più manager indipendenti consentono un miglior monitoraggio e più direttori garantiscono una maggior quantità di risorse apportate nel processo decisionale.

Successivamente, si pone l'attenzione sull'aspetto qualitativo dei membri del Board. Si argomenta che una composizione eterogenea degli amministratori porti all'approvazione di politiche finanziarie ottime per la società.

La diversità rende infatti il monitoraggio sugli amministratori esecutivi più efficiente in quanto un soggetto in minoranza, possedendo delle caratteristiche differenti dalla maggioranza, tende a porre più quesiti durante il processo decisionale e alimenta dibattiti che permettono di individuare le scelte effettivamente migliori per gli azionisti.

Infine, siccome ogni amministratore possiede delle caratteristiche uniche e non replicabili, la costruzione di un gruppo eterogeneo permette di apportare nel processo decisionale un insieme di risorse migliore, sia in termini quantitativi che qualitativi, rispetto ad un gruppo omogeneo. In questo modo il Board diminuisce la dipendenza della società dall'ambiente esterno e approverà solamente politiche volte alla massimizzazione della redditività.

### 2.3.4 Impatti negativi della Board Diversity

Si analizza ora il secondo filone teorico inerente agli impatti di una composizione eterogenea del Board sulle performance aziendali. In contrapposizione a quanto esposto

nel paragrafo precedente, questa visione vede la Board Diversity come un ostacolo verso la massimizzazione del valore aziendale.

Si specifica come i pilastri di queste teorie, che verranno di seguito brevemente discusse, non presuppongono l'ininfluenza del Board sulle politiche finanziarie (vedi paragrafo 2.1) ma l'inefficienza o l'ininfluenza dell'eterogeneità della sua composizione<sup>73</sup>. Si sviluppano infatti all'interno del filone analizzato nel paragrafo 2.2.

Si discutono in questa sede la Social Psychological e la Similarity Attraction Theory (SPT e SAT). Le fondamenta di queste due teorie sui gruppi sociali risiedono nell'ipotesi che i soggetti siano attratti da persone con prospettive, esperienze, profili demografici e valori simili (e.g. Terjesen et Al., 2009; Gompers et Al., 2016).

Ogni individuo identifica sé stesso all'interno di una categoria sociale in base alle proprie caratteristiche (Turner & Tajfel, 1986). Si includono tutte le caratteristiche che possono definire una persona, che siano esse demografiche oppure non osservabili. In questo modo le minoranze potrebbero essere classificate in un gruppo diverso rispetto a quello della maggioranza<sup>74</sup>.

Queste categorizzazioni sono inoltre multidimensionali. Infatti, come esistono più dimensioni demografiche (etnia, genere ed età) sono presenti altrettante categorie. Ad esempio, un soggetto potrebbe appartenere alla maggioranza perché uomo, ma in un'altra dimensione, quella etnica, farebbe parte della minoranza perché asiatico (Westphal & Milton, 2000).

Ci si è concentrati su esempi riguardanti le caratteristiche demografiche a causa della più immediata comprensione. Anche le differenze nei tratti cognitivi hanno però delle ripercussioni sulle dinamiche del gruppo.

Ad esempio, potrebbero sorgere dei contrasti fra amministratori specialisti di marketing e di finanza: i primi potrebbero categorizzare gli ultimi come dei “mangiatori di numeri”

---

<sup>73</sup> In altre parole, per essere più chiari, la teoria in analisi supporta l'importanza del Board nello spiegare le politiche finanziarie, si oppone però alla diversità della composizione dello stesso. Quindi, non è influente il Board sulla performance dell'impresa ma la minoranza presente nel gruppo.

<sup>74</sup> Westphal e Milton nel 2000 sottolineano come anche all'interno dello stesso sottogruppo categorizzato come minoranza potrebbero crearsi ulteriori sottocategorie. Ad esempio, due categorie potrebbero essere rappresentate dagli amministratori asiatici e quelli africani: entrambi facenti parte della minoranza etnica ma che potrebbero a loro volta classificarsi in due sottogruppi differenti.

incapaci di comprendere le preferenze di prodotto dei consumatori<sup>75</sup> (Westphal & Milton, 2000).

La conseguenza è una diminuzione delle comunicazioni e un aumento dei conflitti, sia di attività che emotivi, fra membri appartenenti a categorie diverse. Le dinamiche del gruppo verrebbero intaccate da questi fenomeni rendendo il processo decisionale svolto dal Board inefficiente<sup>76</sup>.

L'ingresso di soggetti con culture, esperienze e valori nuovi rispetto a quelle presenti nel Board ridurrebbero l'efficienza in quanto verrebbero scardinati degli standard operativi. Aumentano in questo modo le incomprensioni tra membri del Board che sfociano molto probabilmente nei conflitti (Murray, 1989).

Murray nel 1989 afferma che i gruppi omogenei, grazie alla facilità di comunicazione, sono più adatti a gestire imprese che operano in un contesto molto competitivo, questo grazie alla loro velocità nel concludere il processo decisionale. Il valore della società, nel breve periodo, è quindi massimizzato dai gruppi omogenei<sup>77</sup>.

Infatti, nei gruppi composti da membri aventi caratteristiche in comune, la comunicazione è più semplice rendendo facile la condivisione di informazioni. Il Board concluderebbe il processo decisionale in tempi celeri rendendo l'impresa efficiente e migliorando le performance aziendali (Gompers et Al., 2016).

Oltre agli effetti negativi causati dall'eterogeneità del Board discussi fin qui, si aggiungono quelli che vedono la presenza di minoranze all'interno del team come un elemento che non influisce sulle dinamiche del gruppo. Una di queste visioni è rappresentata dalla teoria del Tokenism proposta da Kanter nel 1977<sup>78</sup>.

La presenza di minoranze diminuirebbe la coesione sociale fra gli amministratori con il conseguente innalzamento di barriere sociali, scoraggiando i membri facenti parte una minoranza ad apportare il proprio punto di vista (Westphal & Milton, 2000).

---

<sup>75</sup> Questi contrasti derivano da stereotipi. Si comprende quindi come gli stereotipi non siano tipici solamente delle caratteristiche osservabili, con riguardo particolare al genere, ma anche per quelle cognitive. Più in generale esistono degli stereotipi per qualsiasi categorizzazione che si può svolgere.

<sup>76</sup> Vedi paragrafi 1.2.1 e 1.2.3.

<sup>77</sup> Contrariamente, lo stesso autore afferma che i dibattiti interni derivanti dall'eterogeneità rendono il gruppo più adattivo ai mutamenti esterni. I conflitti alimentano delle discussioni che portano a decisioni più ponderate. Il valore della società sarebbe quindi massimizzato nel lungo periodo da un Board eterogeneo.

<sup>78</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

Westphal e Milton (2000) discutono che questo è dovuto allo *status* di minoranza in cui il soggetto si sente declassato. Dalla teoria dell'impatto sociale infatti si individua come il soggetto che si trova in maggioranza esercita un'influenza sproporzionata sugli altri componenti attraverso segnali sia verbali che non: la minoranza tende di conseguenza ad allinearsi con il punto di vista della maggioranza.

### *Conclusioni*

Chi si oppone ad una composizione eterogenea del Board propone quindi due motivazioni principali:

1. L'eterogeneità causa conflitti che impattano negativamente la performance;
2. La presenza delle minoranze è solamente un simbolo di rappresentanza rendendo il loro punto di vista ininfluenza sul processo decisionale.

Secondo la prima motivazione, più il gruppo è omogeneo più sarà in grado di approvare politiche volte alla massimizzazione del valore della proprietà. Non si svilupperebbero infatti i conflitti derivanti dalla presenza di amministratori con basi cognitive e valori completamente diversi. In questo modo il processo decisionale si concluderebbe in tempi più rapidi.

La seconda motivazione sottolinea invece come solo i punti di vista dei soggetti che si trovano in maggioranza vengono presi in considerazione durante il processo decisionale; la presenza delle minoranze è inutile in quanto le risorse apportate da questi soggetti non vengono considerate e il Board si comporta esattamente come un gruppo omogeneo.

## **2.4 Risultati empirici sull'impatto economico della Board Diversity**

Prima di procedere con un'analisi empirica del fenomeno è opportuno riportare e analizzare i principali risultati empirici ottenuti nella ricerca economica in ambito dell'eterogeneità della composizione del Board.

Si procederà quindi con una review letteraria dei principali risultati suddividendoli in base alla tipologia della caratteristica studiata. Si ripercorrerà quindi la "scaletta" del capitolo 1 partendo prima con le caratteristiche demografiche (etnia, genere ed età) e concludendo con i tratti cognitivi (background accademico, esperienze lavorative pregresse ed infine tenure).

Data l'importanza della Teoria dell'Agenzia e della presenza dei direttori indipendenti all'interno del Board dal punto di vista teorico<sup>79</sup>, si riporteranno anche i risultati empirici delle ricerche svolte sull'indipendenza dei componenti. Si inserisce questa parte all'interno delle caratteristiche cognitive.

#### 2.4.1 Caratteristiche osservabili

Come si è affermato precedentemente, gran parte della letteratura si è soffermata sugli aspetti demografici della Board Diversity in quanto è più semplice reperire i dati e sono il principale oggetto di stereotipi.

Risulta fondamentale inoltre la spinta delle nuove normative in favore all'inclusione delle minoranze all'interno del Board (ad esempio la legge 120/2011 sulle quote rosa in Italia); capire gli effetti che questi membri potrebbero avere sulle politiche finanziarie è fondamentale per individuare il giusto compromesso che il Legislatore deve adottare per soddisfare sia le utilità sociali che quelle economiche.

##### 2.4.1.1 Etnia<sup>80</sup>

L'effetto della presenza di minoranze etniche all'interno del Board è stata una delle caratteristiche demografiche meno analizzate in quanto si riscontra una scarsa diversità in questi termini nei Board delle società (William & O'Reilly, 1998).

Ciavarella (2017) svolge un'analisi sulle relazioni esistenti fra eterogeneità delle caratteristiche, osservabili e non, degli amministratori e performance finanziarie misurate sia attraverso dati di bilancio che di mercato<sup>81</sup>.

I risultati, per quanto riguarda l'analisi del Board nel suo complesso, sono rappresentati nella tabella 2. In questo paragrafo ci si soffermerà alla prima colonna che è relativa alle caratteristiche demografiche, ora con particolare riguardo all'etnia e successivamente ai restanti due tratti.

---

<sup>79</sup> Vedi paragrafo 2.3.3.

<sup>80</sup> Verranno riportate in questo paragrafo anche le principali tabelle riguardanti i risultati empirici ottenuti dalla letteratura. Si anticipa che nelle regressioni si possono osservare anche variabili di eterogeneità diverse rispetto all'etnia. I coefficienti di queste variabili verranno commentati nei rispettivi paragrafi.

<sup>81</sup> Per quanto riguarda le caratteristiche non osservabili la ricercatrice si è soffermata principalmente sul livello e non sull'eterogeneità.



La ricercatrice svolge l'analisi prendendo in considerazione imprese europee<sup>82</sup> e trova una relazione significativa al 10% e negativa fra eterogeneità nazionale (*Dummy Foreign directors*) e ROA dell'impresa.

Tabella 2 Board Diversity e performance aziendale Ciavarella (2017)<sup>83</sup>

	Dependent variable: Roa		
	(1)	(2)	(3)
L.ROA	0.1172 (0.344)	0.1266 (0.120)	0.1157 (0.343)
Ln(Gdp)	-1.22e-06 (0.292)	-0.9667 (0.681)	1.1015 (0.627)
Ln(Total asset)	-0.8344 (0.583)	-0.9469 (0.415)	-0.9045 (0.544)
Sales growth	0.0105 (0.116)	0.0101* (0.069)	0.0107 (0.108)
Price volatility company	-0.0514 (0.605)	-0.1481* (0.094)	-0.0268 (0.790)
CV Board Age	-0.1199 (0.170)		
Dummy female directors	0.5695 (0.315)		
Dummy foreign directors	-1.0893* (0.080)		-0.9289 (0.114)
CV Board tenure		-0.0162* (0.058)	
CV n. other Quoted Boards		-0.0079 (0.488)	
CV years on other quoted boards		-0.0068 (0.459)	
% graduated directors		-0.8496 (0.701)	
Average Board Tenure			0.3421*** (0.002)
C	18.8971 (0.117)	34.6867 (0.292)	-2.9961 (0.926)
Year dummies	YES	YES	YES
Obs	3527	3955	3534
R <sup>2</sup>	20.67	25.43	20.22

Analizzate le conseguenze dell'eterogeneità e del livello dei tratti del Board nel suo complesso, la ricercatrice analizza gli effetti della diversità della sola componente esecutiva (vedi tabella 3).

I risultati sono opposti a quelli precedenti. L'eterogeneità in termini nazionalità dei soli direttori esecutivi ha effetti positivi sul ROA, EBITDA, ROE e Tobin's Q aggiustato per il settore industriale.

<sup>82</sup> L'analisi è stata svolta su un campione di società quotate nei seguenti Stati europei: Italia, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. (Si include il Regno Unito nelle società europee perché l'analisi è stata svolta prima della Brexit).

<sup>83</sup> Il livello di significatività nella tabella è così rappresentato: \*=10%, \*\*=5% e \*\*\*=1%.

Tabella 3 Eterogeneità dei direttori esecutivi e performance aziendale Ciavarella (2017)<sup>84</sup>

Dependent variable: ROA			
	(1)	(2)	(3)
LROA	0.1744* (0.071)	0.0693 (0.126)	0.1681* (0.081)
Ln(Gdp)	-2.46e-06** (0.027)	-0.6465 (0.818)	0.8112 (0.735)
Ln(Total asset)	-0.6723 (0.539)	1.3627 (0.431)	-0.8185 (0.436)
Sales growth	0.0152 (0.119)	0.0142 (0.118)	0.0151 (0.118)
Price volatility company	-0.1732** (0.010)	-0.2788*** (0.000)	-0.1699** (0.015)
CV Board Age (ex)	-0.0568 (0.298)		-0.0546 (0.298)
Dummy female directors (ex)	1.7336** (0.015)		1.9668*** (0.007)
Dummy foreign directors (ex)	1.5609** (0.026)		1.6992** (0.015)
CV Board tenure (ex)		-0.0146** (0.025)	
CV n. other Quoted Boards (ex)		-0.0030 (0.821)	
CV years on other quoted boards (ex)		0.0099 (0.163)	
% graduated directors (ex)		-2.5288 (0.218)	
Average Board Tenure (ex)			0.2048** (0.029)
C	21.1439** (0.017)	13.0280 (0.755)	4.5292 (0.899)
Year dummies	YES	YES	YES
Obs	2482	3955	2482
R <sup>2</sup>	35.41	25.43	36.76

Dependent variable			
	(1) Ebitda	(2) ROE	(3) Adjusted Tobin's Q
LEbitda	0.2682*** (0.000)		
L Adjusted Tobin's Q			0.2296** (0.016)
LROE		0.6540*** (0.000)	
Ln(Gdp)	1.9376 (0.772)	15.9883 (0.315)	0.3615 (0.394)
Ln(Total asset)	9.5795*** (0.000)	-5.4796 (0.201)	-0.0642 (0.573)
Sales growth	0.0143 (0.228)	0.0266 (0.149)	0.0000 (0.701)
Price volatility company	-0.0775 (0.611)	-0.2319 (0.433)	-0.0075 (0.347)
CV Board Age (ex)	0.0056 (0.925)	-0.1006 (0.489)	-0.0052 (0.292)
Dummy female directors (ex)	4.1800** (0.012)	5.6610 (0.147)	0.1589 (0.349)
Dummy foreign directors (ex)	3.5778** (0.033)	9.3295** (0.038)	0.3021* (0.072)
C	-95.1327 (0.353)	-171.839 (0.460)	-4.5010 (0.492)
Year dummies	YES	YES	YES
Obs	2484	2447	2475
R <sup>2</sup>	71.10	77.67	73.74

<sup>84</sup> Per i livelli di significatività si veda la nota precedente.

Giannetti e Zhao (2019) individuano una relazione positiva fra Board Ancestral Diversity e innovazione. La creatività del gruppo viene misurata attraverso il numero di brevetti citati dell'impresa. Le politiche implementate dalle società in cui vi è maggiore diversità si discostano maggiormente da quelle medie dell'industria. Si riscontra per queste imprese, infine, una maggiore volatilità dei ricavi.

Risultati positivi risultano anche da una ricerca svolta da Erhardt et Al. (2003). La percentuale di amministratori non bianchi è correlata positivamente con le performance finanziarie dell'impresa misurate attraverso il ROI, non significativa è invece la relazione con il ROA (vedi tabella 4).

Tabella 4 Matrice correlazioni Erhardt et Al. (2003). All'interno della variabile Board Diversity rientrano sia minoranze etniche che di genere.

	M	SD	1	2	3	4	5	6	7	8
1 ROI98	0.11	0.15	–							
2 ROI93	0.02	0.36	0.08	–						
3 ROA98	0.05	0.07	0.88**	0.15	–					
4 ROA93	0.02	0.07	0.24*	0.54**	0.33**	–				
5 Industry	1.44	0.50	–0.35**	0.04	–0.38	–0.22*	–			
6 Total assets	39 <sup>a</sup>	7.5 <sup>a</sup>	0.03	–0.25*	–0.15	–0.17	0.27**	–		
7 Board size	12.52	2.93	0.10	–0.04	0.01	–0.03	0.14	0.39**	–	
8 Board diversity	0.25	0.11	0.21*	0.03	0.18	0.02	0.20*	–0.08	–0.01	–

<sup>a</sup> In millions.

\*  $p < 0.05$ .

\*\*  $p < 0.01$ .

Si sottolinea inoltre come gli autori utilizzano come variabile di controllo le performance finanziarie ottenute negli anni precedenti, come si evince dalla tabella 4 vengono infatti individuate delle correlazioni positive e significative.

Gli autori individuano inoltre una relazione positiva e significativa fra Board Diversity e Industria. La variabile *Industry* è costruita come una Dummy<sup>85</sup> che assume valore 1 quando l'impresa opera nel settore dei servizi, 0 altrimenti. La relazione significativa e positiva conferma quindi la tendenza di una più marcata eterogeneità nei settori in cui vi è più contatto con il consumatore finale<sup>86</sup>.

<sup>85</sup> Vedi paragrafo 2.5.4.

<sup>86</sup> Vedi paragrafi 1.2.2 e 1.2.3.

Miller e Triana (2009) svolgono una ricerca in cui si vogliono analizzare gli effetti dell'eterogeneità del Board sull'innovazione e sulla reputazione dell'impresa. Collegano inoltre queste due dimensioni alla redditività della stessa<sup>87</sup>.

Nelle tabelle sotto riportate vengono rappresentati i risultati delle regressioni svolte. Nella tabella 5 vengono ricercati gli effetti dell'eterogeneità sull'innovazione dell'impresa: viene riscontrata una relazione positiva e significativa fra diversità etnica e innovazione. Si sottolinea inoltre come includendo nel modello la variabile demografica l'indice di bontà della regressione  $R^2$  aggiustato aumenti<sup>88</sup>.

Tabella 5 Regressione fra misure di diversità e innovazione (Miller & Triana, 2009)

Variables	Innovation				
	Model 1	Model 2A	Model 2B	Model 3A	Model 3B
Product diversification	-0.006 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.005)
Industry	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)
Firm size	0.008† (0.004)	0.007 (0.005)	0.007 (0.005)	0.005 (0.005)	0.005 (0.005)
Liquidity	0.016* (0.003)	0.016*** (0.003)	0.016*** (0.003)	0.017*** (0.003)	0.017*** (0.003)
International diversification	0.001* (0.000)	0.001*** (0.0001)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.0001)	0.001*** (0.000)
Board gender diversity – Blau		0.040* (0.018)			
Board gender diversity – Proportion			0.049* (0.024)		
Board racial diversity – Blau				0.035* (0.016)	
Board racial diversity – Proportion					0.052* (0.025)
$R^2$	0.145	0.154	0.153	0.155	0.153
Adjusted $R^2$	0.135	0.142	0.141	0.143	0.141
F-test	14.431***	12.933***	12.794***	12.974***	12.839***

Notes: Unstandardized coefficients. Two-tailed tests reported. Standard errors in parentheses. N = 432, †  $p < 0.10$ ; \*  $p < 0.05$ ; \*\*  $p < 0.01$ ; \*\*\*  $p < 0.001$ .

Nella tabella 6 viene invece analizzata la relazione esistente fra eterogeneità etnica e reputazione dell'impresa. Si individua una relazione positiva e significativa fra le due dimensioni, seppur con un  $R^2$  aggiustato inferiore rispetto al modello in tabella 5.

<sup>87</sup> Le relazioni di moderazione e mediazione verranno discusse nei paragrafi 2.4.3 e 2.5.5.

<sup>88</sup> La diversità viene misurata sia attraverso sia un dato percentuale che mediante l'indice di Blau. Per comprendere le differenze fra le due modalità si veda il paragrafo 2.5.3.1.

Tabella 6 Regressione fra misure di diversità e reputazione (Miller & Triana, 2009)

Variables	Firm reputation				
	Model 4	Model 5A	Model 5B	Model 6A	Model 6B
Product diversification	0.063 (0.118)	0.063 (0.119)	0.065 (0.119)	0.072 (0.118)	0.074 (0.118)
Industry	-0.024 (0.032)	-0.024 (0.032)	-0.024 (0.032)	-0.018 (0.032)	-0.018 (0.032)
Firm size	0.290* (0.116)	0.285* (0.118)	0.278* (0.118)	0.210† (0.122)	0.209† (0.121)
Firm age	0.004** (0.001)	0.004** (0.001)	0.004** (0.001)	0.004** (0.001)	0.004** (0.001)
Liquidity	0.138† (0.076)	0.138† (0.076)	0.138† (0.076)	0.152* (0.076)	0.152* (0.076)
Board gender diversity – Blau		0.116 (0.497)			
Board gender diversity – Proportion			0.391 (0.655)		
Board racial diversity – Blau				0.864* (0.428)	
Board racial diversity – Proportion					1.421* (0.673)
R <sup>2</sup>	0.065	0.066	0.067	0.077	0.078
Adjusted R <sup>2</sup>	0.051	0.048	0.049	0.060	0.061
F-test	4.484**	3.735**	3.789**	4.453***	4.520***

Notes: Unstandardized coefficients. Two-tailed tests reported. Standard errors in parentheses.

N = 326, † p < 0.10; \* p < 0.05; \*\* p < 0.01; \*\*\* p < 0.001.

Ararat et Al. (2010) individuano che la diversità nazionale (in tabella 7 *Blau for*) impatta positivamente sulle performance aziendali misurate attraverso indici di redditività ricavati da dati di mercato. Si riscontra inoltre, un impatto positivo sull'intensità del monitoraggio svolto sugli amministratori esecutivi.

Tabella 7 Regressione variabili di diversità e performance finanziarie dell'impresa Ararat et Al. (2010)

	ROE	MTB	Tobin Q	ROE	MTB	Tobin Q
<i>blau for</i>	.103 (.442)	.340** (.038)	.396*** (.019)	.014 (.922)	.288* (.094)	.320** (.076)
<i>blau wom</i>	-.041 (.764)	-.075 (.648)	.129 (.437)	-.066 (.643)	-.053 (.757)	.134 (.454)
<i>blau ind</i>	-.048 (.719)	-.002 (.990)	-.120 (.454)	-.066 (.618)	.000 (.998)	-.125 (.453)
<i>blau age</i>	.259** (.057)	.027 (.861)	-.019 (.906)	.331** (.028)	.051 (.771)	.015 (.936)
<i>blau edu</i>	-	-	-	-.240* (.089)	-.134 (.423)	-.186 (.287)
Leverage	-.775*** (.000)	.500*** (.024)	.140 (.520)	-.756*** (.000)	.518** (.026)	-.097 (.679)
<i>ln</i> Total Assets	.850*** (.000)	-.341* (.116)	-.209 (.339)	.942*** (.000)	-.324 (.163)	-.170 (.478)
F	5.251***	1.979*	1.731	4.574***	1.689	1.178
Adjusted R <sup>2</sup>	.378	.123	.095	.385	.108	.030

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



L'eterogeneità etnica ha effetti positivi sul ROA anche dai risultati ottenuti da García Martín & Herrero (2018). La relazione perde però di significatività qualora le performance vengano misurate attraverso dati di mercato come il Tobin's Q.

Infine, Carter et Al. (2010) non trovano relazioni significative fra presenza di minoranze etniche (*number of minority directors*) e Tobin's Q (vedi tabella 8). Viene individuata invece una relazione positiva, ma solo al 10%, qualora si utilizzi il ROA per misurare le performance finanziarie.

Tabella 8 Regressione Carter et Al. (2010)

Independent Variables	Model 1 Tobin's Q Dependent Variable	Model 2 Tobin's Q Dependent Variable	Model 3 Tobin's Q Dependent Variable	Model 4 ROA Dependent Variable	Model 5 ROA Dependent Variable	Model 6 ROA Dependent Variable
Number of minority directors	.02 (.66)			.33+ (1.78)		
Number of female directors	.03 (1.10)	.01 (.98)		.41* (2.07)	.57** (4.68)	
Number of directors	.01 (.58)	-.00 (-.55)	-.00 (-.37)	.11 (1.24)	.06 (1.11)	.11* (1.97)
CEO-Chair duality	.04 (.82)	-.02 (-.58)	-.02 (-.55)	-.29 (-.52)	-.35 (-1.58)	-.32 (-1.46)
Additional directorships	.00 (.16)	.00 (.09)	.00 (.22)	.18 (.04)	.09 (.48)	.17 (.96)
Meeting attendance	.03 (1.3)	.02 (1.44)	.02 (1.42)	-.05 (-.20)	.04 (.22)	.01 (.06)
Board ownership	.00 (1.25)	.00 (1.14)	.00 (1.12)	.02 (1.30)	.01 (1.21)	.01 (1.08)
Independent directors	-.01 (-1.48)	-.01 (-.89)	-.00 (-.74)	-.11 (-1.31)	-.03 (-.54)	.00 (.07)
Average age of directors	-.01 (-1.12)	-.00 (-.97)	-.00 (-1.05)	-.06 (-.79)	-.03 (-.82)	-.05 (-1.12)
Log total assets	-.01 (-.88)	.00 (0.24)	.02 (.41)	-.06 (-.86)	-.04 (-.92)	-.01 (-.34)
Tobin's Q	.78** (38.43)	.79** (61.85)	.79** (62.18)			
ROA				.59** (14.74)	.58** (19.87)	.59** (20.26)
Intercept	.74 (1.55)	.49* (2.02)	.49* (2.0)	4.84 (.99)	3.38 (1.42)	3.65 (1.50)
Firm Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm-Year Observations	958	2,347	2,347	908	2,224	2,224
Firms in Sample	339	577	577	315	533	500
Adj. R-square	.81	.79	.79	.37	.37	.36
F-Statistic	173.98	387.07	409.05	31.21	60.19	62.45

Notes: All independent variables are lagged one period. Robust standard errors are used to calculate t-statistics. Probability values are based on a t-statistic for a two-tailed test of significance. The first number in each cell is the regression coefficient and the value in parentheses is the associated t-value.

\*\*indicates  $p < .01$ , \*indicates  $p < .05$ , and †indicates  $p < .10$ .

#### 2.4.1.2 Genere

L'analisi della presenza del genere femminile all'interno del Board, e delle relative conseguenze economiche, ha avuto più attenzione nella letteratura rispetto alle minoranze etniche. Questo probabilmente perché è risentito come un problema più vicino.

Ciavarella (2017) non individua relazioni significative fra presenza di donne nel Board e performance finanziarie rappresentate utilizzando indici ricavati da dati di bilancio (vedi tabella 2).

Quando l'analisi viene svolta prendendo in considerazione esclusivamente la componente esecutiva, l'autrice individua una relazione positiva fra presenza di donne e performance misurate attraverso il ROA e l'EBITDA.

Come risulta dalla tabella 8 Carter et Al. (2010) individuano una relazione positiva e significativa fra presenza di donne e performance misurate con il ROA. Non significativa è invece la relazione con Tobin's Q.

Ugualmente, Erhardt et Al. (2003) trovano una relazione positiva e significativa fra rappresentanza del genere femminile e performance finanziarie dell'impresa misurate attraverso il ROI (vedi tabella 4).

Da un'analisi svolta da Miller e Triana (2009) la presenza di donne nel Board è associata positivamente con l'innovazione dell'impresa, non vengono individuate relazioni significative con la reputazione della società (vedi tabelle 5 e 6).

Ararat et Al. (2010) non individuano relazioni significative fra presenza di donne nel Board e performance finanziarie misurate sia attraverso dati di bilancio che di mercato (vedi tabella 7).

Gli stessi autori testano gli effetti combinati della presenza delle minoranze culturali (genere femminile più minoranze etniche) sulle performance finanziarie, risultano relazioni significative e positive con misure di redditività ricavate sia da dati di bilancio che da dati di mercato (vedi tabella 9).

Tabella 9 Effetti combinati Ararat et Al. (2010)

Independent Variables	ROE	MTB	Tobin Q	ROE	MTB	Tobin Q	ROE	MTB	Tobin Q	ROE	MTB	Tobin Q
Blau(wom+for)	.201** (.031)	.200** (.045)	.173** (.084)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Blau(wom+for+ind+age+edu)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-.018 (.859)	.186** (.092)	.234** (.033)
LEV	-.519*** (.000)	.378*** (.002)	-.103 (.397)	-.800*** (.000)	.274 (.192)	-.327** (.092)	-.814*** (.000)	.255 (.226)	-.349** (.076)	-.533*** (.000)	.356*** (.004)	-.126 (.297)
lnTA	.400*** (.000)	-.296*** (.015)	-.216 (.078)	.755*** (.000)	-.284 (.189)	-.146 (.461)	.775*** (.000)	-.246 (.259)	-.104 (.606)	.426*** (.001)	-.352*** (.007)	-.292** (.024)
F	9.788***	4.627***	3.727***	11.970***	.818	3.543**	11.230***	.560	3.085**	7.788***	4.168***	4.314***
Adjusted R <sup>2</sup>	.219	.105	.080	.417	-.012	.142	.400	-.030	.120	.178	.093	.096

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

Quanto discusso nel paragrafo precedente sull'effetto delle minoranze etniche risultante dall'analisi svolta da García Martín & Herrero nel 2018, vale anche per la presenza di donne nel Board: vi è significatività e positività quando si misura la performance con il ROA mentre vi è assenza di significatività nel caso in cui si utilizzi per misurare le

performance finanziarie il Tobin's Q. Non vengono individuate relazioni significative neppure da Mehrotra (2016).

#### 2.4.1.3 Età

Gli effetti della età sulle performance aziendali e le politiche finanziarie dipendono da due fattori. Esiste infatti l'effetto che può avere l'età media e anche quello relativo all'eterogeneità.

Ciavarella (2017) non individua relazioni positive fra età media del Board e performance finanziarie misurate con il ROA. Non vengono riscontrate relazioni significative neppure quando si prendono in considerazione solo i direttori esecutivi (vedi tabelle 2 e 3).

Li et Al. (2011) ottengono dalla loro analisi una relazione positiva fra eterogeneità dell'età e il ROA dell'impresa. Questa relazione è particolarmente sostenuta quando la società applica delle strategie di diversificazione geografica. L'eterogeneità in termini di età della forza-lavoro non ha però effetti sulla produttività dell'impresa<sup>89</sup>.

Tabella 10 Regressioni, per step, di Li et Al. (2011). Variabile dipendente ROA

	$\beta$	Standardized $\beta$	SE
Step 0 $\Delta R^2$	0.004		
Control (Firm Age)			
2002	47.882	0.152	90.965
2003	45.924	0.170	90.775
2004	48.466	0.182	90.445
2005	47.856	0.266	90.832
2006	60.396	0.265	90.489
Step 1 $\Delta R^2$	0.249**		
Control			
Firm Number	-0.365	-0.043	0.421
Firm Size	-4.231	-0.087	2.430
Firm Age	3.014	0.687*	0.249
Country of Origin	0.009	-0.000	0.371
Step 2 $\Delta R^2$	0.053*		
Main Effect			
Age Diversity	25.687	0.246*	4.507
Step 3 $\Delta R^2$	0.045*		
Moderator			
Market Diversification	18.883	0.215*	4.05
Step 4 $\Delta R^2$	0.106**		
Interaction			
Age Diversity $\times$ Market Diversification	52.247	0.381**	0.023
Model F	3.323*		
Constant		21.315	18.562
Adjusted $R^2$	0.289		

Notes: ROA = Return on assets.  
\* $p < .05$ ; \*\* $p < .01$ ; \*\*\* $p < .001$ .

<sup>89</sup> L'analisi empirica svolta dagli autori si basa infatti sull'eterogeneità della forza-lavoro nel suo complesso, non esclusivamente sul Board. Si presuppone però che i risultati ottenuti possano essere considerati validi anche in relazione alla diversità in termini di età del Board.



Ararat et Al. (2010), in un campione dove l'età dei membri varia dai ventisei anni agli ottantasei, individuano una relazione positiva fra eterogeneità dell'età e la performance finanziaria dell'impresa misurata attraverso il ROE. Non significativa invece la relazione con il Tobin's Q (vedi tabelle 7 e 9).

Wiersema e Bantel (1992)<sup>90</sup> individuano una relazione negativa fra età media del Top Management e cambio strategico della società (vedi tabella 12). In altre parole, si riscontra una maggiore propensione a cambiare le strategie quando l'età media del Top Management è bassa. In contrasto, qualora si analizzassero solo le correlazioni (tabella 11) non si individuerebbero effetti dovuti né all'età media né all'eterogeneità dell'età dei membri del gruppo.

Tabella 11 Matrice correlazioni Wiersema e Bantel (1992)

Variables	Means	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. Change in strategy	0.19	0.55															
2. Prior organizational performance	0.10	0.07	.14														
3. Organizational size	7.20	0.95	-.02	-.01													
4. Top management team size	4.30	0.95	.09	-.15	.33**												
5. Industry growth	0.68	2.02	-.03	.04	-.19	-.23*											
6. Industry profitability	0.13	0.07	-.16	-.20	.01	.14	-.05										
7. Industry concentration	0.44	0.21	-.01	-.29**	.23*	.30**	-.08	.14									
8. Mean team age	55.55	4.56	-.20	.01	.19	.01	.01	.09	.01								
9. Mean team organizational tenure	19.98	8.48	-.10	.03	.20	-.11	.02	.15	.04	.50***							
10. Mean team executive tenure	9.25	4.33	.04	.03	-.24*	-.42***	.01	-.03	-.29**	.26**	.46***						
11. Mean team educational level	16.50	1.13	.28**	-.16	.04	.17	-.03	-.06	.12	-.14	-.26**	-.26**					
12. Team age heterogeneity	0.11	0.07	-.04	-.10	-.13	.06	.04	.12	.19	-.36**	-.26**	-.13	.21				
13. Team organizational tenure heterogeneity	0.49	0.29	-.13	-.10	.03	.27**	.08	.08	.09	-.19	-.59***	-.42***	.10	.44***			
14. Team executive tenure heterogeneity	0.67	0.37	-.21	-.15	.01	.34**	-.07	.07	.18	-.05	-.10	-.29**	.10	.29**	.38***		
15. Educational specialization heterogeneity	0.61	0.25	-.12	.00	.11	.37***	-.03	.01	.10	.15	.17	.09	-.38***	-.13	-.05	.10	
16. Science specialization			.16	-.12	.17	.01	-.10	-.12	.14	-.02	-.02	-.12	.10	-.09	-.06	-.02	-.14

\* n = 87.  
 \* p < .05  
 \*\* p < .01  
 \*\*\* p < .001

<sup>90</sup> Si tratta di uno degli studi più citati in questo campo di ricerca.

Tabella 12 Risultati regressioni Wiersema e Bantel (1992)

Variables	Model 1: Control Variables	Model 2: Trait Variables	Model 3: Heterogeneity Variables	Model 4: Full Model	Model 5: Adjusted Full Model
Prior organizational performance	.13	.23*	.12	.24*	.23*
Organizational size	-.07	-.01	-.05	-.02	
Top management team size	.14	.22†	.13	.05	
Industry growth	-.02	.04	-.02	.01	
Industry profitability	-.15	-.07	-.16	-.04	
Industry concentration	.02	.07	.00	.05	
Mean team age		-.16		-.21†	-.18*
Mean team organizational tenure		-.29**		-.25*	-.27*
Mean team executive tenure		.37**		.27*	.27**
Mean team educational level		.27**		.46***	.45***
Science specialization		.14		.18†	.18*
Team age heterogeneity			.14	-.10	
Team organizational tenure heterogeneity			-.11	.07	
Team executive tenure heterogeneity			-.10	-.09	
Educational specialization heterogeneity			.14	.38**	.40***
R <sup>2</sup>	.06	.29	.09	.39	.38
Adjusted R <sup>2</sup>	.00	.19	.00	.26	.32
F	0.80	2.84**	0.72	3.08***	6.91***

† Values shown are the standardized regression coefficients. n = 87.

† p < .10

\* p < .05

\*\* p < .01

\*\*\* p < .001

Come si evince dalla tabella sopra riportata, l'età media è significativa solamente adottando un p-value del 5%. Si sottolinea però come l'inserimento delle variabili relative ai tratti degli amministratori aumenti sensibilmente l'indice R<sup>2</sup> aggiustato che passa da 0 a 0,32 (su un massimo di 1).

I due autori commentano i risultati non significativi dell'eterogeneità facendo notare che viene riscontrata poca diversità in termini di età e che probabilmente non basta l'età per rappresentare tutte le differenze sottostanti fra i membri del Board<sup>91</sup>.

Da una prima analisi delle correlazioni, secondo Bantel e Jackson (1989), l'innovazione delle banche sembra essere dipendente significativamente sia dall'età media del Top Management sia dalla sua eterogeneità (vedi tabella 13). La correlazione è negativa per la prima dimensione mentre positiva per la seconda.

<sup>91</sup> Gli autori includono infatti nella loro analisi anche caratteristiche cognitive ma non altri tratti demografici. La loro assenza potrebbe aver influito sui risultati.

Tabella 13 Matrice correlazioni Bantel e Jackson (1989)

Variables	Intercorrelations for variables													
	Means	Standard deviations	Reliabilities	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 Total innovation	26.36	10.06	0.91											
2 Technical innovation	8.48	4.36	0.87	88										
3 Administrative innovation	18.68	7.11	0.79	88	55									
4 Average age	45.42	4.30	n.a.	-31	-26	-28								
5 Age heterogeneity	0.50	0.31	n.a.	18	11	18	-38							
6 Average tenure	14.79	5.57	n.a.	-27	-23	-25	64	31						
7 Tenure heterogeneity	0.43	0.39	n.a.	02	02	04	-16	16	-31					
8 Education attained	4.01 <sup>a</sup>	0.87	n.a.	42	42	32	-11	-07	-17	-03				
9 Education heterogeneity	0.44	0.17	n.a.	29	28	25	-06	09	-08	12	33			
10 Functional heterogeneity	0.32	0.14	n.a.	31	21	36	-11	10	-13	08	13	27		
11 Organization size <sup>b</sup>	1473	508	n.a.	29	30	21	-17	07	-06	-03	32	13	15	
12 Team size	6.30	1.64	n.a.	29	24	29	-21	21	-17	03	08	31	53	27

Note: d.f. = 198. Decimals omitted for correlation coefficients. For coefficients greater than 13,  $p < 0.05$ .

<sup>a</sup> Equivalent to a 4-year college degree.

<sup>b</sup> Assets, in millions of dollars.

Quando si passa però alla regressione, i coefficienti Beta sia dell'età media che della sua eterogeneità risultano non essere significativi (vedi tabella 14). Anche in questo caso gli autori sostengono che la mancanza di significatività sia dovuta ad una esclusione di altre variabili demografiche che potrebbero essere importanti nella determinazione dell'innovazione della società.

Tabella 14 Regressioni Bantel e Jackson (1989)

Predictors	Total innovation (Beta <sup>a</sup> )	Technical innovation (Beta)	Administrative innovation (Beta)
<i>Step 1: Control variables</i>			
Location (three vectors)	0.14/-0.18/-0.13	0.15*/-0.04/-0.10	0.09/-0.27*/-0.14 <sup>b</sup>
Organization size (log)	0.30**	0.34**	0.19**
Team size	0.07	0.07	0.04
$\Delta R^2$ step 1	0.37**	0.33**	0.27**
<i>Step 2: Team variables</i>			
Average age	-0.07	-0.01	-0.13
Age heterogeneity	0.00	-0.04	0.01
Average tenure in firm	-0.11	-0.14*	0.01
Tenure heterogeneity	-0.05	-0.05	-0.04
Average education level	0.18**	0.21**	0.10
Heterogeneity of educational specialties	0.07	0.06	0.07
Heterogeneity of functional backgrounds	0.17**	0.06	0.25**
$\Delta R^2$ step 2	0.09*	0.07*	0.10*
$R^2$ total	0.46*	0.40**	0.37**

#### 2.4.2 Caratteristiche non osservabili

Nella ricerca si è data meno importanza alle caratteristiche cognitive rispetto a quelle demografiche, ad eccezione dell'analisi degli effetti dei direttori indipendenti sulle

performance aziendali. Nell'opinione di chi scrive questo è dovuto principalmente al fatto che i dati riguardanti le caratteristiche non osservabili sono più difficili da raccogliere.

#### 2.4.2.1 Educational Background

Similmente all'età, anche quando si analizzano gli effetti del background accademico bisogna prendere in considerazione due dimensioni: il livello conseguito e l'eterogeneità del percorso di studi intrapreso fra i membri del Board.

Ciavarella (2017) non individua relazioni significative fra il livello del background educativo del Board nel suo complesso e performance finanziarie. Risultati confermati anche qualora si focalizzi l'analisi esclusivamente sulla componente esecutiva del gruppo (vedi tabelle 2 e 3).

Bantel e Jackson (1989), in una prima analisi delle correlazioni fra innovazione dell'impresa ed entrambe le dimensioni relative al background educativo, trovano dei risultati significativi e positivi (vedi tabella 13).

Passando alle regressioni risulta invece fondamentale il livello di istruzione conseguito, che mantiene un impatto positivo e significativo mentre l'eterogeneità perde di significatività<sup>92</sup> (vedi tabella 14).

Similmente, anche Wiersema e Bantel (1992), in una prima analisi delle correlazioni trovano risultati positivi e significativi fra cambio strategico e livello del background educativo, non significativa la correlazione con l'eterogeneità. (vedi tabella 11).

Passando alle regressioni, contrariamente a quanto individuato da Bantel e Jackson nel 1989, gli autori individuano un effetto positivo sul cambio strategico di entrambe le caratteristiche del background accademico. Particolare rilievo viene dato ad un curriculum scientifico (vedi tabella 12).

Bertrand e Scholar (2003) analizzando lo "stile" dei manager in base alle caratteristiche che li contraddistinguono individuano che gli amministratori con un MBA tendono ad

---

<sup>92</sup> Gli autori distinguono fra innovazioni tecniche e amministrative. Il livello di educazione conseguito ha un impatto significativo esclusivamente sulle innovazioni tecniche. Quando questa distinzione non viene considerata il grado di istruzione ha comunque un impatto positivo e significativo, ovviamente inferiore rispetto a quello inerente alle sole innovazioni tecniche.

La differenza fra le due tipologie di innovazioni è la seguente: le innovazioni tecniche fanno riferimento al design e alla distribuzione di prodotti e servizi, al marketing e infine alle operazioni di ufficio. Le innovazioni amministrative si riferiscono invece alla gestione del personale, ai piani strategici e ai programmi di training promossi dalla banca.

investire un numero maggiore di risorse rispetto alla media e, quando devono prendere una decisione, sono più sensibili al Tobin's Q. Infine, gli amministratori con un MBA sono più propensi ad attuare politiche di diversificazione settoriale rispetto ad investimenti in ricerca e sviluppo.

Per quanto riguarda invece il rischio assunto nella scelta delle politiche finanziarie da intraprendere, Dionne & Triki (2005) individuano che la presenza di direttori con un background accademico finanziario sia profittevole per la redditività degli azionisti.

Tabella 15 Modello di regressione Dionne & Triki (2005). *MajfinEdu\_board* è la variabile indipendente che rappresenta il background accademico finanziario. La variabile dipendente è la gestione del rischio.

Variables	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
CEO_CS	0.0143	0.000***	0.0130	0.001***	0.0159	0.000***
ValCEO_op	-0.0122	0.000***	-0.0100	0.000***	-0.0075	0.001***
Taxsave	0.1330	0.001***	0.1568	0.000***	0.1349	0.002***
Leverage	0.7775	0.000***	0.8668	0.000***	0.7163	0.000***
Explo	-0.7623	0.405	-0.9081	0.336	-0.5242	0.579
Dum_US	-0.1492	0.000***	-0.1632	0.000***	-0.0846	0.009***
Maj_unr_board	0.0853	0.002***				
%unr_board			0.3679	0.000***		
MajfinEdu_boad	0.1067	0.000***	0.0850	0.006***		
%unr_board x MajfinEdu_boad					0.0943	0.065*
%inst	-0.7346	0.000***	-0.8570	0.000***	-0.5604	0.000***
CEO_age	0.0024	0.177	-0.0006	0.743	0.0009	0.630
Intercept	0.0652	0.506	0.0712	0.505	0.1510	0.143
Log likelihood	20.68		27.44		19.03	

Gli autori ipotizzano che questa relazione sia dovuta al fatto che gli amministratori in questione, grazie al proprio background accademico, siano coscienti dei rischi finanziari che potrebbero conseguire dalle proprie scelte<sup>93</sup>. Infatti, essi incoraggiano politiche di *hedging*.

In un'analisi più approfondita gli autori analizzano gli effetti del livello di istruzione conseguito dagli amministratori e non solo della specializzazione scelta. I risultati mostrano che la sola laurea triennale non fornisce abbastanza competenze per monitorare in modo efficiente l'operato dei manager.

Contrariamente, quando gli amministratori hanno ottenuto un titolo di studio superiore alla laurea triennale, svolgono le funzioni di monitoraggio in maniera più efficiente e implementano dei meccanismi per gestire il rischio a cui l'impresa è esposta.

<sup>93</sup> Il tema delle competenze finanziarie è in realtà molto importante nell'analisi delle competenze apportate all'interno del Board. Buckley e Van Der Nat (2003) in un sondaggio individuano che circa 3/4 dei direttori sono favorevoli all'uso dei derivati con il fine di proteggersi dai rischi. La problematica consiste nel fatto che più di 2/3 confessa di non avere le competenze adeguate ad analizzare e comprendere il funzionamento di questi strumenti.

Ararat et Al. (2010) suddividono il background accademico in 5 livelli in base al grado conseguito. Gli autori individuano una relazione negativa fra ROE e la presenza di amministratori appartenenti alle categorie “estreme” (un livello troppo basso o troppo alto) di educazione (vedi tabella 7).

Gompers et Al. (2016) in un paper dal titolo simbolico “*The cost of friendship*” individuano che qualora due *venture capitalist* abbiano molte caratteristiche in comune<sup>94</sup>, tra cui il background accademico, essi approveranno degli investimenti con delle performance peggiori rispetto alla media degli altri investitori.

#### 2.4.2.2 Esperienze lavorative pregresse

In questa sezione si analizzeranno i risultati delle ricerche riguardanti gli effetti delle esperienze lavorative pregresse esterne all’impresa di cui si analizzano le performance finanziarie.

Ciavarella (2017), similmente a quanto ottenuto per il background educativo, non individua effetti significativi sulle performance finanziarie dell’impresa misurate attraverso il ROA né per l’eterogeneità delle esperienze lavorative del Board nel suo complesso né per la sola componente esecutiva (vedi tabelle 2 e 3).

Bantel e Jackson (1989) individuano, in una prima analisi, una correlazione positiva fra innovazione ed eterogeneità delle esperienze lavorative. Passando alle regressioni il coefficiente Beta risulta positivo e significativo. Suddividendo successivamente le innovazioni in tecniche ed amministrative risulta che l’eterogeneità in questione abbia un impatto solamente su quelle amministrative (vedi tabelle 13 e 14).

Le nuove normative riguardanti la composizione del Board hanno richiesto nel corso degli anni una maggiore presenza di esperti economico/finanziari. L’esempio è la Sarbanes-Oxley (SOX) del 2002.

La *ratio* di questa legge consiste nel voler ristabilire la credibilità delle società e dei Board degli Stati Uniti in seguito ad alcuni scandali finanziari come quello di Enron. Ci si è chiesti quindi quali siano gli effetti della presenza di soggetti con determinate esperienze lavorative sulle politiche finanziarie e sulle performance dell’impresa.

---

<sup>94</sup> In aggiunta gli autori considerano le seguenti similitudini: etnia, religione ed esperienze lavorative. I risultati sono i medesimi anche per l’omogeneità dei tratti appena elencati.

Ad esempio, Dionne e Triki (2005) non individuano una relazione positiva fra amministratori finanziariamente attivi<sup>95</sup> e l'implementazione di politiche volte a coprire gli azionisti dal rischio.

Tabella 16 Modello di regressione Dionne & Triki (2005). *MajfinAct\_board* è la variabile indipendente che rappresenta l'esperienza lavorativa finanziaria. La variabile dipendente è la gestione del rischio.

Variables	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
CEO_CS	0.0135	0.001***	0.0120	0.002***	0.0146	0.001***
ValCEO_op	-0.0087	0.000***	-0.0091	0.000***	-0.0080	0.001***
Taxsave	0.1337	0.001***	0.1675	0.000***	0.1362	0.002***
Leverage	0.6960	0.000***	0.8071	0.000***	0.6927	0.000***
Explo	-0.4370	0.646	-1.0156	0.279	-0.4658	0.637
Dum_US	-0.1114	0.001***	-0.1674	0.000***	-0.0877	0.006**
Maj_unr_board	0.0421	0.192				
%unr_board			0.3343	0.000***		
MajfinAct_board	0.0278	0.479	0.0172	0.640		
%unr_board x MajfinAct_board					0.0650	0.325
%inst	-0.5617	0.000***	-0.7466	0.000***	-0.5226	0.000***
CEO_age	0.0011	0.587	-0.0013	0.506	0.0004	0.838
Intercept	0.1403	0.193	0.1313	0.210	0.1889	0.072'
Log likelihood		19.10		24.46		17.76

Güner et Al. (2008) trovano che quando un commercial banker fa parte del Board l'impresa ottiene più prestiti, a condizione che i prestiti siano accesi con la banca del suddetto commercial banker.

Inoltre, gli autori individuano una relazione negativa fra presenza di investment banker e redditività dei nuovi investimenti esterni (acquisizioni e fusioni) intrapresi dell'impresa. Infine, la loro presenza aumenta l'emissione di titoli di debito.

#### 2.4.2.3 Tenure

Nell'analisi delle ricerche empiriche sugli effetti della tenure si è notato come una componente consistente della letteratura si sia concentrata sugli effetti della durata del mandato sulle dinamiche del gruppo e non sulle conseguenze economiche. Si riportano di seguito i principali risultati riguardanti gli effetti economici<sup>96</sup>.

Ciavarella (2017) individua che l'eterogeneità del Board in termini di durata del mandato ha effetti negativi e significativi sulle performance finanziarie misurate attraverso il ROA. In un'analisi più approfondita vengono analizzati gli effetti della tenure media sulle performance e vengono individuati dei risultati positivi e significativi. I risultati

<sup>95</sup> Gli autori definiscono un direttore attivo finanziariamente quando rispetta una delle seguenti condizioni: è stato un CFO, tesoriere, impiegato di una assicurazione o di una società di investimento o di un Mutual Fund, un analista finanziario, un consulente finanziario, ecc. In altre parole, se un soggetto ha mai ricoperto un ruolo lavorativo inerente con la finanza viene considerato finanziariamente attivo.

<sup>96</sup> Per quanto riguarda gli effetti sulle dinamiche del gruppo si rimanda al paragrafo 1.3.3.

rimangono invariati qualora si considerino esclusivamente i membri esecutivi (vedi tabelle 2 e 3).

Wiersema e Bantel (1992) individuano dei risultati simili. Le imprese dove la durata media del mandato del Top Management è elevata sono più propense ad intraprendere cambi strategici. Contrariamente, l'eterogeneità della durata del mandato non ha effetti (vedi tabelle 11 e 12).

Bantel e Jackson (1989) trovano una relazione negativa fra innovazioni tecniche e tenure media del Top Management. Si sottolinea però come la relazione sia significativa solamente utilizzando un p-value pari al 10% (vedi tabelle 13 e 14).

Finkelstein e Hambrick (1990) analizzano le differenze delle performance delle imprese rispetto alla media del settore di appartenenza in base alla tenure media del Top Management.

Gli autori individuano che i team con la durata media del mandato più lunga tendono a implementare delle strategie in linea con quelle del mercato, le performance finanziarie di conseguenza non si discostano rispetto a quelle medie del settore. La relazione è ancora più consistente qualora l'impresa operi in un mercato ad elevata discrezione<sup>97</sup>.

Bonini et Al. (2017) a supporto di quanto da loro ipotizzato sugli effetti di un direttore LT<sup>98</sup> individuano una relazione positiva fra questa tipologia di amministratori e il valore aziendale. In particolare, gli autori sottolineano che non è la tenure media del team ad essere fondamentale nella significatività della relazione, ma solamente la presenza di un direttore LT.

Per comprendere quanto appena affermato bisogna analizzare le varie regressioni presenti nelle colonne della tabella 17. Nella prima colonna si individua la relazione positiva fra presenza di un direttore LT e Tobin's Q.

Nella seconda colonna viene invece individuata una relazione positiva fra tenure dei componenti del Board indipendenti e Tobin's Q. Nella colonna 3 invece viene regredita la tenure media ad eccezione del direttore LT: in questo modo l'indice perde la sua significatività.

---

<sup>97</sup> Si intende l'effettiva possibilità del management di influire in qualche modo sulle politiche implementate dalla società.

<sup>98</sup> Vedi paragrafo 1.3.3.



Infine, nella colonna 6 viene inserita sia la tenure dell'amministratore LT che quella media (ad esclusione del direttore LT): solamente il primo indice è significativo, è per questo che si afferma che è importante solamente la presenza di un direttore LT e non una elevata tenure di gruppo.

Tabella 17 Regressioni Bonini et Al. (2017)

Dependent Variable	(1) Tobin's Q	(2) Tobin's Q	(3) Tobin's Q	(4) Tobin's Q	(5) Tobin's Q	(6) Tobin's Q	(7) Tobin's Q
Tenure of LT Indep Director	0.018** (2.142)				0.037*** (3.37)	0.022** (2.36)	0.019** (2.09)
Tenure of LT Indep Director Squared	-0.0004** (-2.319)				-0.0009*** (-5.02)	-0.0006*** (-2.87)	-0.0003* (-1.918)
Avg Tenure of Indep Directors		0.033** (2.440)			-0.021 (-0.92)		
Avg Tenure of Indep Directors Squared		-0.001** (-2.015)			0.002* (1.89)		
Avg Tenure of Indep Directors (exc.LT)			0.020 (1.62)			0.010 (0.71)	
Avg Tenure of Indep Directors Squared (exc. LT)			-0.000 (-1.15)			0.001 (1.5)	
Tenure of 2 <sup>nd</sup> LT Indep Director				0.014 (1.64)			
Tenure of 2 <sup>nd</sup> LT Indep Director Squared				-0.000 (-1.14)			
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	3.027*** (5.911)	2.951*** (5.918)	1.175*** (5.94)	3.073*** (6.03)	1.616*** (6.92)	1.114*** (6.08)	4.402*** (2.04)
Firm FE?	YES	YES	YES	YES	NO	NO	YES
Year FE?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm&Year SE?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	14,740	14,740	14,740	14,740	14,740	14,740	8,161
R <sup>2</sup>	31.50%	31.45%	31.39%	31.50%	32.30%	31.63%	33.50%

La significatività della relazione quadratica fa presupporre l'esistenza di un punto di ottimo. In altre parole, l'effetto di un direttore LT sulle performance finanziarie è positivo solamente fino ad un determinato periodo, successivamente diventa negativo<sup>99</sup>.

#### 2.4.2.4 Indipendenza

La letteratura si è concentrata sugli effetti della presenza di direttori indipendenti sulle performance dell'impresa con l'intento di individuare risultati significativi a supporto della teoria proposta da Jensen e Meckling nel 1976.

Ararat et Al. (2010) non individuano una relazione significativa fra direttori indipendenti all'interno del Board e la performance finanziaria dell'impresa misurata sia attraverso misure di bilancio che di mercato (vedi tabella 7). Knyazeva et Al. (2013) individuano invece una relazione positiva fra il ROA della società e l'indipendenza dei Board.

<sup>99</sup> Gli autori individuano questo punto nei 35 anni di durata del mandato.

Contrariamente, García Martín e Herrero (2018) individuano una relazione negativa e significativa fra indipendenza del Board e misure sia di mercato che di bilancio delle performance finanziarie. Gli autori argomentano che questo sia probabilmente dovuto ad una mancanza delle competenze necessarie per individuare le politiche veramente redditizie per la specifica società nei direttori indipendenti.

Borlea et Al. (2017) in un'analisi dell'effetto delle caratteristiche del Board delle società con sede in Romania sulle performance finanziarie individuano una relazione significativa e negativa fra il ROA e la presenza di direttori indipendenti (considerando un p-value del 10%). Qualora si misurassero le performance con il Tobin's Q la relazione risulta essere non significativa.

Tabella 18 Regressione Borlea et Al. (2017)

Model		Unstandardised coefficients		Standardised coefficients		
		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1	(Constant)	0.061	0.179		0.340	0.736
	EQUIL	0.065	0.042	0.343	1.553	0.130
	INDEP	-0.064	0.034	-0.389	-1.907	0.065
	TRAIN	0.021	0.040	0.093	0.533	0.597
	NOM	0.013	0.045	0.073	0.286	0.777
	AUDIT	0.010	0.032	0.061	0.312	0.757
	REM	-0.055	0.042	-0.334	-1.315	0.197
	Llev	-0.006	0.011	-0.090	-0.521	0.606
	Lsize	-0.003	0.009	-0.059	-0.367	0.716
	R <sup>2</sup>			0.167		
	Adj. R <sup>2</sup>			0.029		

<sup>a</sup>Dependent Variable: ROA.

Source: Own calculations using SPSS 19.0.

Table 5. Estimation results of the model with Tobin's Q, as dependent variable.<sup>a</sup>

Model		Unstandardised coefficients		Standardised coefficients		
		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1	(Constant)	0.410	0.729		0.563	0.577
	EQUIL	-0.006	0.171	-0.007	-0.033	0.974
	INDEP	-0.172	0.137	-0.253	-1.260	0.216
	TRAIN	-0.034	0.164	-0.035	-0.207	0.837
	NOM	-0.136	0.183	-0.188	-0.743	0.463
	AUDIT	0.109	0.129	0.161	0.843	0.405
	REM	-0.036	0.172	-0.053	-0.210	0.835
	Llev	0.072	0.043	0.282	1.663	0.105
	Lsize	0.030	0.036	0.132	0.830	0.412
	R <sup>2</sup>			0.194		
	Adj. R <sup>2</sup>			0.005		

<sup>a</sup>Dependent Variable: Tobin's Q.

Source: Own calculations using SPSS 19.0.

In un interessante paper di Duchin et Al. (2010), gli autori argomentano che non è tanto la mancanza di competenze dei direttori esterni ad influire negativamente sulla performance finanziaria, ma il costo delle informazioni interne. Quando il costo di acquisizione delle informazioni è basso allora gli amministratori indipendenti avranno tutto ciò che è necessario per svolgere il proprio ruolo in modo adeguato, quando il costo è elevato questo non avviene.

Gli autori individuano empiricamente questa relazione: quando il costo delle informazioni interne è basso un aumento della componente indipendente è profittevole per la redditività, viceversa il valore aziendale viene eroso. L'effetto del costo delle informazioni viene chiamato *moderatore*<sup>100</sup>.

Infine, riprendendo il discorso dei costi di agenzia sostenuti dalle imprese familiari, Mukherjee et Al. (2019) individuano una relazione positiva fra implementazione di un sistema di governance solido (e.g. direttori esterni) e performance dell'impresa familiare. In altre parole, le imprese che adottano sistemi di governance solidi sono più redditizie di quelle che non li implementano, anche quando la proprietà e il controllo ricadono sullo stesso soggetto.

#### 2.4.3 Alcune conclusioni

L'obiettivo di questa review letteraria non era quello di essere esaustivi ma di rappresentare una problematica molto rilevante. Non c'è accordo fra i risultati empirici delle conseguenze dell'eterogeneità del Board sulle politiche finanziarie e sulla redditività dell'impresa.

Come evidenziato da Carter et Al. (2010) tutte le volte che non si trovano relazioni positive e significative fra una caratteristica del Board e politiche finanziarie, non bisogna concludere che la presenza di direttori con quelle caratteristiche abbia un impatto negativo. In realtà, in questi casi si supportano le teorie che stabiliscono l'ininfluenza delle componenti in *status* di minoranza nel Board sulla redditività.

In tutti i casi in cui non si trova significatività, non si individuano delle relazioni a supporto delle utilità economiche. Risultano però incentivi per soddisfare quelle sociali. A titolo esemplificativo, se la presenza di minoranze etniche non avesse effetti sulle performance, non vi sarebbero incentivi economici a nominare amministratori asiatici, sarebbero comunque presenti gli incentivi sociali. La conseguenza sarebbe la costruzione di una società più equa e giusta senza ripercussioni sulla dimensione economica.

La non direzione unica dei risultati ottenuti porta ad accennare l'esistenza di un'altra teoria applicabile al tema che si sta affrontando: la *Contingency Theory*.

---

<sup>100</sup> Vedi paragrafo successivo.

Secondo questa teoria (e.g. Carter et Al., 2010) esistono dei legami più complessi fra caratteristiche del Board e performance finanziarie. Inoltre, gli effetti dipendono dal contesto. I risultati aziendali vengono influenzati sia dal contesto normativo<sup>101</sup> in cui la società opera ma soprattutto degli effetti derivanti dal momento storico. Ricerche svolte in periodi e Stati diversi possono ottenere risultati non univoci.

Si può quindi affermare che questa teoria si posiziona nel mezzo dei due filoni analizzati nei paragrafi 2.3.3 e 2.3.4. La modalità attraverso la quale l'eterogeneità del Board impatta sulle politiche finanziarie dipende dal contesto in cui la società è inserita.

Se si trattasse di un contesto “favorevole” allora l'eterogeneità avrebbe delle conseguenze positive. In contrasto, negli altri contesti, la componente in minoranza del Board non avrebbe la possibilità di alterare le politiche adottate e implementate dell'impresa.

Un ulteriore fattore che potrebbe spiegare la non significatività dei risultati ottenuti dalla letteratura è la ricerca di relazioni dirette fra Board Diversity e redditività aziendale (Miller & Triana, 2009).

In altre parole, si afferma che le caratteristiche del Board non impattino direttamente sul valore aziendale ma indirettamente attraverso degli effetti di *moderazione* e *mediazione*<sup>102</sup> (e.g. Chemmanur et Al., 2019; Finkelstein & Hambrick, 1990; Harrison & Klein, 2007; Miller & Triana, 2009).

Ad esempio, come anche discusso nel capitolo 1, l'eterogeneità del Board potrebbe influire sull'innovazione delle politiche dell'impresa. A loro volta, le politiche di innovazione potrebbero impattare positivamente sulla redditività. L'effetto della Board Diversity sulle performance aziendali viene quindi *mediato* attraverso le politiche di innovazione (Chemmanur et Al., 2019).

La *moderazione* prevede degli effetti diversi. In particolare, si prevede che la magnitudo dell'effetto di una variabile venga moderata da un determinato contesto. Oppure, in termini più statistici: “*moderation implies that the causal relation between two variables changes as a function of the moderator variable*” (Baron & Kenny, 1986 pagina 1174).

---

<sup>101</sup> Nella review svolta in questo paragrafo infatti si sono inclusi studi riguardanti svariati Stati come: Australia, Italia, Regno Unito, Romania, Spagna e Stati Uniti.

<sup>102</sup> Nel paragrafo 2.5.5 verrà discussa la metodologia di misurazione dei due effetti.

Ad esempio, Finkelstein e Hambrick (1990) argomentano che gli effetti della tenure media del Board sui risultati aziendali, dipendono dalla discrezionalità che i manager hanno sulla scelta delle politiche da implementare (come ad esempio la disponibilità di flussi di cassa adeguati a sostenere investimenti).

## 2.5 Metodologie applicate nella letteratura

Una volta analizzati i risultati empirici ottenuti dalla letteratura è utile approfondire la metodologia applicata. Questa ulteriore analisi è necessaria per due motivi:

1. Comprendere come in letteratura vengono svolte le ricerche, così da individuare un filo conduttore;
2. Comprendere se i risultati ottenuti, oltre che all'effetto della *Contingency Theory*, dipendono da come vengono misurate le variabili.

Si procede quindi con la discussione delle metodologie adottate con l'obiettivo di rispondere ai quesiti sopra elencati. Verranno analizzate le misurazioni adottate per le performance dell'impresa, le politiche finanziarie e la Board Diversity.

### 2.5.1 Misurazione delle performance aziendali

Quando si tratta di misurare le performance aziendali si deve affrontare immediatamente un bivio: utilizzare dati di bilancio o dati di mercato?

Le misurazioni attraverso i dati di bilancio sono rappresentate dai relativi indici. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, si possono elencare i seguenti rapporti:

1. ROE (*Return On Equity*): viene calcolato attraverso il rapporto fra utile al netto delle imposte e patrimonio netto. È utile per calcolare la redditività del patrimonio netto;
2. ROA (*Return On Assets*): viene calcolato attraverso il rapporto fra reddito operativo e Totale Attivi. È utile per calcolare la redditività del capitale investito;
3. EPS (*Earning Per Share*): viene calcolato attraverso il rapporto fra utile al netto delle imposte distribuito e numero di azioni ordinarie in circolazione. È utile per comprendere quanti degli utili registrati sono effettivamente distribuiti e quanti trattenuti in azienda per essere reinvestiti.

4. EBITDA (*Earning Before Intrest Tax Depraciation and Ammortazation*): non si tratta di un indice ma di un margine. Viene solitamente associato alla cassa prodotta dal *Core Business*<sup>103</sup>.

Per quanto riguarda invece le misurazioni attraverso valori di mercato, l'indice più utilizzato è il Tobin's Q. La Q di Tobin's è un indice fondamentale proposto da James Tobin in un articolo del 1969. Si tratta del rapporto fra valore del mercato dell'impresa e costo di rimpiazzo del capitale. Per "*costo di rimpiazzo del capitale s'intende il costo di acquisto di un'unità di beni capitali*" (Tamborini, 2011, Pagina 305).

L'indice in questione in letteratura viene tipicamente calcolato attraverso il rapporto fra il valore di mercato dell'impresa e il totale attivi (e.g. Cremers et Al., 2017; Güner et Al., 2008). Invece, Bonini et Al. (2017) per misurarlo sfruttano la seguente formula:

$$\frac{(TA + S) - E}{TA}$$

Dove TA corrisponde al totale attivi; S al valore di mercato dell'equity; E al valore di bilancio dell'equity.

#### 2.5.1.1 Misure di Bilancio vs Misure di Mercato

Scegliere una delle due strade non è indifferente. Procedere con l'analisi attraverso gli indici di bilancio apre ad un insieme di problematiche di rilievo con non possono essere ignorate.

In primo luogo, si tratta di dati storici e relativi all'istante in cui la misurazione viene effettuata. Queste due considerazioni sono fondamentali in quanto in base al momento in cui si misura una dimensione varia la sua grandezza.

Gli utili, ad esempio, potrebbero variare in base al momento in cui si decide di chiudere il bilancio. La storicità dei dati inoltre non rende il rapporto adeguato a catturare le aspettative per il futuro.

In secondo luogo, si mette in discussione l'affidabilità delle informazioni su cui si basa il calcolo dei *ratios*. Le varie politiche di bilancio potrebbero rendere distorte le informazioni e di conseguenza gli indici calcolati non rappresentativi della realtà. Oltre

---

<sup>103</sup> Si sottolinea come i flussi di cassa e i flussi di reddito non corrispondono. Le due grandezze coinciderebbero solamente nel caso in cui l'impresa si trovasse in uno stato stazionario.

alle politiche di bilancio bisogna infine calcolare gli effetti dovuti all'applicazione dei vari principi contabili nazionali (OIC) ed internazionali (IFRS).

I valori di mercato, contrariamente, non risentono delle politiche di bilancio e fanno riferimento a valori prospettici. Infatti, quando si calcola il prezzo di mercato di un'azione si prende in considerazione tutto ciò che ci si attende nel futuro e lo si sconta ad oggi.

I valori di mercato hanno anch'essi dei limiti. Il più importante è quello relativo alla disponibilità. Verosimilmente tutte le imprese hanno un valore di mercato ma si ha a disposizione solo quello delle società quotate e talvolta con qualche difficoltà<sup>104</sup>.

*I risultati ottenuti dipendono dalla modalità di misurazione delle performance aziendali?*

La maggior parte degli studi analizzati utilizza valori di bilancio per approssimare le performance dell'impresa (e.g. Ciavarella, 2017; Güner et Al., 2008; Knyazeva et Al., 2013; García Martín & Herrero, 2018). Alcuni degli stessi autori propongono anche valori di mercato (e.g. Ciavarella, 2017; Güner et Al., 2008).

La maggior parte dei paper, come si evince dalla review svolta, svolge una prima analisi attraverso i dati ricavati dai libri contabili e, solo successivamente, si approfondisce attraverso misure di performance di mercato.

Molte delle relazioni significative individuate dalla letteratura sono state ottenute attraverso misurazioni di bilancio. Quando, anche all'interno della stessa analisi, si passa a rilevazioni delle performance attraverso dati di mercato, i modelli perdono la capacità esplicativa in maniera consistente (e.g. Ciavarella, 2017).

### 2.5.2 Misurazione delle politiche finanziarie

All'interno delle politiche finanziarie si includono in questa sede le scelte relative: alla struttura del capitale, agli investimenti e alle politiche dei dividendi. L'insieme di queste tre dimensioni potrebbe avere effetti sul valore aziendale. Ad esempio, indipendentemente dalla struttura del capitale, l'investimento in progetti non redditizi eroderebbe il valore della società (teorema di Modigliani e Miller).

---

<sup>104</sup> Anche le imprese non quotate hanno un valore di mercato. Esso è esattamente pari al costo che un soggetto è disposto a pagare per acquistare l'impresa ma, non essendo i titoli rappresentativi della proprietà quotati, è difficile, se non impossibile, calcolare o perlomeno approssimare questo valore.

La misurazione di queste politiche avviene tipicamente attraverso valori di bilancio oppure attraverso delle informazioni relative al Business dell'impresa. Si riportano di seguito alcuni esempi di rilevazione osservati in letteratura.

Güner et Al. (2008) dividono gli investimenti in interni ed esterni. I primi vengono misurati attraverso le spese in conto capitale<sup>105</sup> (Capex) mentre i secondi mediante le politiche di fusioni e acquisizioni (in inglese M&A).

Per quanto riguarda la struttura del capitale gli stessi autori utilizzano i dati relativi alle nuove emissioni di prestiti obbligazionari e il *ratio* relativo all'indebitamento dell'impresa (tipicamente si fa riferimento al rapporto fra totale debiti e patrimonio netto oppure fra totale debiti e totale capitale investito).

Per quanto riguarda il livello di indebitamento la stessa metodologia è stata utilizzata in altri paper come: Arosa et Al. (2013), Alabede (2016), Borlea et Al. (2017) Bertrand e Scholar (2003), Chemmanur et Al. (2009) e García Martín e Herrero (2018).

Con riferimento alla diversificazione invece non vengono utilizzati veri e propri dati di bilancio ma informazioni relative al business dell'impresa. Ad esempio, Volonté e Gantenbein (2016) per rappresentare la diversificazione settoriale utilizzano il numero di segmenti industriali in cui l'impresa opera mentre per quella geografica il numero di segmenti geografici. La stessa metodologia viene utilizzata da Miller e Triana (2009).

Per misurare le politiche finanziarie volte all'innovazione si possono utilizzare un insieme di rilevazioni derivate sia da dati di bilancio che da informazioni sul business della società.

Miller e Triana (2009), ad esempio, utilizzano le spese in Ricerca e Sviluppo. In aggiunta, gli autori argomentano che questa tipologia di spese dipende anche dal settore in cui la società opera. Per tenere conto di questo effetto si sottrae agli investimenti in innovazione di ogni impresa il valore medio delle spese di R&D del settore.

Invece, Chemmanur et Al. (2019) misurano l'innovazione dell'impresa attraverso una combinazione di dati di bilancio e non. Gli autori argomentano che non è sufficiente valutare il livello di investimenti in R&D ma è fondamentale individuare anche il successo

---

<sup>105</sup> Vengono solitamente definite come l'insieme dei flussi di cassa in uscita destinati all'acquisizione di immobilizzazioni.



di queste spese. Quest'ultimo viene misurato attraverso il numero di brevetti prodotti dall'impresa.

### 2.5.3 Misurazione della Board Diversity

Mentre per la misurazione delle politiche finanziarie e della redditività aziendale il dibattito si concentra principalmente su che tipologia di dato utilizzare, quando si tratta di misurare i tratti dei componenti del Board si riscontrano delle problematiche ulteriori.

Infatti, per loro definizione, le caratteristiche dei membri sono dati qualitativi. È necessario quindi una loro trasformazione per poterli inserire all'interno di modelli econometrici volti a individuare una loro relazione con le performance dell'impresa.

In questo paragrafo si analizzeranno le principali modalità di trasformazione dei dati qualitativi in quantitativi adottate dalla letteratura. Verranno prima trattate le metodologie che prevedono la misurazione di ogni singolo tratto, infine si discuterà della possibilità di calcolare un indice sintetico.

#### 2.5.3.1 Misurazione delle singole caratteristiche

La prima modalità discussa è quella della trasformazione di ogni singolo tratto in un dato quantitativo. Questo significa che nel modello di regressione viene inserita una serie di dati per ogni caratteristica. Sono state applicate in letteratura svariate metodologie che verranno di seguito discusse.

##### *Numero Assoluto*

Alcune ricerche propongono l'utilizzo del numero assoluto dei componenti con determinate caratteristiche all'interno del Board (e.g. Carter et Al., 2010). Questa misurazione è utile perché rappresenta il numero di soggetti con determinate caratteristiche nel gruppo.

Quindi, a titolo esemplificativo, si avrebbero per ogni società dei dati rappresentativi del numero di donne (Carter et Al., 2010), di minoranze etniche (Carter et Al., 2010) e di direttori indipendenti (Bøhren & Oystein Strøm, 2010)

Secondo la teoria del Tokenism<sup>106</sup> e la necessità della presenza di almeno due persone che condividono una informazione per essere considerata nel Board<sup>107</sup> questa misurazione potrebbe risultare efficiente.

Dall'altro lato però non si tiene conto della grandezza del team. La presenza di tre soggetti che condividono una caratteristica all'interno di un Board composto da sei persone ha un effetto diverso rispetto allo stesso numero di individui in un Board in cui siedono dodici membri.

La problematica è ancora più rilevante qualora si consideri che, come discusso da Brammer et Al. (2007), l'inclusione di minoranze all'interno del gruppo si accompagna ad un aumento della dimensione del Board facendo sì che i nuovi membri abbiano un impatto molto limitato sul processo decisionale<sup>108</sup>.

### *Percentuale*

Per superare le problematiche relative alla dimensione del Board viene adottata la misurazione attraverso il peso percentuale della presenza di una caratteristica all'interno del gruppo.

Questa tipologia di misurazione non presenta particolari problematiche. Una percentuale alta consente di prendere in considerazione sia la teoria del Tokenism sia la presenza di più soggetti che condividono la stessa informazione.

Si avranno quindi per ogni Board delle percentuali rappresentative di ogni caratteristica osservata. Come, a titolo semplificativo, la percentuale di: donne (Alabede, 2016; Carter et Al., 2003; Erhardt et Al., 2003; Miller & Triana, 2009), minoranze etniche (Carter et Al., 2003; Erhardt et Al., 2003; Miller & Triana, 2009), soggetti laureati (Ciavarella, 2017), soggetti con un MBA<sup>109</sup> (Chemmanur et Al., 2009; Volonté & Gantenbein, 2016), amministratori indipendenti (Alabede, 2016; Arosa et Al., 2013; Byrd & Hickman, 1992; Knyazeva et Al., 2013; Mikherjee et Al., 2019; Volonté & Gantenbein, 2016) e amministratori con competenze finanziarie (Volonté & Gantenbein, 2016).

---

<sup>106</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

<sup>107</sup> Vedi paragrafo 1.3.1.

<sup>108</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

<sup>109</sup>Ovviamente la percentuale può essere sfruttata per rappresentare l'incidenza di qualsiasi altra specializzazione accademica.

### *Media*

La misurazione attraverso la media è utile per la rappresentazione dell'età media (Ciavarella, 2017; Güner et Al., 2008; Taylor, 1975), della tenure media (Bonini et Al., 2017; Carter et Al., 2003; Chemmanur et Al., 2009; Ciavarella, 2017; Güner et Al., 2008; Finkelstein & Hambrick, 1990; Volonté & Gantenbein, 2016), del numero di altri Board in cui si è servito<sup>110</sup> (Chemmanur et Al., 2009; Chemmanur et Al., 2019; Güner et Al., 2008) e del numero di anni di istruzione frequentati (Wiersema & Bantel, 1992).

Si osserva come l'utilizzo del valore medio sia utile per rappresentare tutte quelle variabili la cui influenza sulle performance aziendali dipende dal loro livello medio presente all'interno gruppo e non esclusivamente dall'eterogeneità.

### *Variabile Dummy*

Una variabile Dummy può assumere dei valori a seconda del rispetto o meno di determinate condizioni (e.g. Borlea et Al., 2017; Güner et Al., 2008).

Un esempio di utilizzo in modo interessante di questa variabile è stato proposto da Ciavarella (2017). L'autrice misura la presenza di minoranze all'interno del Board attraverso una variabile Dummy la cui condizione è la seguente: qualora il numero di membri del genere femminile (a titolo esemplificativo) all'interno del Board sia superiore rispetto alla media di tutti gli altri Board considerati, allora la variabile assume valore pari ad 1 altrimenti 0.

Un'altra modalità attraverso la quale si può utilizzare una variabile Dummy è, ad esempio, la condizione di porre la variabile pari a 1 quando la maggior parte del Board è composto da membri con una caratteristica oppure, se si supera una determinata soglia o percentuale<sup>111</sup> (Dionne & Triki, 2005).

Attraverso questa metodologia si vuole andare alla ricerca di quelle società in cui la presenza di amministratori diversi sia veramente maggiore rispetto alle altre imprese, non di una solo unità. In questo modo si separano nettamente i Board eterogenei da quelli che non lo sono e si conduce un'analisi più diretta.

---

<sup>110</sup> Utile per rappresentare l'esperienza media dei membri del Board e il Social Capital disponibile.

<sup>111</sup> Utile per rappresentare quei Board in cui la massa critica, prevista dalla teoria del Tokenism, è probabilmente stata raggiunta (vedi paragrafo 1.2.3).

### *Coefficiente di variazione*

Le metodologie fin qui descritte sono utili per la misurazione di alcune delle variabili discusse nel capitolo 1, non tutte. Ad esempio, non sono opportune per il calcolo dell'eterogeneità dell'età. Questa condizione qualitativa del Board non può essere calcolata né come numero assoluto né come Dummy.

In letteratura infatti viene misurata attraverso il coefficiente di variazione dell'età dei membri del Board (e.g. Ciavarella, 2017; Taylor, 1975; Timmerman, 2000). Attraverso questa misurazione di carattere statistico si riesce a cogliere a pieno l'eterogeneità del gruppo in quanto, indipendentemente dalla grandezza del team, la SD fornisce un'indicazione immediata della diversità presente.

Non solo la diversità in termini di età viene calcolata con la SD ma anche altre caratteristiche come: l'eterogeneità della tenure (e.g. Bonini et Al., 2017; Chemmanur et Al., 2009) o dell'esperienza lavorativa<sup>112</sup> (Ciavarella, 2017).

Un altro approccio per il calcolo dell'eterogeneità dell'età è suggerito da Ararat et Al. (2010). Gli autori prima suddividono l'età dei membri in cinque categorie e successivamente proseguono con il calcolo della deviazione standard.

### *Utilizzo di indici per la misurazione della diversità di un singolo tratto*

Possono ulteriormente essere utilizzati degli indici per la misurazione della diversità in termini dei singoli tratti. Si sottolinea come non bisogna confondere questa tecnica con quella proposta nel paragrafo successivo. In questo caso l'indice rappresenta un singolo tratto, non l'insieme di tutte le caratteristiche del Board. L'indice più utilizzato è quello di Blau (1977) che è uguale a:

$$1 - \sum_{i=1}^K p_i^2$$

Dove  $p_i$  è la percentuale dei componenti del gruppo facenti parte la *iesima* categoria. Un esempio è proposto da Murray (1989). L'autore separa prima il background accademico in sette categorie, e assegna ad ogni categoria un valore, successivamente viene calcolato l'indice di Blau.

---

<sup>112</sup> Misurata attraverso la SD nel numero di Board in cui ogni membro ha servito.

L'indice assume un valore pari a zero quando il gruppo è completamente omogeneo. Più il valore aumenta più il team è eterogeneo in termini del tratto in analisi. La stessa metodologia viene utilizzata da Bantel & Jackson (1989), Ararat et Al. (2010), Timmerman<sup>113</sup> (2000) e Miller e Triana<sup>114</sup> (2009).

Un ulteriore indice è quello di Teachman (1980) che risulta uguale a:

$$-\sum_{i=1}^K p_i(\ln p_i)$$

Questo indice è stato utilizzato da Li et Al. (2011). Gli autori hanno suddiviso l'età dei membri in tre gruppi: sotto i 25, tra i 25 e i 45 e sopra i 45. Una volta calcolata la proporzione sul totale hanno calcolato l'indice di diversità. Più l'indice è alto più il gruppo è eterogeneo.

Lo stesso indice viene utilizzato da Jehn et Al. (1999) con l'intento di individuare il livello di conflitti all'aumentare della diversità.

### 2.5.3.2 Indici sintetici

L'altra metodologia sfruttata in letteratura è quella dell'utilizzo di un indice sintetico capace di rappresentare in un unico valore la similitudine o la diversità dei membri del Board (García Martín & Herrero, 2018).

Ararat et Al. (2010) per calcolare un indice sintetico utilizzano quello di Blau (1977) attraverso un procedimento a tre passi:

1. Calcolano l'indice per ognuna delle caratteristiche individuate;
2. Standardizzano i risultati ottenuti nel punto uno dividendoli, ognuno, per il valore teorico massimo che l'indice potrebbe assumere  $((K-1)/K)$ ;
3. Sommano tutti i valori.

Si sostiene che l'utilizzo di questi indici sintetici possa riassumere in un numero dei concetti di diversità che le altre misurazioni prima descritte, come ad esempio il numero assoluto, non possono racchiudere (Murray, 1989).

---

<sup>113</sup> Per il calcolo dell'eterogeneità in termini etnici.

<sup>114</sup> Per il calcolo dell'eterogeneità in termini etnici e di genere.

In altre parole, rappresentare la diversità in un unico indice mette assieme tutte le conseguenze che avrebbero le differenze nelle singole categorie, con la possibilità che vengano inclusi degli effetti sottostanti e non misurati.

#### 2.5.4 Variabili di controllo

All'interno dei modelli econometrici devono essere inserite una serie di variabili chiamate di controllo. Sono variabili che non interessano direttamente l'oggetto di ricerca ma che in qualche modo influiscono sulla variabile dipendente. La loro esclusione renderebbe i coefficienti calcolati dal modello distorti e non efficienti<sup>115</sup>.

L'obiettivo di questo paragrafo è individuare le principali variabili di controllo utilizzate dalla letteratura nella specificazione dei modelli volti ad individuare le relazioni esistenti fra caratteristiche del Board e sia le politiche finanziarie che le performance.

##### *Grandezza dell'impresa*

La variabile che viene inclusa nella quasi totalità della ricerca è la grandezza dell'impresa. Ad esempio, se si ipotizzasse che l'innovazione avesse un impatto sulle performance dell'impresa non si potrebbe escludere da questa relazione la grandezza della società.

Bantel & Jackson (1989) sottolineano come per sostenere investimenti in ricerca e sviluppo siano necessarie ingenti quantità di denaro, più l'impresa è grande più liquidità avrà a disposizione per sostenere gli investimenti.

Invece, Knyazeva et Al. (2013) associano la dimensione della società alla presenza di direttori indipendenti. Gli autori ipotizzano quindi una relazione positiva fra le due variabili.

Si sono riscontrate almeno quattro metodologie di misurazione della grandezza aziendale:

1. Logaritmo naturale del totale attivi (Bonini et Al., 2017; Borlea et Al., 2017; Carter et Al., 2003; Chemmanur et Al., 2009; Ciavarella, 2017; Cremers et Al., 2017; Mukherjee et Al., 2019);
2. Logaritmo naturale del valore di mercato (e.g. Alabede, 2016);
3. Logaritmo naturale del fatturato (e.g. Bøhren & Strøm, 2010);

---

<sup>115</sup> Rientra all'interno di questa fattispecie anche il principio secondo il quale la strategia di specificazione dei modelli econometrici deve seguire la direzione dal generale allo specifico.

#### 4. Numero degli impiegati (e.g. Miller & Triana, 2009).

##### *Effetti sulle performance dovuti allo Stato, Settore e redditività pregressa*

Risulta inoltre fondamentale lo Stato in cui opera l'impresa. Nel momento in cui si svolge un'analisi prendendo in considerazione imprese europee è fondamentale inserire all'interno del modello una variabile che rappresenti l'effetto Stato<sup>116</sup>. Ad esempio, Ciavarella (2017) utilizza il logaritmo naturale del Prodotto Interno Lordo nazionale. Il fenomeno di recessione generale di una Nazione ha sicuramente un effetto negativo sulle performance della società.

Oltre all'effetto Stato è necessario considerare l'effetto del settore industriale di appartenenza. Spesso infatti le performance di un'impresa vanno valutate alla luce delle performance del settore: alcuni settori potrebbero trovarsi in un ciclo espansivo garantendo performance migliori.

Si utilizzano spesso dei codici di attività in cui sono incluse le imprese e, partendo da questi codici, si costruiscono delle variabili (e.g. Erhardt et Al., 2003<sup>117</sup>; Mukherjee et Al., 2019; Volontè & Gantenbein, 2016).

Infine, anche le performance finanziarie pregresse dell'impresa possono avere un impatto sulla redditività attuale e sulle politiche finanziarie implementate dall'impresa (e.g. Wiersema & Bantel, 1992).

##### *Caratteristiche della struttura del Board*

Vengono incluse come variabili di controllo anche determinate caratteristiche strutturali e comportamentali del Board come: grandezza del gruppo, numero di meeting e duality<sup>118</sup> (e.g. Arosa et Al., 2013; Erhardt et Al., 2003; Volontè & Gantenbein, 2016; Wiersema & Bantel, 1992).

La grandezza del Board può essere misurata sia attraverso il numero assoluto dei suoi componenti sia attraverso il logaritmo naturale del numero assoluto del totale amministratori (e.g. Carter et Al., 2003; Erhardt et Al., 2003; Volontè & Gantenbein,

---

<sup>116</sup> Si fa riferimento quindi ad una variabile inerente alla *Contingency Theory*.

<sup>117</sup> Gli autori sfruttano una variabile Dummy per indicare se l'impresa fa parte dell'industria dei servizi oppure no. Contrariamente Mukherjee et Al. (2019) costruiscono una variabile che assume valore pari ad 1 quando l'impresa opera del settore manifatturiero.

<sup>118</sup> Termine utilizzato per indicare la situazione in cui un soggetto è contemporaneamente CEO e presidente del Board. Solitamente si misura attraverso una variabile Dummy che assume un valore pari ad 1 quando la condizione di duality viene rispettata (e.g. Arosa et Al., 2013; Carter et Al., 2003).

2016). La stessa metodologia viene applicata per il calcolo del numero dei meeting annui convocati (e.g. Carter et Al., 2003).

### *Età dell'impresa*

Si argomenta che l'età dell'impresa sia un importante fattore in grado di influenzare la performance della società. In primo luogo, al variare della complessità del business cambiano anche le competenze che devono essere rappresentate nel Board e, più alta è l'età dell'impresa più aumenta la sua complessità<sup>119</sup> (García Martín & Herrero, 2018; Volontè & Gantenbein, 2016). In secondo luogo, sembra esistere una relazione diretta fra età dell'impresa e performance della stessa in accordo con il ciclo di vita (e.g. Mukherjee et Al., 2019).

Anche in questo caso viene calcolata attraverso il logaritmo naturale dell'età dell'impresa (e.g. Chemmanur et Al., 2009; Cremers et Al., 2017) oppure attraverso il numero assoluto degli anni trascorsi dalla sua fondazione (Miller & Triana, 2009; Mukherjee et Al., 2019).

### 2.5.5 Misurazione effetti indiretti

Si è discusso nel paragrafo 2.5.3 dell'esistenza degli effetti di mediazione e moderazione. Si affronta ora la problematica relativa alla loro misurazione. Dal punto di vista teorico è possibile individuare un numero infinito di effetti di moderazione e mediazione.

Per quanto riguarda gli effetti di moderazione, essi possono essere calcolati attraverso l'inserimento di variabili all'interno del modello capaci di catturare questo effetto. Ad esempio, Finkelstein e Hambrick (1990) utilizzano il settore per includere l'effetto di moderazione dovuto alla discrezionalità a disposizione dei manager nell'individuazione delle politiche da implementare.

Per quanto riguarda invece gli effetti di mediazione si utilizza una procedura econometrica detta a quattro passi in cui devono essere rispettate delle condizioni ad ogni step, altrimenti l'effetto di mediazione non è presente (Baron & Kenny, 1986):

1. La variabile indipendente deve avere un impatto significativo sulla variabile dipendente (Età -> ROA);

---

<sup>119</sup> Si influisce di conseguenza anche sulla grandezza del Board. Più il business è complesso più direttori sono richiesti per apportare tutte le conoscenze necessarie (Alabede, 2016).



2. La variabile indipendente deve avere un impatto significativo sulla variabile di *mediazione* (Età -> Innovazione);
3. La variabile di mediazione deve avere un impatto significativo sulla variabile dipendente (Innovazione -> ROA);
4. La variabile indipendente perde di significatività nel modello di regressione in cui è inclusa la variabile di mediazione (Età + Innovazione -> ROA).

Si propone un esempio ricavato dall'analisi svolta da Miller e Triana (2009) in cui gli autori individuano un effetto di mediazione. Per quanto riguarda il secondo step si rimanda alle tabelle 5 e 6. Si riportano invece nella tabella seguente gli altri step.

Tabella 19 Effetti di moderazione della reputazione fra eterogeneità etnica e redditività aziendale (ROA) (Miller e Triana, 2009)

Variables	Firm performance				
	Model 11	Model 12A	Model 12B	Model 13A	Model 13B
Product diversification	0.027 (0.086)	0.035 (0.086)	0.036 (0.086)	0.026 (0.084)	0.026 (0.085)
Industry	-0.027 (0.023)	-0.022 (0.023)	-0.022 (0.023)	-0.019 (0.023)	-0.020 (0.023)
Firm size	0.033 (0.084)	-0.039 (0.089)	-0.031 (0.088)	-0.067 (0.088)	-0.059 (0.087)
Firm age	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.0001 (0.001)	0.0001 (0.001)
Liquidity	0.146** (0.056)	0.158** (0.055)	0.158** (0.055)	0.138* (0.055)	0.137* (0.055)
Board racial diversity – Blau		0.778* (0.311)		0.663* (0.308)	
Board racial diversity – Proportion			1.124* (0.490)		0.934† (0.486)
Firm reputation				0.133** (0.040)	0.134*** (0.040)
R <sup>2</sup>	0.028	0.047	0.044	0.079	0.076
Adjusted R <sup>2</sup>	0.013	0.029	0.026	0.059	0.056
F-test	1.868	2.626*	2.453*	3.900***	3.756**

Notes: Unstandardized coefficients. Two-tailed tests reported. Standard errors in parentheses. N = 326, † p < 0.10; \* p < 0.05; \*\* p < 0.01; \*\*\* p < 0.00.

Nei modelli 12A e 12B viene testata la relazione diretta fra eterogeneità etnica e performance, si parla quindi del primo step: risultano delle relazioni positive e significative (varia solo la modalità in cui la diversità è stata misurata).

Nei modelli 13A e 14A vengono affrontati congiuntamente il terzo e il quarto step (varia solo la metodologia di rappresentazione dell'eterogeneità in termini di etnia). I risultati

sono i seguenti: quando vengono inserite entrambe le variabili indipendenti, eterogeneità etnica ed innovazione, la prima perde di significatività. Si sottolinea infine come l'indice  $R^2$  nell'ultimo modello sia migliorato in maniera consistente rispetto alle regressioni precedenti. Si individuano quindi degli effetti di mediazione della variabile "reputazione" sulla relazione esistente fra eterogeneità in termini etnici e performance dell'impresa.

## **CAPITOLO 3 – COMPOSIZIONE DEI BOARD NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA E CONFRONTO CON LE CONCORRENTI EUROPEE**

Alla luce di quanto esposto finora e prima di proseguire con l'analisi empirica degli effetti economici della Board Diversity (con particolare riguardo per l'età), si è deciso di analizzare la composizione dei Board delle società quotate italiane in termini dei tratti che si sono discussi nel primo capitolo<sup>120</sup>.

Nell'analisi si utilizzeranno delle rilevazioni Consob<sup>121</sup> raccolte attraverso l'attività di supervisione svolta dall'ente e riportate all'interno del report sulla corporate governance delle società quotate italiane<sup>122</sup>.

I dati si riferiscono al periodo 2008-2018 e sono raccolti alla fine di ogni anno. Le rilevazioni vengono successivamente suddivise sia per industria che per capitalizzazione. La suddivisione per industria è utile per verificare l'ipotesi proposta da Brammer et Al. (2007) secondo cui la diversità presente nel Board dipende dal settore principale in cui la società opera<sup>123</sup>.

Si procederà successivamente con un confronto fra la composizione media dei Board delle società quotate italiane con le relative concorrenti a livello europeo. Per affrontare questa seconda tipologia di analisi verranno proposti alcuni grafici estratti da una edizione dei *“Quaderni di finanza”*. Si tratta di una raccolta di ricerche, svolte da soggetti interni alla Consob, in ambito di Economia e Finanza.

### **3.1 Focus sull'Italia**

Si procederà in questo paragrafo con l'analisi dei Board delle società quotate in Italia. Si discuterà della loro grandezza media, indipendenza e diversità sia demografica che cognitiva.

---

<sup>120</sup> Questa scelta è dovuta al fatto che probabilmente non sarà possibile recuperare tutti i dati relativi ai tratti discussi nel primo capitolo. Attraverso l'analisi che si propone in questo capitolo si vuole comunque fornire una rappresentazione generale del fenomeno.

<sup>121</sup> Consob: Commissione Nazionale per la Società e la Borsa.

<sup>122</sup> Disponibile al seguente link: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rcg2019>.

<sup>123</sup> Vedi Paragrafi 1.2.2 e 1.2.3.

Si proporrà inoltre un'analisi del Capitale Umano apportato dal solo genere femminile per valutarne la qualità e le differenze rispetto a quello dei colleghi uomini.

### 3.1.1 Grandezza del Board

In prima battuta si analizza la grandezza media del Board, del *management Board* e del *supervisory Board*.

In Italia infatti il Codice civile, all'articolo 2380, consente alle Società per Azioni di adottare, in alternativa al sistema di amministrazione e controllo tradizionale, un sistema di governance monistico oppure dualistico.

Il sistema dualistico, di derivazione tedesca e disciplinato a partire dall'articolo 2409-*octies* c.c., prevede l'elezione da parte dell'assemblea degli azionisti del *supervisory Board* che a sua volta nomina il *management Board*.

Il sistema monistico invece, di derivazione anglosassone e disciplinato a partire dall'articolo 2409-*sexiesdecies* c.c., prevede l'elezione del Board da parte dell'assemblea degli azionisti. I membri del Board, successivamente, nominano al proprio interno un comitato di controllo sulla gestione.

Su 231 società quotate nel 2018 i sistemi di governance adottati sono così suddivisi:

- 1 Sistema dualistico: 2 società;
- 2 Sistema monistico: 2 società;
- 3 Sistema tradizionale: 227 società.

Si sottolinea che le due società che adottano il sistema monistico rappresentano il 7,4% della capitalizzazione di mercato. Si tratta di Intesa San Paolo Spa e di CHL-Centro HL distribuzione Spa. Le due società che adottano invece il sistema dualistico sono: Società Sportiva Lazio Spa e Unione di Banche Italiane Spa<sup>124</sup>.

I dati riportati in tabella 20, relativi alla grandezza media degli organi, non comprendono tutte le imprese quotate in borsa ma solamente quelle per cui si è riusciti a raccogliere i dati necessari. Si osserva comunque una tendenza alla diminuzione delle società quotate. Si passa infatti da 278 nel 2008 a 222 nel 2018.

---

<sup>124</sup> Le due società che adottano il sistema monistico rappresentano una capitalizzazione di mercato inferiore: l'1%.

Tabella 20 Grandezza Media degli Organi

	board of directors	management board	supervisory board	number of companies
2008	9.9	7.7	12.4	278
2009	10.0	7.7	13.3	273
2010	10.1	7.4	13.1	262
2011	10.1	6.7	14.3	255
2012	10.0	6.3	14.2	241
2013	9.9	6.6	17.4	237
2014	9.8	6.5	17.3	225
2015	9.8	6.0	17.0	228
2016	9.9	4.3	13.0	220
2017	9.9	4.5	10.5	225
2018	9.8	4.5	10.5	222

Source: Consob

La prima colonna della tabella 20 prende in considerazione le società che adottano un sistema di governance tradizionale. La grandezza media del Board è rimasta praticamente invariata nel corso degli anni attestandosi a 9,8 membri del 2018.

La seconda e la terza colonna della tabella 20 fanno invece riferimento al sistema di governance dualistico. Il *management Board* passa da una media di 7,7 membri nel 2008 a 4,5 componenti nel 2018, diminuendo di circa tre unità. La dimensione del *supervisory Board* invece scende di circa due unità partendo da una media di 12,4 e attestandosi a un valore di 10,5 nell'ultimo anno di rilevazione.

In linea generale, mentre si riscontra un andamento stabile della Board Size media degli organi delle società che adottano un sistema di amministrazione e controllo tradizionale, si osserva un calo della sua grandezza nelle imprese che impiegano il sistema dualistico.

### 3.1.2 Membri Indipendenti

Si analizza ora la composizione del Board in termini di indipendenza. Si è infatti discusso precedentemente, a livello teorico, della Teoria dell'Agenzia e dell'importanza dei direttori indipendenti all'interno del contesto rappresentato da Jensen e Meckling (1976)<sup>125</sup>. Si sottolinea però come le evidenze empiriche non forniscano supporto unanime all'utilità economica di un'eccessiva presenza di direttori indipendenti nel gruppo<sup>126</sup>.

<sup>125</sup> Vedi paragrafo 2.3.3.

<sup>126</sup> Vedi paragrafo 2.4.2.4.

Tabella 21 Numero di Direttori Indipendenti

	independent directors (by the Consolidated Law on Finance – Tuf)		independent directors (by the Corporate Governance Code)		independent directors (by Corporate Governance Code and/or Tuf) <sup>1</sup>	
	mean	weight <sup>2</sup>	mean	weight <sup>2</sup>	mean	weight <sup>2</sup>
2011	4.1	39.5	3.9	37.7	4.3	41.7
2012	4.4	43.4	4.1	40.2	4.5	44.4
2013	4.5	44.3	4.1	40.7	4.6	44.8
2014	4.6	45.2	4.2	41.6	4.7	46.1
2015	4.6	45.8	4.1	41.3	4.7	46.6
2016	4.7	46.7	4.3	42.9	4.8	47.6
2017	4.9	48.8	4.4	43.8	4.9	48.9
2018	4.9	49.3	4.5	44.4	5.0	49.5

Source: Consob

Il numero di direttori indipendenti, in base alla tabella sopra riportata, viene calcolato seguendo alternativamente due definizioni di indipendenza che vengono riportate in appendice A:

1. Art. 147-ter comma 4 TUF;
2. Art. 3 Codice di Autodisciplina.

Ci si limita in questa sede a commentare l'ultima colonna della tabella 21 nella quale i direttori indipendenti sono classificati in accordo con entrambe le definizioni disponibili<sup>127</sup>.

Dal 2011 al 2018 si registra un aumento del numero medio di direttori indipendenti che cresce da 4,3 a 5. Ancora più importante è l'andamento del peso percentuale sul totale membri che passa dal 41,7% al 49,5%.

Si osserva quindi un aumento costante della presenza di amministratori indipendenti all'interno dei Board delle società quotate fintantoché, nell'ultimo anno analizzato nella tabella 21, la componente indipendente arriva a rappresentare quasi la metà del gruppo.

### 3.1.3 Board Diversity

Si procede ora con l'analisi della diversità presente all'interno dei consigli delle società quotate italiane. I dati presentati si riferiscono alla fine del 2018 e prendono in considerazione parte dei tratti di cui si è discusso nel primo capitolo tra cui: etnia, genere, età media, livello di istruzione, specializzazione e infine esperienza lavorativa.

<sup>127</sup> Qualora un amministratore fosse indipendente secondo entrambe le definizioni, nel conteggio totale viene contato come uno.

I dati relativi alle caratteristiche appena elencate vengono a loro volta suddivisi in base all'industria di riferimento (finanziaria, industriale o dei servizi) e alla capitalizzazione di mercato. Si focalizzerà il commento dei tratti in base al settore e non alla capitalizzazione. Si vuole infatti trovare supporto alle ipotesi che vedono il settore in cui la società opera un fattore importante nel determinare il livello di eterogeneità presente nel Board<sup>128</sup>.

Tabella 22 Board Diversity

	industry			market index			
	financial	industrial	services	Ftse Mib	Mid Cap <sup>1</sup>	Star <sup>1</sup>	other
no. of directorships	528	1,127	529	418	427	637	702
% women	35.8	35.6	36.9	37.1	35.6	35.8	35.6
average age	57.6	56.8	55.1	58.1	56.8	56.5	55.5
% foreigners	4.9	7.0	8.5	9.6	4.9	5.3	7.8
% family <sup>2</sup>	5.5	22.4	14.0	5.5	11.0	22.6	20.1
% first degree	90.7	86.7	90.0	93.8	92.0	85.9	85.5
% postgraduate degree <sup>3</sup>	22.5	23.4	28.4	27.3	26.2	22.1	23.5
% manager	63.8	71.0	68.1	73.9	66.3	68.6	66.7
% consultant/professional	22.0	20.0	23.4	13.9	20.6	22.0	25.5
% academic	13.6	8.1	7.9	11.0	12.2	9.3	6.8

Source: Consob

In accordo con i dati in tabella 22, i Board che risultano essere, in media, più diversi sono quelli appartenenti al settore dei servizi. Il fenomeno osservato è coerente con quanto esposto nei paragrafi 1.2.2 e 1.2.3. Si è ipotizzata infatti una maggiore diversità nei Board di imprese che, per loro natura, hanno un contatto più diretto con i clienti finali.

Secondo i dati riportati in tabella 22, nel settore dei servizi la percentuale di donne è pari al 36,9% contro il 35,6% in quello industriale, una differenza superiore a un punto percentuale. Per quanto riguarda la presenza di stranieri è ancora una volta il settore dei servizi a essere quello più eterogeneo<sup>129</sup>. Contrariamente, viene riscontrata, in media, minore presenza di direttori stranieri nei Board appartenenti al settore finanziario.

L'età media nel comparto dei servizi è la più bassa, attestandosi a 55,1 anni, in contrasto i Board più anziani sono rappresentati dai gruppi appartenenti al settore finanziario che registrano un'età media di 57,6 anni.

<sup>128</sup> Vedi paragrafi 1.2.2 e 1.2.3 e tabella 4 relativa alle evidenze empiriche individuate da Erhardt et Al. (2003).

<sup>129</sup> Si sottolinea come si è fatto riferimento alla presenza di direttori diversi dal punto di vista della nazionalità e non dell'etnia.

Il confronto fra peso percentuale di donne e di minoranze nazionali, in base ai dati in tabella 22, conferma anche per il contesto italiano quanto affermato da Williams e O'Reilly (1998): la presenza di minoranze etniche/nazionali è meno marcata rispetto a quella di genere. Il sesso femminile incide infatti per circa il 35% nei Board contro una media del 6% della presenza di minoranze nazionali.

Si procede ora con l'analisi del livello di istruzione. Si commenteranno i dati presenti nelle righe 6 e 7 della tabella 22. Sul totale membri del Board si osserveranno infatti due elementi: la percentuale media di chi detiene almeno una laurea triennale (riga 6) e la percentuale media di chi ha raggiunto un livello di istruzione superiore (riga 7).

I Board con più soggetti che hanno conseguito almeno la laurea triennale sono quelli appartenenti al settore finanziario. Contrariamente, i gruppi con meno amministratori laureati operano nel comparto industriale<sup>130</sup>.

Quando invece si focalizza l'analisi su un livello superiore di istruzione, si prendono cioè in considerazione gli amministratori che hanno seguito dei corsi post-laurea, il settore con il grado maggiore è rappresentato da quello dei servizi. Contrariamente, i gruppi con un livello minore sono quelli appartenenti al settore finanziario.

Non sono disponibili, nella tabella 22, dati per valutare le esperienze lavorative. Si osservano però rilevazioni riguardanti il ruolo ricoperto dagli amministratori nel momento in cui sono stati raccolti i dati. In particolare, vengono individuate tre classi: Manager, Consulenti/Professionisti e Accademici (ultime tre righe).

Si riscontra, in prima analisi, una prevalenza generale di amministratori provenienti dal mondo manageriale. La percentuale infatti, in tutti e tre settori in analisi, è maggiore del 63%. Per quanto riguarda le altre due categorie, poco più di 1/5 dei direttori, in media, è rappresentato da consulenti. La restante parte consiste in soggetti provenienti dal mondo accademico.

Il settore finanziario costituisce il contesto in cui si riscontra una maggiore incidenza di amministratori provenienti dal mondo accademico. Nell'ambito dei servizi viene data invece più rilevanza ai consulenti o professionisti rispetto alle altre due categorie

---

<sup>130</sup> Settore dove probabilmente ha più rilevanza l'esperienza lavorativa rispetto ad un titolo universitario.



individuare. Il fenomeno è probabilmente conseguente all'importanza della consulenza nel contesto dei servizi.

In conclusione, la presenza di amministratori provenienti dal mondo manageriale è predominante nel settore industriale. Il risultato appena esposto è in linea con quanto asserito in nota 130.

La tabella 23 riassume la composizione del Board in termini di Background accademico e la relativa specializzazione nel periodo che intercorre dal 2013 al 2018. In questa analisi non vengono però forniti i dati separati in base al settore come osservato in tabella 22.

Tabella 23 Eterogeneità del Background Accademico

		degree					more than one degree	no degree	total	
		economics	law	engineering	political sciences	other <sup>1</sup>				
2013	number	1,994	1,053	377	304	93	198	40	252	2,246
	weight <sup>2</sup>	88.8	46.9	16.8	13.5	4.1	8.8	1.8	11.2	100.0
2014	number	1,892	1,009	356	278	85	189	40	236	2,128
	weight <sup>2</sup>	88.9	47.4	16.7	13.1	4.0	8.9	1.9	11.1	100.0
2015	number	1,905	992	364	275	83	211	43	241	2,146
	weight <sup>2</sup>	88.8	46.2	17.0	12.8	3.9	9.8	2.0	11.2	100.0
2016	number	1,872	962	375	252	74	220	39	214	2,086
	weight <sup>2</sup>	89.7	46.1	18.0	12.1	3.5	10.5	1.9	10.3	100.0
2017	number	1,958	1,014	395	268	86	214	47	205	2,163
	weight <sup>2</sup>	90.5	46.9	18.3	12.4	4.0	9.9	2.2	9.5	100.0
2018	number	1,932	1,011	367	284	80	217	50	189	2,121
	weight <sup>2</sup>	91.1	47.7	17.3	13.4	3.8	10.2	2.4	8.9	100.0

Source: Consob

Il primo trend riscontrato, dai dati in tabella 23, è l'aumento del peso, in termini percentuali, della presenza di amministratori con almeno una laurea. La percentuale passa infatti dall'88,8% nel 2013 al 91,1% del 2018. Di contro, ovviamente, la presenza di non laureati diminuisce del 2,3%.

Data l'alta percentuale di soggetti con almeno una laurea, l'importanza del livello di educazione dei membri del Board è quindi percepita anche da chi si occupa della loro nomina e non unicamente dalla letteratura<sup>131</sup>. A confermare questa ipotesi si osserva in aggiunta l'aumento dei direttori con più di una laurea che crescono dall'1,8% al 2,4%.

Quest'ultima percentuale è inclusa in quella dei soggetti con almeno una laurea. Si può affermare quindi che l'aumento del 2,3% dei soggetti laureati può essere scomposto nel seguente modo:

<sup>131</sup> Vedi paragrafo 1.3.1.

- 1 + 1,7% di soggetti con una laurea;
- 2 + 0,6% di soggetti con più di una laurea.

Per quanto riguarda la specializzazione, i dati in tabella 23 confermano l'importanza della categoria dei "*Business experts*"<sup>132</sup>, infatti, l'incidenza dei laureati in materie economiche ammonta a circa il 50%. La dinamica osservata è la seguente: nel 2013 il peso percentuale era pari al 46,9% aumentando fino al 47,7% nell'ultimo anno in cui i dati sono stati rilevati.

Data la specializzazione predominante si passa all'analisi delle successive. Il secondo Background Accademico per rappresentazione è quello giuridico, la variazione nel periodo è di +0,5%. In totale, la specializzazione in giurisprudenza rappresenta quasi 1/5 del Board.

La presenza di laureati in ingegneria registra una lieve flessione: - 0,1%. Si riscontra invece una diminuzione più marcata della presenza di specialisti in scienze politiche che si attesta a un - 0,3%.

L'aumento pari all'1,4% di amministratori che hanno conseguito una laurea diversa rispetto alle quattro predominanti, fa presumere la presenza di una sempre maggiore eterogeneità in termini di background accademico all'interno dei Board nel corso degli anni.

Infatti, pur rimanendo maggioritaria la presenza di laureati in economia e giurisprudenza, chi si occupa della nomina degli amministratori sta progressivamente prendendo coscienza dell'importanza di un background differente rispetto a quello classico.

Vengono infatti nominati sempre più di frequente soggetti con specializzazione differente rispetto a quella tipica (+1,4%), promuovendo così l'eterogeneità in termini di Background accademico e ottenendone tutti i benefici conseguenti<sup>133</sup>.

Nell'analisi dei dati in tabella 24 si discute delle cariche ricoperte dagli amministratori di genere femminile all'interno delle società quotate in Italia. Si osserva, in prima analisi, come il numero di CEO rappresentato dal genere femminile sia aumentato solo di due unità dal 2013 al 2019, con un peso percentuale che è calato però dell'1,3%.

---

<sup>132</sup> Vedi Paragrafo 2.3.3.

<sup>133</sup> Vedi Paragrafo 1.3.1.

Aumenta di 15 unità invece il numero di donne che ricoprono la carica di presidente del consiglio di amministrazione, con un peso percentuale che aumenta dal 2,5% nel 2013 al 3,1% nel 2019.

Più di rilievo sono i dati rappresentati nella quarta colonna della tabella 24. Il numero assoluto di direttori indipendenti rappresentato da persone di genere femminile più che raddoppia nel periodo analizzato. La percentuale cresce invece dal 59,8% al 72,1%.

Questo dato è in accordo con quanto individuato da Hillman et Al. (2002). Gli autori infatti riscontrarono come la maggior parte delle direttrici non ricoprissi ruoli esecutivi ma di direttore indipendente.

Tabella 24 Ruoli dei direttori di genere femminile<sup>134</sup>

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director <sup>3</sup>		minority director	
	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>
2013	13	3.2	10	2.5	33	8.1	244	59.8	20	4.9
2014	16	3.1	16	3.1	32	6.1	333	64.0	37	7.1
2015	16	2.6	17	2.7	36	5.8	424	68.3	42	6.8
2016	17	2.5	21	3.1	40	5.8	471	68.6	49	7.1
2017	17	2.2	27	3.6	39	5.1	520	68.6	57	7.5
2018	14	1.7	25	3.1	39	4.8	581	71.8	61	7.5
2019	15	1.9	25	3.1	33	4.1	582	72.1	68	8.4

Source: Consob

I dati rappresentati in tabella 25 evidenziano un aumento del numero di interlockers delle amministratrici dal 2013 al 2019<sup>135</sup>. Questo trend conferma quanto già ipotizzato da altri autori (e.g. Hillman et Al., 2002) che sottolineavano come le donne sedessero in un numero maggiore di Board.

Infatti, il numero medio di *sedie* assegnate a persone di genere femminile è di 1,56, maggiore della media di tutti i direttori (incluse le donne) rappresentata nella colonna 3, che si attesta a 1,36 (questo significa che il numero di incarichi dei direttori di genere maschile è inferiore rispetto alla media totale).

Infine, analizzando in combinazione i dati sugli interlokera e sul ruolo delle amministratrici all'interno dei Board si trova supporto a quanto ipotizzato da Fama e Jensen (1983): i direttori indipendenti siedono in più consigli.

<sup>134</sup> I dati includono il 2019 in quanto sono stati rilevati in data giugno 2019 e non dicembre 2018.

<sup>135</sup> Per Interlockers si intende il fenomeno in cui un soggetto siede in più Board.

Tabella 25 Numero Interlockers<sup>136</sup>

	female directors			all directors		
	no. of interlockers	weight <sup>1</sup>	average no. of directorships	no. of interlockers	weight <sup>2</sup>	average no. of directorships
2013	76	18.6	1.26	554	23.2	1.40
2014	131	25.2	1.38	536	22.9	1.35
2015	168	27.1	1.45	498	21.9	1.35
2016	203	29.5	1.45	487	21.6	1.32
2017	235	31.0	1.50	514	22.8	1.34
2018	279	34.5	1.58	554	24.6	1.37
2019	275	34.1	1.56	537	24.2	1.36

Source: Consob

I dati rappresentati in tabella 26 sono utili per osservare le caratteristiche dei membri del Board dato il genere. Alcuni autori, ad esempio Hillman et Al. (2002), sottolineano che le amministratrici apportano un Capitale Umano differente rispetto agli uomini, qualitativamente migliore, in modo da sopperire agli stereotipi con cui vengono classificate<sup>137</sup>.

Tabella 26 Caratteristiche dei direttori dato il genere

	no. of directorships	% foreigners	average age	education		professional background <sup>2</sup>			
				% first degree	% postgraduate degree <sup>1</sup>	% managers	% consultant/professional	% academic	
2011	director	2,567	5.1	57.5	84.0	15.3	75.0	16.2	7.6
	female	192	3.1	49.7	75.5	16.6	71.9	17.2	8.3
	male	2,375	5.3	58.1	84.7	15.3	75.2	16.1	7.6
2012	director	2,401	5.2	57.6	84.9	15.7	76.2	15.1	8.2
	female	283	5.3	50.5	83.0	21.7	68.2	17.7	13.4
	male	2,118	5.1	58.5	85.2	14.9	77.3	14.7	7.5
2013	director	2,332	5.8	57.3	85.5	17.2	74.5	16.5	8.3
	female	417	7.0	50.2	87.5	24.1	62.4	23.7	13.2
	male	1,915	5.5	58.9	85.1	15.6	77.2	14.9	7.3
2014	director	2,211	6.2	57.1	85.6	18.9	73.0	18.3	8.1
	female	500	6.6	50.7	88.0	27.3	59.6	29.0	11.0
	male	1,711	6.1	58.9	84.9	16.4	77.0	15.2	7.3
2015	director	2,222	7.4	56.7	85.7	20.9	70.8	20.3	8.3
	female	617	7.9	50.9	88.7	29.8	55.3	31.8	12.5
	male	1,605	7.2	58.9	84.6	17.4	76.8	16.0	6.7
2016	director	2,160	7.0	56.6	86.7	21.6	70.2	20.9	8.2
	female	677	7.1	51.6	90.3	29.0	55.4	31.6	12.4
	male	1,483	7.0	58.9	85.0	18.0	77.0	16.0	6.3
2017	director	2,227	6.9	56.5	87.9	23.1	70.2	20.2	8.8
	female	748	6.0	52.0	91.6	30.2	53.7	32.0	13.6
	male	1,479	7.4	58.7	86.1	19.2	78.5	14.3	6.4
2018	director	2,184	6.9	56.6	88.5	24.4	68.5	21.3	9.4
	female	785	6.0	52.7	91.7	29.3	52.0	33.1	14.0
	male	1,399	7.4	58.7	86.6	21.5	77.8	14.7	6.8

Source: Consob

A partire dal 2013 il livello di istruzione conseguito dalle donne è superiore rispetto a quello degli uomini, infatti, da quel momento in poi, la percentuale di donne con almeno

<sup>136</sup> Vedi nota 135.

<sup>137</sup> Vedi paragrafo 1.2.2.

una laurea è maggiore rispetto a quella degli uomini. Contrariamente, sin dal primo anno in cui sono stati rilevati i dati, le amministratrici possedevano più titoli post-laurea.

Si sottolinea però come la differenza, relativa all'ultimo dato commentato, da lieve, pari all'1,3% nel 2011, nel corso degli anni raggiunge livelli più consistenti, attestandosi al 7,8% nell'ultimo anno di rilevazione dei dati.

Mentre l'età media degli amministratori, indipendentemente dal sesso, nel corso degli anni è diminuita di circa una unità, si analizzano ora le dinamiche di questa variazione in base al genere.

I dati in tabella 26 indicano che l'età media degli uomini rimane stabile nel corso del periodo mentre quella delle donne aumenta costantemente. Combinando questo dato con quello relativo agli interlockers<sup>138</sup> si trova supporto, anche per le società italiane, di quanto individuato da Sealy et Al. (2007) per le società del Regno Unito<sup>139</sup>: è un numero ristretto di donne che viene nominato in più Board.

Si nota infatti come sia l'indice di interlock che l'età media delle donne aumentino costantemente nel periodo di analisi. Viene inoltre confermato quanto individuato da Bilimoria & Wheeler (2000) sulla più giovane età degli amministratori di genere femminile rispetto ai colleghi uomini.

In conclusione, si ritiene opportuno commentare i dati relativi al background lavorativo e alla nazionalità delle amministratrici. In particolare, dalla tabella 26, si osserva che la percentuale di donne con background lavorativo in ambito accademico è superiore rispetto agli uomini in tutto il periodo di analisi. Anche in questo caso la differenza da lieve, 0,7%, raggiunge livelli consistenti nel 2018 attestandosi al 7,2%.

Per quando riguarda invece i direttori stranieri, che rappresentano una minima parte dei manager, non si nota un andamento lineare della differenza in termini di nazionalità in base al genere.

Quest'ultima analisi è importante perché le classificazioni in base alle categorie sociali sono multiple: un amministratore straniero di genere femminile farebbe parte di due minoranze, quella in base al genere e quella in base all'etnia<sup>140</sup>.

---

<sup>138</sup> Vedi tabella 25.

<sup>139</sup> Vedi nota 15.

<sup>140</sup> Vedi paragrafo 2.3.4.

## 3.2 Confronto con società a livello europeo

Una volta analizzata la composizione dei Board delle società quotate italiane, si propone un confronto con gli organi delle principali società quotate europee così da individuare quale Nazione sia rappresentativa dei gruppi più eterogenei.

Per svolgere questo confronto si riporteranno grafici e dati presenti all'interno del paper svolto da Ciavarella (2017). L'elaborato è presente nella raccolta dei "*Quaderni di Finanza*".

L'autrice ha estrapolato i dati dalla piattaforma BoardEx. Si tratta di una società inglese fondata nel 1999 la cui piattaforma raccoglie, e aggiorna giornalmente, un insieme di dati sui Board e sugli amministratori di società quotate, oppure non quotate ma di grandi dimensioni.

All'interno di questi dati rientrano, ad esempio: legami esistenti fra amministratori, Background educativo, età, esperienza lavorativa nel settore e classificazione dei direttori indipendenti.

I dati sono relativi al periodo che intercorre dal 2006 al 2016 e sono rilevati alla fine dell'anno. Le nazioni europee prese in considerazione sono: Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna.

Per quanto riguarda l'Italia non ci si aspetta una coincidenza fra questi dati e quelli analizzati nel paragrafo precedente, vengono considerate infatti solamente le società quotate con capitalizzazione maggiore<sup>141</sup>.

### 3.2.1 Grandezza del Board

Come raffigurato nel grafico 1, il numero medio dei componenti del Board è diminuito in tutti gli Stati presi in considerazione, ad eccezione della Francia dove si registra un aumento pari a una unità: da 11,5 a 12,5.

La Nazione nella quale si riscontra una Board Size media minore, in tutto il periodo di analisi, è il Regno Unito. Segue subito l'Italia con una media che decresce da 11 membri a poco più di 10.

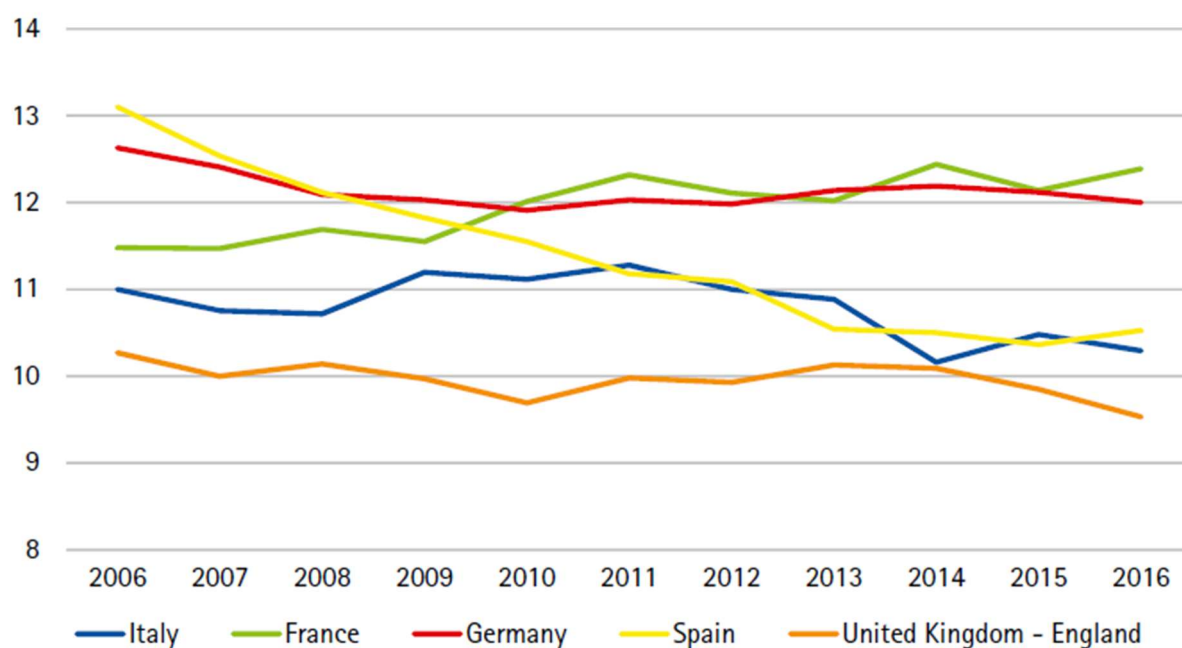
---

<sup>141</sup> In particolare, in questa analisi sono state estratte le prime 100 società di ogni mercato in termini di capitalizzazione. Nell'analisi precedente, invece, si avevano a disposizione per l'Italia più di 220 società.

Particolare riguardo si riserva alla Spagna dove si registra il maggior calo della grandezza media. Infatti, all'inizio del periodo di analisi la Board size si attestava a circa 13 unità mentre dopo sei anni la dimensione è diminuita fino a raggiungere i 10,5 componenti di media.

Sostanzialmente stabile il trend delle società tedesche dove la grandezza diminuisce da 12,5 componenti all'inizio del periodo fino a circa 12 nell'ultimo anno di rilevazione.

Grafico 1 Andamento della dimensione media dei Board



Source: Boardex.

### 3.2.2 Caratteristiche demografiche

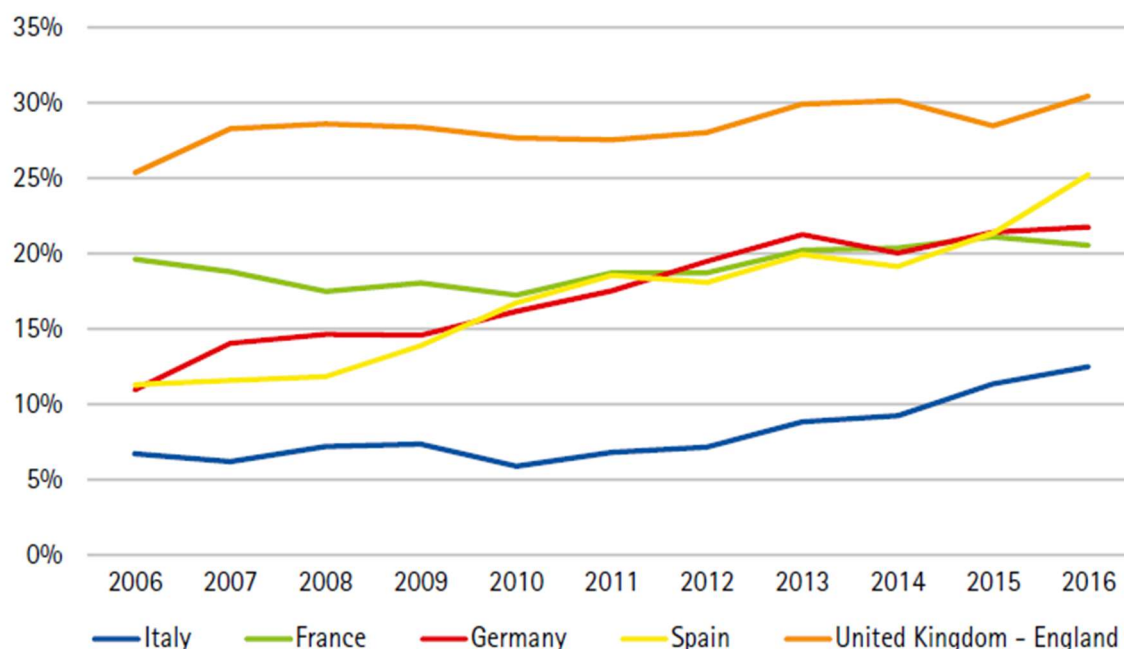
Si discuterà ora dell'eterogeneità dei tratti degli amministratori. Come di consueto si procederà prima con l'analisi delle caratteristiche osservabili e infine si tratteranno quelle cognitive. Verrà aggiunto però un ulteriore livello di analisi: si analizzeranno le differenze dei tratti fra direttori esecutivi e non esecutivi.

#### 3.2.2.1 Nazionalità

Il primo tratto preso in considerazione è la nazionalità. Occorre però fare una precisazione: nei dati raffigurati nel grafico 2 non è rappresentata l'eterogeneità in termini etnici ma nazionali, di conseguenza, essendo imprese europee, è probabile che vi siano amministratori stranieri ma comunque appartenenti alla popolazione europea.

In questo caso non si può parlare effettivamente di minoranza etnica, infatti, quando si sono discusse le minoranze culturali, nei soggetti facenti parte la categoria degli anglo-americani, così come definita da Cox et Al. (1991), si sono inclusi tutti gli europei<sup>142</sup>.

Grafico 2 Andamento presenza di stranieri nei Board



Source: Boardex.

In accordo con i dati raffigurati nel grafico 2, l'Italia, per tutto il periodo campionario, risulta essere la Nazione con la percentuale minore di stranieri. Sebbene l'Italia risulti l'ultimo paese per presenza di direttori non nazionali, il loro peso percentuale è quasi raddoppiato: cresce da un 6,7% nel 2006 fino a una percentuale del 12,5% nell'ultimo anno.

Contrariamente, il Regno Unito è lo Stato con la maggiore presenza di amministratori non inglesi per tutto il periodo. Si registra inoltre un aumento di 5 punti percentuali dal 2006 al 2016, i direttori stranieri incidono quindi per il 30%.

Cercando di fornire una spiegazione a questo fenomeno, si ipotizza che esso sia dovuto alla forte attrattività del Regno Unito, e soprattutto della sua capitale Londra, che è stata

<sup>142</sup> Vedi paragrafo 1.2.1.



meta di gran parte della “fuga dei cervelli” avvenuta in Italia e non solo<sup>143</sup>. Aumenta di conseguenza la probabilità che all’interno dei Board siedano amministratori stranieri.

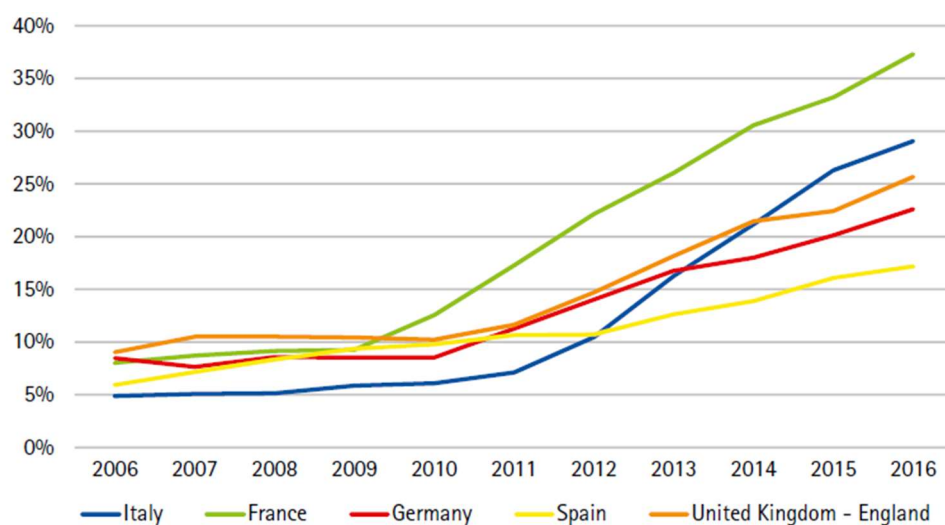
Gli altri tre Stati raggiungono un livello di direttori non nazionali simile nel 2016, tra il 20% e il 25%. Differente è però la dinamica che ha portato al risultato finale. In Francia si registra una lieve flessione nel corso del periodo che viene successivamente recuperata, rendendo pressoché invariata la percentuale di amministratori stranieri.

Germania e Spagna invece partono entrambe da un livello basso, pari a circa il 10% nel 2006, e con una dinamica simile arrivano nel 2016 ad avere una presenza di stranieri di poco maggiore rispetto alla Francia.

### 3.2.2.2 Genere

Nel grafico 3 viene rappresentata la dinamica relativa alla presenza di amministratrici all’interno del Board nel corso del periodo in analisi.

*Grafico 3 Andamento presenza di donne nei Board*



Source: Boardex.

Come raffigurato nel grafico 3, nel primo anno, la percentuale di donne presenti nei Board indica una situazione molto squilibrata: in tutti gli Stati la loro presenza è inferiore al 10% del totale membri. La situazione maggiormente sbilanciata si osserva in Italia dove, in quell’anno, solo il 5% degli amministratori era rappresentato da persone di genere femminile.

<sup>143</sup> Nel 2017 circa 21 mila italiani, nonostante la Brexit, si sono trasferiti nel Regno Unito. Fonte: <https://www.istat.it/it/files/2018/12/Report-Migrazioni-Anno-2017.pdf>

La dinamica rimane pressoché stabile fino agli anni 2010/2011. Si osserva in seguito un aumento consistente del peso del genere femminile all'interno dei Board di tutte le Nazioni analizzate.

L'aumento è giustificato da due fattori: l'approvazione di Leggi dello Stato che prevedevano la nomina di un numero minimo di donne all'interno del consiglio e l'implementazione di autoregolamentazioni adottate dalle società che avevano il compito di sopperire a mancanze legislative sul tema.

L'Italia passa dall'essere lo Stato in cui vi era più discriminazione del genere femminile, alla seconda Nazione per presenza di donne negli organi di amministrazione. L'incidenza percentuale delle amministratrici aumenta di 25 punti percentuali attestandosi nel 2016 al 30%.

La Legge che ha permesso questa "scalata" è stata la numero 120 del 2011 (detta Legge Golfo-Mosca) che prevede un sentiero da percorrere per diminuire la discriminazione di genere. In estrema sintesi, la Legge prevede il raggiungimento di un equilibrio fra presenza di uomini e donne all'interno del Board.

La Norma, che inizialmente aveva validità per tre rinnovi del gruppo, prevede che ad ogni rinnovo del CdA siano rispettate delle quote di genere minime: al primo la presenza di 1/5 di amministratrici e dal secondo di 1/3. Grazie al decreto fiscale 2020 è stato aumentato a 6 il numero dei mandati in cui bisogna rispettare i vincoli sopra indicati.

Lo Stato dove si registra l'aumento maggiore della presenza donne è rappresentato dalla Francia. Il peso percentuale cresce dall'8% nel 2006 al 37,5% nel 2016. Anche in questo caso l'aumento è avvenuto grazie a una legge del 2011 che prevedeva due 2 step:

1. Proporzione di genere femminile nel Board pari ad almeno il 20% nel 2014;
2. Proporzione di genere femminile nel Board pari ad almeno il 40% nel 2017.

In particolare, questa normativa viene applicata non solo alle imprese quotate ma anche alle società non quotate con un numero di dipendenti superiore alle 500 unità e un fatturato maggiore a euro 5 milioni.

Ugualmente a quanto avvenuto in Italia e Francia, anche nel Regno Unito è stata approvata una legge sulle "quote rosa" nel 2011. Nella normativa veniva richiesto il raggiungimento della quota di amministratrici nei Board pari al 25% entro il 2015.

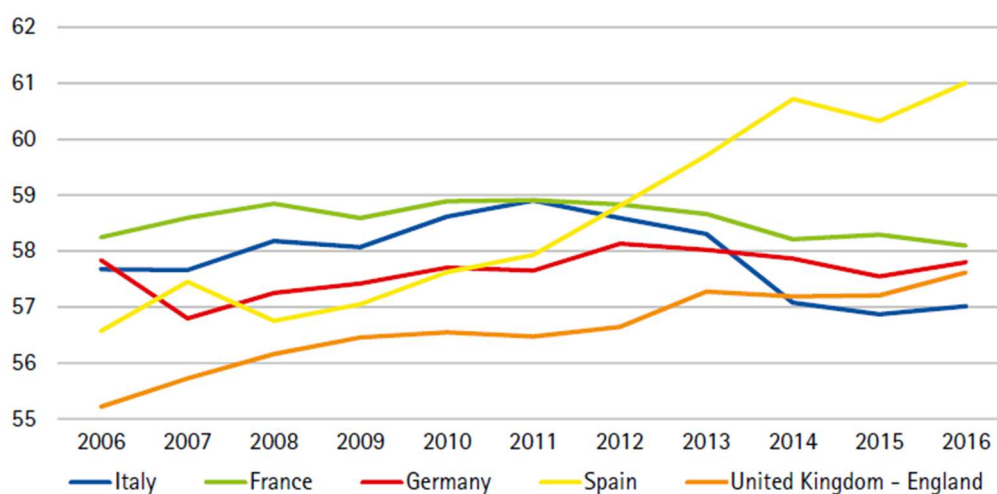
In Germania, la prima legge a prevedere un numero minimo di donne è stata varata nel 2015. Si nota però come l'aumento della loro rappresentanza sia iniziato a partire dal 2011. Questo è stato possibile grazie a regolamenti interni, adottati su base volontaria, dalle singole società a causa di pressioni di mercato.

Infine, in Spagna esiste un codice di autoregolamentazione approvato nel 2015 in cui si raccomanda una maggiore presenza del genere femminile nei Board. All'interno di questo codice si consiglia il raggiungimento di quota 30% entro il 2020. Stando ai dati riportati nel grafico 3, la presenza di amministratrici, alla fine del 2016, è tuttavia ancora limitata e si attesta al 17%.

### 3.2.2.3 Età

Si procede con la discussione dell'andamento dell'ultimo tratto demografico: l'età. Attraverso i dati rappresentati nel grafico 4, si analizza l'età media dei componenti dei Board e non la sua eterogeneità.

*Grafico 4 Andamento dell'età media dei membri del Board*



Source: Boardex.

In accordo con il grafico 4, alla fine del periodo i Board che risultano essere mediamente più giovani sono quelli appartenenti all'Italia. La dinamica del Paese è interessante in quanto la media, che nel 2006 era di poco inferiore ai 58 anni, nel corso del periodo è aumentata fino a sfiorare i 59 nel 2011 (anno in cui insieme alla Francia i Board italiani sono i più anziani d'Europa). Successivamente si osserva un calo costante grazie al quale l'età media dei componenti del Board nel 2016 si attesta ad anni 57. Infatti, dal 2011 è entrata in vigore la legge sulle quote rosa: l'aumento della presenza di donne nei Board,

che come si è osservato in tabella 26 sono più giovani degli uomini, ha abbassato l'età media dei gruppi.

Per altri due Stati l'andamento è stato l'inverso. Si fa riferimento alla Spagna e al Regno Unito. I Board spagnoli, partendo dall'essere relativamente giovani nel 2006, con un'età media di circa 56,5 anni, registrano nel periodo un forte aumento a causa del quale l'indice raggiunge nel 2016 i 61 anni: i Board spagnoli diventano così i più anziani d'Europa.

Il Regno Unito risulta essere nel 2006 lo Stato in cui l'età media dei componenti del Board è minore. Nel corso degli anni si riscontra però un progressivo aumento dovuto probabilmente a un mancato rinnovo della componente amministrativa. Infatti, a partire dal 2014 è l'Italia a rappresentare i gruppi più giovani.

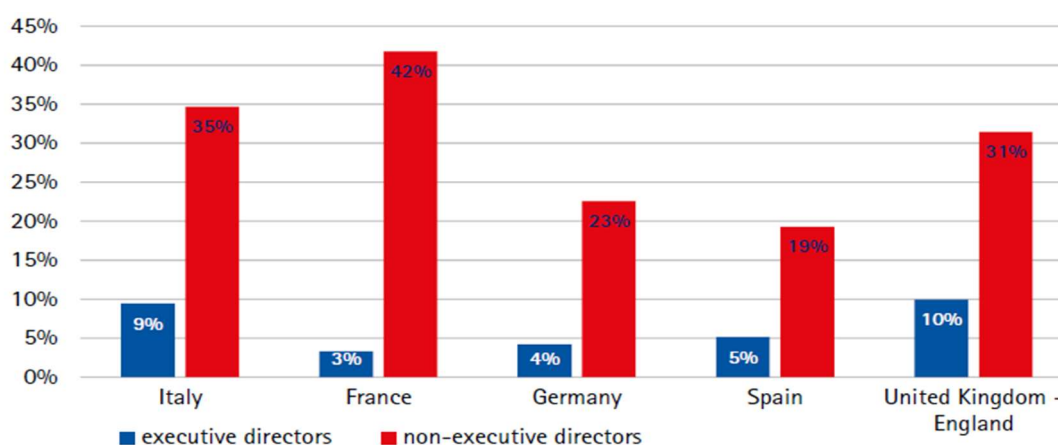
In conclusione, Francia e Germania partono da un livello simile, circa 58 anni di età media. Analizzando il grafico 4 si riscontra però, nel corso del periodo, una dinamica opposta.

In particolare, in uno Stato, la Francia, l'età media aumenta per la prima parte del periodo, mentre nell'altro, la Germania, il valore diminuisce. Nella seconda parte del periodo le due età medie tendono a ricongiungersi al loro valore iniziale: si attestano infatti entrambe nel 2016 a circa 58 anni.

#### 3.2.2.4 Confronto dei tratti demografici fra direttori esecutivi e non esecutivi

Si procede ora con l'analisi dei tratti demografici ponendo l'attenzione sulle differenze esistenti fra componente esecutiva e non esecutiva. Si sottolinea come in questa seconda analisi i dati fanno riferimento alla fine del 2016 e non a tutto il periodo prima analizzato.

*Grafico 5 Presenza di donne in base al ruolo ricoperto*



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

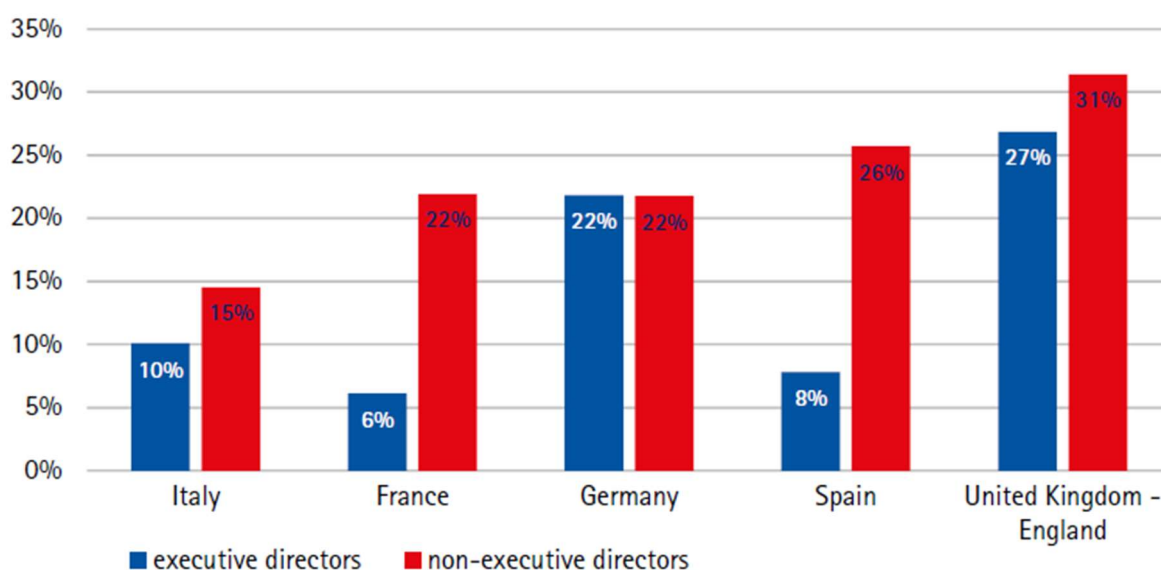
Il grafico 5 raffigura, in un dato percentuale, il ruolo ricoperto delle donne all'interno del Board. Come precedentemente osservato, sia nell'analisi della sola Italia<sup>144</sup> sia nella parte teorica<sup>145</sup>, anche in questo caso la presenza del genere femminile è concentrata sul ruolo di amministratore indipendente.

La differenza maggiore si osserva in Francia dove solo il 3% dei direttori esecutivi è di genere femminile contro il 42% della componente non esecutiva. L'Italia è invece il secondo Paese, subito dopo il Regno Unito, per percentuale di donne con un ruolo esecutivo: il 9%.

Germania e Spagna invece rappresentano le Nazioni con le percentuali minori, indipendentemente dal ruolo ricoperto (ad eccezione della componente esecutiva dove la percentuale più bassa è quella francese).

I risultati che vengono alla luce dal grafico 5 sono infatti in accordo con quelli raffigurati nel grafico 3 dove Germania e Spagna rappresentano, effettivamente, le Nazioni con la percentuale minore di donne che ricoprono una carica amministrativa<sup>146</sup>.

*Grafico 6 Presenza di stranieri in base al ruolo ricoperto*



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Il grafico 6 rappresenta invece l'incidenza dei direttori stranieri in base al ruolo ricoperto. Si evidenzia inizialmente come la Germania abbia una rappresentanza identica: il 22%. In

<sup>144</sup> Vedi paragrafo 3.1.3.

<sup>145</sup> Vedi paragrafo 1.2.2.

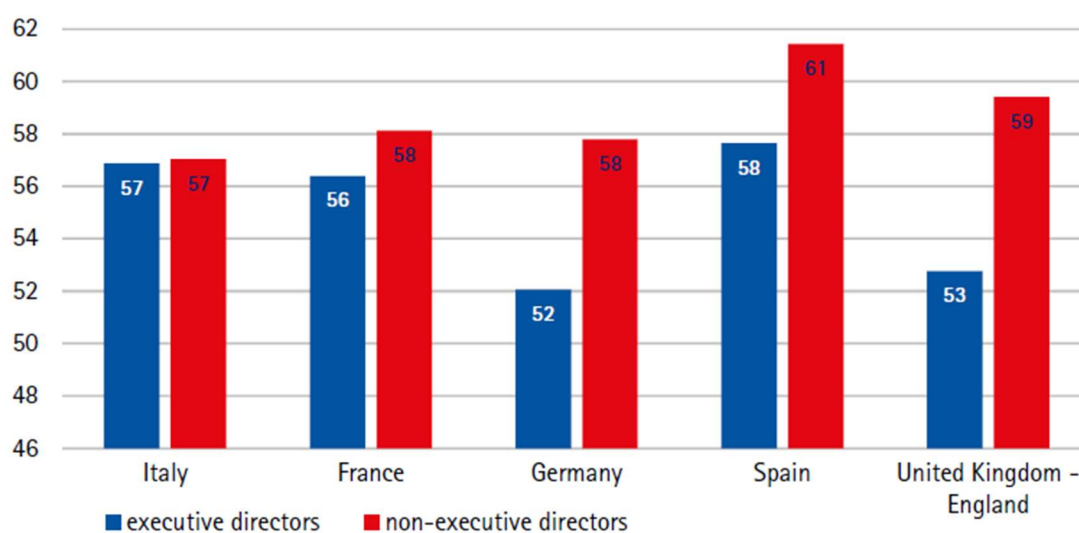
<sup>146</sup> Nazioni dove gli interventi normativi a supporto delle quote rosa sono stati tardivi.

Italia, sebbene si tratti della nazione con meno stranieri all'interno dei Board, si ha una percentuale consistente di non italiani che ricoprono cariche esecutive: uno su dieci.

In accordo con il grafico 6, il Regno Unito è lo Stato con una percentuale maggiore di stranieri in entrambe le posizioni, si evidenzia in aggiunta come sia minima la differenza fra esecutivi e non esecutivi. I dati sono in linea con il grafico 2, relativo alla presenza di stranieri nei Board, in cui il Regno Unito rappresenta lo Stato dove vi è maggiore incidenza di direttori non nazionali.

In linea generale, si conferma il trend di una maggiore presenza di minoranze all'interno dei ruoli non esecutivi rispetto a quelli esecutivi, con l'unica eccezione della Germania.

*Grafico 7 Età media in base al ruolo ricoperto*



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Nel grafico 7 si analizzano, in ultima battuta, gli effetti della scomposizione in base alla carica sull'età media. Si è appreso dal grafico 4 come l'Italia fosse, nel 2016, la Nazione in cui i Board erano composti, mediamente, da amministratori più giovani.

Arrivando però a questo livello di analisi si nota come non vi è differenza, in Italia, fra età media dei direttori esecutivi e non esecutivi. Non si tratta di una composizione ottima, è in realtà il segnale di una probabile scarsa eterogeneità in termini di età all'interno dei Board italiani. Contrariamente, le altre nazioni registrano dei dislivelli fra età media delle due categorie di direttori.

In accordo con il grafico 7, l'Italia risulta essere, dopo la Spagna, la Nazione in cui la componente esecutiva è più anziana: 57 anni. Contrariamente, la Germania è la Nazione

con gli esecutivi più giovani: 52 anni. Per quanto riguarda gli amministratori non esecutivi i più giovani sono appartenenti ai Board italiani: 57 anni contro i 61 della Spagna.

Si conclude evidenziando come un'elevata età media della componente indipendente è un fenomeno comune. Infatti, un amministratore non esecutivo ha un elevato numero di esperienze pregresse in ruoli esecutivi, solo successivamente viene nominato nel ruolo di indipendente.

### 3.2.3 Caratteristiche cognitive

Svolta l'analisi sulla composizione del Board in termini dei principali tratti demografici, si procede con quella riguardante i tratti cognitivi. In questa seconda parte, non verrà presentata l'intera dinamica delle percentuali dei tratti avvenuta nel periodo ma si commenterà solamente la scomposizione fra direttori esecutivi e non alla fine del 2016. Le caratteristiche analizzate sono le seguenti:

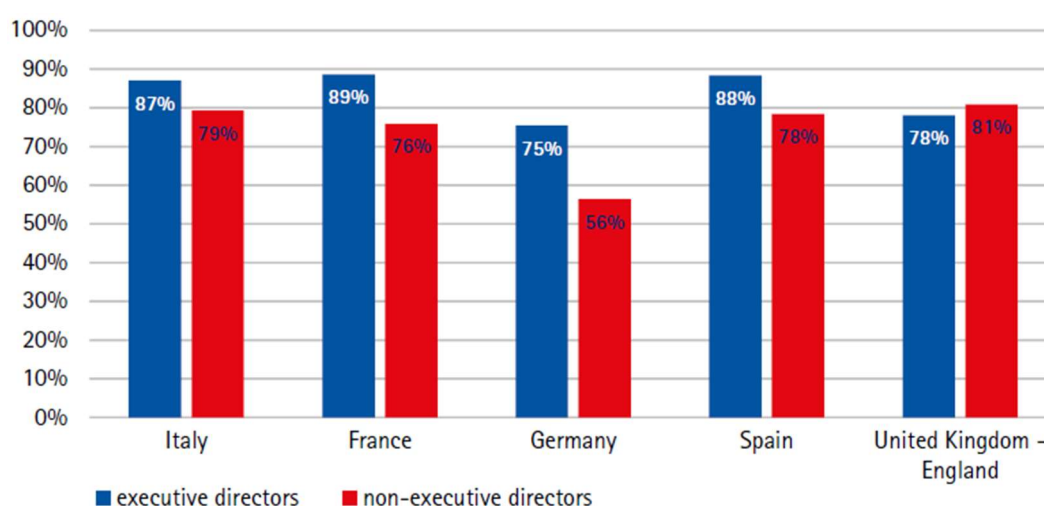
1. Percentuale di direttori laureati;
2. Numero di Board di società quotate di cui i membri hanno fatto parte precedentemente;
3. Anni di esperienza in Board di società quotate;
4. Durata del mandato.

Si anticipa come la discussione che segue non sarà indirizzata all'analisi dell'eterogeneità bensì si commenteranno i valori medi, quindi il livello, di ogni caratteristica. A titolo esemplificativo, il dato a disposizione per il background educativo è relativo al grado di istruzione e non all'eterogeneità della specializzazione.

#### 3.2.3.1 Livello educativo

In prima analisi si analizzato, nel grafico 8, i dati relativi al livello medio di istruzione. Il grado viene valutato in base all'ottenimento o meno di un titolo universitario. Non si distingue, come precedentemente, a seconda della tipologia di titolo ottenuto oppure della specializzazione (laurea triennale o specialistica).

Grafico 8 Livello educativo in base alla percentuale di direttori laureati



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Si individua dal grafico 8 un elevato grado di istruzione generale. Quello che risulta evidente è il basso livello del background accademico degli amministratori non esecutivi tedeschi: solamente il 56% detiene una laurea. Il Regno Unito invece è lo Stato dove si riscontra la percentuale più alta di amministratori non esecutivi laureati.

Si evidenzia che anche per quanto riguarda la componente esecutiva la Germania è rappresentativa dei Board meno istruiti<sup>147</sup>. Al lato opposto, i direttori esecutivi con un livello di istruzione maggiore sono i francesi.

Si osserva un trend comune: i direttori esecutivi hanno un livello educativo superiore rispetto agli amministratori che non lo sono (ad eccezione del Regno Unito). Si sottolinea però come quest'ultimi sopperiscono alla minore istruzione apportando una maggiore esperienza lavorativa (come è evidente dai grafici 9 e 10)

In conclusione, l'elevato livello generale di istruzione degli amministratori individuato dall'analisi del grafico 8 sottolinea come esso sia un fattore percepito come fondamentale da chi si occupa della nomina dei direttori. Di conseguenza, all'interno dei Board sono presenti delle basi cognitive di maggiore qualità che rendono il processo decisionale più efficiente ed efficace (vedi paragrafo 1.3.1).

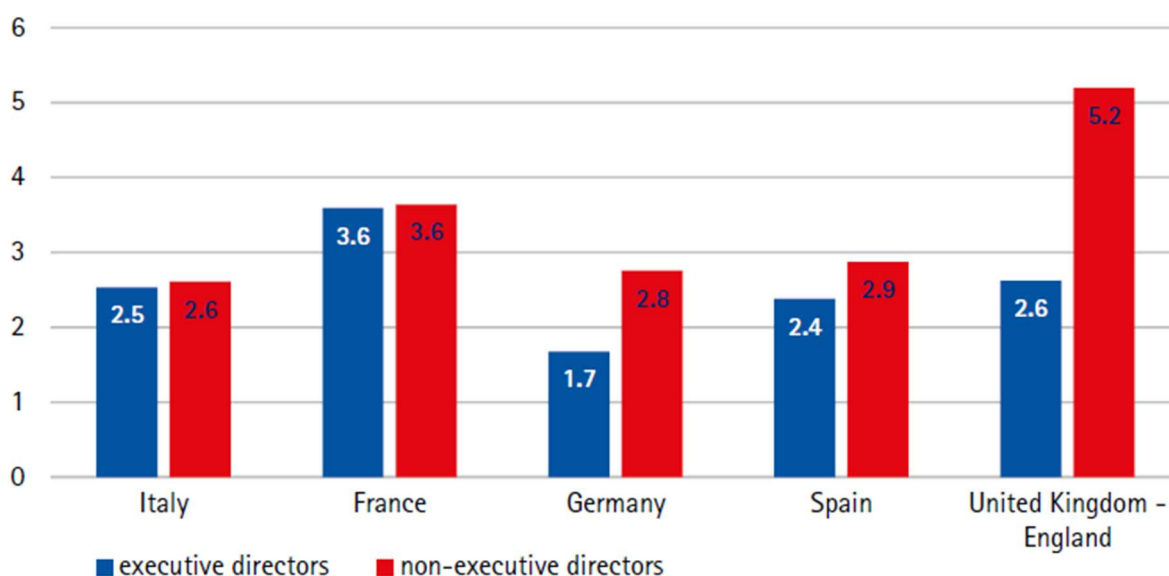
<sup>147</sup> A questo dato bisogna inoltre aggiungere quanto osservato nei grafici 9 e 10 sulla minore esperienza lavorativa dei direttori tedeschi.



### 3.2.3.2 Esperienza lavorativa

L'esperienza lavorativa degli amministratori viene misurata attraverso due parametri: numero di Board di società quotate in cui si ha servito e il relativo ammontare in termini di anni.

*Grafico 9 Livello di esperienza degli amministratori in base al numero di Board di società quotate precedentemente serviti*



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Il grafico 9 evidenzia, anche in questo caso, una dinamica comune: in tutti gli Stati il numero di Board serviti di società quotate è superiore per la componente non esecutiva, ad eccezione della Francia dove i numeri relativi ai due ruoli sono uguali.

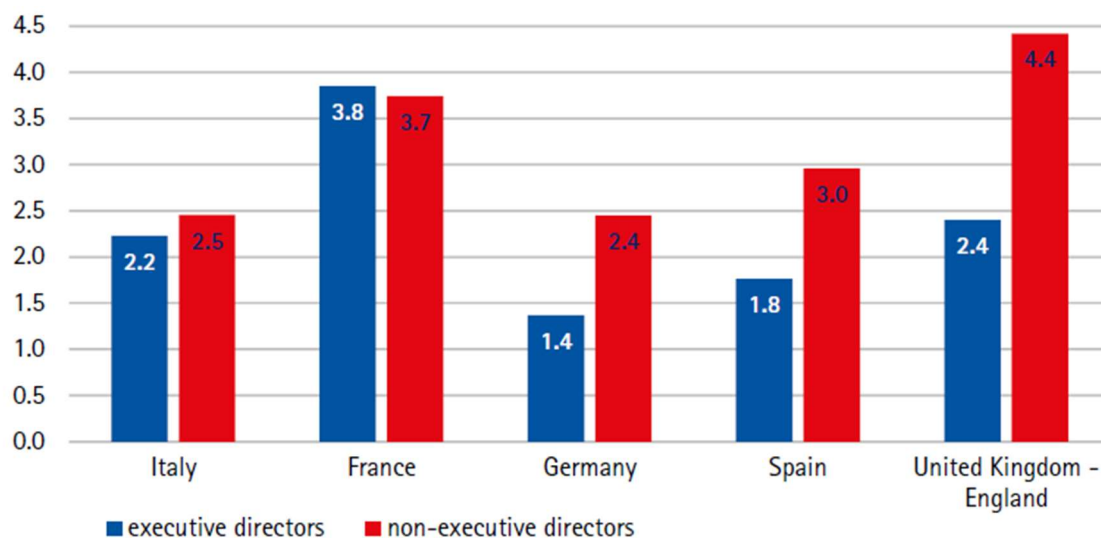
Questo risultato è coerente con quanto prima esposto relativamente al fenomeno in cui, tipicamente, i direttori rivestono il ruolo di indipendente alla fine della propria carriera, dopo aver servito come esecutivi in altre imprese<sup>148</sup>.

Commentando più nello specifico i dati, la media generale di Board serviti dai direttori non esecutivi è 3,4 mentre si attesta a 2,6 per la seconda componente. Il Regno Unito è la Nazione dove sono presenti i direttori non esecutivi con più esperienza: 5,2 Board. Dall'altro lato, gli amministratori della stessa categoria con minore esperienza sono all'interno dei gruppi italiani: 2,6 Board.

<sup>148</sup> Vedi paragrafo 3.2.2.4. Il fenomeno è inoltre confermato dal grafico 10.

Passando alla componente esecutiva, la Germania risulta essere la Nazione in cui i direttori hanno accumulato minore esperienza lavorativa. Gli esecutivi con più esperienza sono invece i membri dei Board francesi.

*Grafico 10 Livello di esperienza degli amministratori in base al numero di anni in cui hanno servito in un Board di società quotate*



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Per quanto riguarda il secondo parametro di valutazione del livello di esperienza lavorativa, si prende in considerazione, nel grafico 10, il numero di anni in cui gli amministratori hanno servito, in media, nel Board di una società quotata.

La componente non esecutiva con maggiore esperienza è appartenente al Regno Unito dove il numero medio di anni si attesta a 4,4. Dato in linea con la maggiore età media dei direttori indipendenti inglesi, 59 anni<sup>149</sup>, e il maggior numero di Board serviti (sempre con riferimento alle società quotate) rispetto agli altri Stati<sup>150</sup>. I non esecutivi con meno esperienza lavorativa sono rappresentati invece dagli amministratori tedeschi.

I tedeschi rappresentano in aggiunta i direttori esecutivi con minore esperienza in termini di anni di servizio in società quotate, dato coerente con quanto rilevato nel grafico 9. Di contro, gli esecutivi con più esperienza appartengono ai Board francesi.

Si sottolinea inoltre come la Francia sia l'unica Nazione in cui l'esperienza dei direttori esecutivi, misurata mediante l'indice in analisi, è superiore rispetto a quella degli amministratori non esecutivi.

<sup>149</sup> Vedi grafico 4.

<sup>150</sup> Vedi grafico 9.

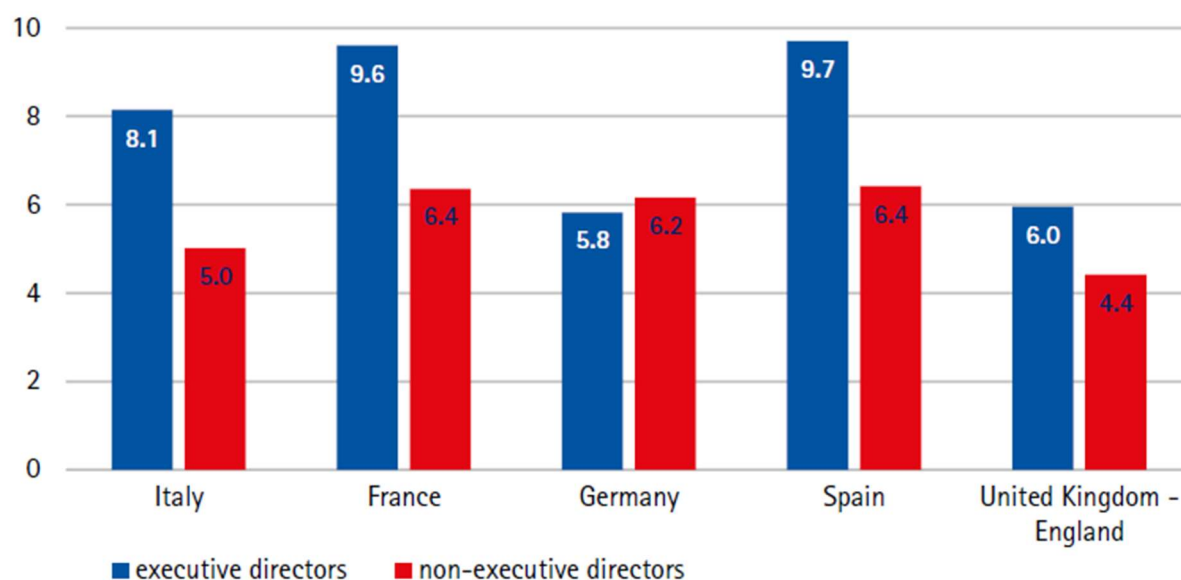
Il dato “anomalo” della Francia è in linea con quanto osservato nel grafico 9 dove la Nazione è l’unica in cui il numero di Board di società quotate serviti dalle due componenti è identico.

In conclusione, si sottolinea come i Board tedeschi siano composti, in media, da amministratori meno istruiti e con meno esperienza rispetto ai concorrenti delle altre Nazioni incluse nel confronto.

### 3.2.3.3 Tenure

In linea generale, come rappresentato nel grafico 11 e prendendo in considerazione tutti gli Stati, la durata media del mandato degli amministratori esecutivi si attesta a 8 anni mentre la tenure media dei membri non esecutivi è pari a 5,6 anni.

Grafico 11 Durata media del mandato in anni



Source: Boardex. Mean values at the end of 2016.

Gli Stati in cui si osserva una tenure media maggiore, indipendentemente dalla tipologia di incarico, sono Francia e Spagna. Nelle due Nazioni infatti la grandezza raggiunge un valore di circa 8 anni.

I due Stati possiedono in aggiunta una simile scomposizione della durata media del mandato in base al ruolo ricoperto. Per quanto riguarda la componente esecutiva è superiore ai nove anni e mezzo mentre per i direttori non esecutivi l’indice è di poco inferiore ai sei anni e mezzo.

In contrasto, lo Stato in cui è presente una tenure complessiva più contenuta è il Regno Unito. Nel particolare, la tenure media dei direttori esecutivi è pari a 6 anni (superiore solo alla Germania dove risulta essere pari a 5,8) e quella dei direttori non esecutivi è di 4,4 anni.

Con riguardo all'Italia, il grafico 11 rappresenta una situazione diversa per entrambe le categorie. Si osserva infatti una media di poco superiore agli otto anni per la lunghezza del mandato dei direttori esecutivi mentre di esattamente cinque per gli amministratori non esecutivi.

In conclusione, dal quadro rappresentato nel grafico, si individua una tendenza comune: il mandato dei direttori indipendenti è inferiore rispetto a quello dei direttori esecutivi, con l'unica eccezione è della Germania.

## **CAPITOLO 4 – ETEROGENEITA' ED ETA' MEDIA DEL BOARD E POLITICHE FINANZIARIE DELL'IMPRESA: UN'ANALISI EMPIRICA**

L'obiettivo del presente capitolo è quello di presentare un'analisi empirica degli effetti dell'età media del Board, e della sua eterogeneità, sulle politiche finanziarie implementate dall'impresa. In questa sede si analizzano le seguenti politiche finanziarie:

1. Investimenti in innovazione;
2. Struttura del capitale.

L'analisi verrà svolta su un campione composto da 143 società quotate nel Mercato Azionario Telematico (MAT) della Borsa Italiana. Il periodo preso in considerazione inizia il 01/01/2011 e termina il 31/12/2018.

Il presente capitolo è organizzato come segue. Nel primo paragrafo verranno sviluppate le ipotesi dell'analisi. Nel secondo verrà dettagliata la metodologia adottata nella costruzione e nella misurazione delle variabili. Nel terzo verranno presentati e discussi i risultati dell'analisi delle correlazioni. Nel quarto paragrafo si discuteranno i risultati dei modelli di regressione. Infine, nell'ultimo paragrafo, si discuterà dell'utilità dei risultati ottenuti in ottica del rinnovo della composizione del Board.

### **4.1 Ipotesi del Modello**

Il fine di questa tesi è quello di individuare gli effetti dell'età degli amministratori sulle politiche finanziarie, le ipotesi del modello vengono per questo motivo scomposte in due blocchi principali:

1. Effetti dell'età e della sua eterogeneità sulle politiche finanziarie;
2. Effetti delle altre caratteristiche del Board sulle politiche finanziarie.

#### **4.1.1 Effetti dell'età e della sua eterogeneità sulle politiche finanziarie**

Bantel & Jackson (1989) associano l'età media del Board alle risorse cognitive disponibili all'interno del processo decisionale. Gli autori ipotizzano che al diminuire dell'età aumenti la qualità delle suddette risorse<sup>151</sup>.

---

<sup>151</sup> Si veda paragrafo 1.2.4.

Viene inoltre argomentato in letteratura come i giovani siano più flessibili mentalmente (Beaver & Hutchings, 2005) e più propensi al rischio (Vroom & Pahl, 1971). Associando queste due caratteristiche con quanto individuato da Taylor (1975) sulla volontà di sicurezza, economica e lavorativa, degli amministratori più anziani, si ipotizza che al diminuire dell'età media del Board aumentino gli investimenti in ricerca e sviluppo. Investimenti che, per loro natura, sono considerati rischiosi.

*H1: Al diminuire dell'età media del Board aumentano gli investimenti in ricerca e sviluppo.*

Anche la presenza di manager anziani ha effetti benefici sul processo decisionale. Essi apportano due elementi fondamentali per il successo dell'impresa: l'esperienza e il Capitale Sociale<sup>152</sup>.

Attraverso l'esperienza, gli amministratori anziani apportano una consapevolezza superiore delle dinamiche del mercato e sono più affidabili. Il loro Capitale Sociale migliore, sia in termini qualitativi che quantitativi, aumenta la probabilità di sopravvivenza dell'impresa nel mercato (Güner et Al., 2008).

L'eterogeneità in termini di età degli amministratori consente di apportare all'interno del processo decisionale un insieme di valori, esperienze, attitudini e basi cognitive capace di incrementare la creatività delle soluzioni proposte (Cox & Blake, 1991). Questo avviene grazie alla sinergia che potrebbe sorgere fra le abilità specifiche di ogni livello di età.

*H2 All'aumentare dell'eterogeneità in termini di età aumentano le politiche innovative.*

Attraverso queste ipotesi si vuole testare, per le società quotate italiane, quanto individuato precedentemente da Bantel & Jackson (1989) e Wiersema e Bantel (1992)<sup>153</sup> sugli effetti delle due dimensioni dell'età sull'innovazione dell'impresa<sup>154</sup>.

Con riferimento alla struttura del capitale si pone attenzione al Capitale Sociale degli amministratori. Siccome esso rappresenta i legami con l'interno e l'esterno dell'impresa,

---

<sup>152</sup> Vedi paragrafi 1.2.4 e 2.2.2.

<sup>153</sup> Gli autori non analizzano direttamente le politiche di innovazione ma il cambio strategico. Si ipotizza in questa sede che il cambio strategico sia effettivamente una "innovazione" per l'impresa.

<sup>154</sup> Si veda paragrafo 2.4.1.3.

si ipotizza che gli amministratori capaci di apportare un Capitale Sociale migliore agevolino l'accesso al credito.

In accordo con Peterson e Spiker (2005) questa categoria di direttori è rappresentata dai manager più anziani. Infine, come precedentemente affermato, questi direttori sono considerati più affidabili e avversi al rischio. Sono quindi rappresentativi di una controparte sicura a cui concedere un prestito.

*H3 All'aumentare dell'età media e della sua eterogeneità aumenta l'indebitamento.*

#### 4.1.2 Effetti delle altre caratteristiche dei componenti del Board sulle politiche finanziarie

Nella trattazione del capitolo 1 si è compreso come non solo l'età media del Board, e la sua eterogeneità, potrebbero impattare sulle politiche implementate dall'impresa. Infatti, anche altri tratti dei componenti del team potrebbero avere degli effetti sulle decisioni da loro adottate. Si sono prese in considerazione, oltre all'età, le seguenti caratteristiche: genere, nazionalità<sup>155</sup> e tenure.

##### *Minoranze di genere e di nazionalità*

Si è affermato come gli amministratori di genere femminile e/o appartenenti a una minoranza nazionale facciano parte di una categoria sociale differente rispetto a quella degli amministratori classici<sup>156</sup>.

L'eterogeneità dei valori, delle culture e delle basi cognitive permetterebbe di apportare all'interno del processo decisionale dei punti di vista differenti rispetto a quelli tipici. Le soluzioni proposte e adottate potrebbero essere di conseguenza più innovative (e.g. Carter et Al., 2003).

Si ipotizza che gli effetti benefeci della diversità in termini di genere e di nazionalità siano maggiori delle problematiche di comunicazione e coordinazione che potrebbero sorgere fra soggetti eterogenei.

*H4 La presenza di amministratori di genere femminile aumenta l'innovazione della società.*

---

<sup>155</sup> Nell'analisi empirica proposta in questo capitolo si prenderà in considerazione l'eterogeneità in termini nazionali e non etnici.

<sup>156</sup> Vedi paragrafo 1.2.3.

*H5 La presenza di amministratori appartenenti a una minoranza nazionale aumenta l'innovazione della società.*

Con riferimento alla struttura del capitale della società si pone l'attenzione ancora una volta al Capitale Sociale degli amministratori. In accordo con Hillman et Al. (2002) si ipotizza che le minoranze di genere e di nazionalità abbiano un range di legami più consistente rispetto agli amministratori tradizionali.

Si ipotizza, inoltre, che la presenza di questa categoria di direttori aiuti a migliorare la reputazione della società (e.g. Backhaus et Al., 2002; Chemmanur et Al., 2009; Ferrier, 1997; Miller & Triana, 2009).

La conseguenza della combinazione di questi due fattori (miglior Capitale Sociale e reputazione) potrebbe garantire alla società un più semplice accesso al capitale di debito.

*H6 La presenza di amministratori appartenenti a una minoranza nazionale aumenta il livello di indebitamento.*

*H7 La presenza di amministratori di genere femminile aumenta l'indebitamento.*

Come è evidente dalle due ipotesi appena formulate si presuppone che, per quanto riguarda le imprese quotate nel MAT, gli effetti benefici dovuti a un miglior Capitale Sociale prevalgano sulla discriminazione delle minoranze di genere e di nazionalità. Le motivazioni sono principalmente due.

In primo luogo, in questa analisi si prende in considerazione l'eterogeneità in termini di nazionalità e non di etnia. Le due dimensioni non sempre coincidono. Seguendo la classificazione di Cox et Al. (1991) un italiano e un francese, anche se di differente nazionalità, appartengono alla stessa etnia. I comportamenti di carattere discriminatorio potrebbero non verificarsi.

In secondo luogo, vi sono alcune evidenze empiriche che la discriminazione delle donne nel mercato emerga qualora l'impresa sia "*female-managed*" (e.g. Muravyev et Al., 2009). Nel caso in analisi, le amministratrici siedono in un Board costituito in maggioranza da membri di genere maschile. Si ipotizza per questo motivo che la discriminazione da parte del mercato del credito incida in misura minore rispetto agli effetti benefici di un Capitale Sociale di gruppo migliore.



### *Media ed eterogeneità della Tenure*

Per quanto riguarda invece la tenure, unico tratto non osservabile preso in considerazione, si ipotizza, come precedentemente osservato in letteratura, che più il mandato è lungo più l'amministratore è legato allo *status quo* (e.g. Finkelstein & Hambrick 1990; Hambrick & Mason, 1984).

Contrariamente, i manager che ricoprono il loro incarico da un periodo di tempo più breve sono incentivati a proporre nuove metodologie di condurre il Business. Questo non ha come diretta conseguenza il solo aumento dell'innovazione della società. Si può cambiare la modalità di condurre un'impresa senza obbligatoriamente innovare. Data questa loro propensione al cambiamento si ipotizza però in questa sede una relazione inversa fra tenure e innovazione.

*H8 All'aumentare della Tenure media del Board diminuisce l'innovazione dell'impresa.*

Se da un lato gli amministratori con una durata del mandato breve sono più incentivati ad approvare politiche innovative, i manager "storici" conoscono alla perfezione le dinamiche idiosincratice dell'impresa, rappresentano la cosiddetta "riserva di informazioni" (Bonini et Al., 2017).

L'insieme di questi due fattori garantirebbe l'implementazione di politiche innovative (effetto manager con tenure breve) adatte alla struttura e alla storia dell'impresa (effetto manager con tenure lunga).

*H9 All'aumentare dell'eterogeneità della tenure aumentano le politiche di innovazione.*

Con riferimento all'indebitamento si ipotizza invece che gli amministratori con un mandato lungo abbiano nella loro carriera allacciato dei rapporti stabili con i finanziatori dell'impresa.

Ad esempio, se in quindici anni di incarico la società ha intrattenuto dei rapporti con lo stesso istituto bancario, si sarà probabilmente instaurato un legame di fiducia banca-impresa che garantirebbe un più semplice accesso al credito.

Viene costruita in questo modo una reputazione, sia dell'amministratore che della società, fondamentale nei legami con l'ambiente esterno dell'impresa. Anche per questo motivo i manager con un mandato lungo tendono a evitare politiche rischiose (Finkelstein & Hambrick, 1990).

In conclusione, gli effetti dell'omogeneità della durata del mandato possono essere osservati, come affermato da Wiersema & Bantel (1992), sull'isolamento della società dall'ambiente esterno<sup>157</sup>. Quindi, seguendo questa impostazione, all'aumentare dell'eterogeneità aumentano i legami con l'esterno dell'impresa. Viene facilitato di conseguenza l'accesso al credito.

*H10 All'aumentare della tenure media del Board e della sua eterogeneità aumenta l'indebitamento della società.*

## **4.2 Metodologia di analisi**

L'analisi degli effetti della composizione del Board, in termini di tratti demografici e cognitivi, sulle politiche finanziarie è stata svolta su un campione di 143 società quotate italiane.

Le variabili necessarie per la ricerca possono essere divise in due categorie:

1. Qualitative: relative alle caratteristiche del Board;
2. Quantitative: relative ai dati finanziari delle società.

Per la costruzione delle osservazioni qualitative si sono utilizzate delle informazioni fornite direttamente dalla Consob. I dati finanziari sono stati estratti dalla banca dati AIDA<sup>158</sup>.

I due set di osservazioni sono stati costruiti separatamente e successivamente uniti per creare un unico panel-data utile per la ricerca empirica. Si procede ora con la descrizione della metodologia adottata per calcolare le variabili, sia qualitative che quantitative.

### **4.2.1 Caratteristiche del Board**

Per la creazione delle variabili rappresentative delle caratteristiche del Board si sono utilizzati, come precedentemente affermato, dati forniti direttamente dalla Consob. La Dottoressa A. Ciavarella ha fornito a chi scrive i dati relativi alla composizione dei Board delle società quotate nel MAT dal 2011 al 2018.

---

<sup>157</sup> Vedi paragrafo 1.3.3.

<sup>158</sup> Si tratta di una banca dati edita da Bureau Van Dijk. Acronimo di: Analisi Informatizzata Delle Aziende di capitale italiane.

Le società quotate al 31/12/2018 ammontavano a 231. Si è resa necessaria una selezione delle imprese da includere nell'analisi. Sono state eliminate dal campione le imprese con le seguenti caratteristiche:

1. Operanti nel settore finanziario<sup>159</sup>;
2. Quotate successivamente al 2011.

L'esclusione delle società operanti nel settore finanziario si è resa necessaria in quanto si sono ipotizzati degli effetti della composizione del Board sull'indebitamento. Gli indici di indebitamento di queste società (ad esempio, delle banche) sono non significativi.

In seguito a questo procedimento di selezione sono state eliminate dal campione 88 società, così suddivise: 48 operanti nel settore finanziario e 40 quotate successivamente al 2011. In conclusione, le imprese incluse ammontano a 143.

#### *Caratteristiche Osservabili degli amministratori*

I dati forniti dalla Consob sono così strutturati: Ragione sociale della Società, Codice Fiscale del Soggetto<sup>160</sup>, Nome Soggetto e infine Cognome Soggetto. Grazie al Codice Fiscale (CF) è stato possibile estrarre tutto il necessario per individuare i tratti demografici degli amministratori. Infatti, la struttura del CF è la seguente:

BCD FGL 01 H 23 M456 N

Nell'ordine di cui sopra i caratteri corrispondono:

1. Tre alfabetici al cognome;
2. Tre alfabetici al nome;
3. Due numerici all'anno di nascita;
4. Uno alfabetico al mese di nascita;
5. Due numerici al giorno di nascita e al genere;
6. Quattro alfanumerici al comune italiano o allo Stato estero di nascita;
7. Un carattere di controllo derivante da un algoritmo il cui risultato dipende dai caratteri precedenti.

---

<sup>159</sup> Si intende tutte quelle società che operano nel settore bancario, assicurativo e dei servizi finanziari. Sono quindi state escluse tutte le imprese classificate nella "Industry" FTSE Italia Finanza la cui lista è consultabile sul sito di Borsa Italiana al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori/lista.html?indexCode=IT8000&lang=it>.

<sup>160</sup> Con soggetto si fa riferimento all'amministratore.

Andare ad analizzare la struttura dal CF non è ovviamente oggetto di questa Tesi. Alcune informazioni fondamentali sui tratti demografici degli amministratori possono però essere estratte da questa sequenza di caratteri alfanumerici. Si fa riferimento in particolare alle componenti che rappresentano l'anno di nascita, il genere e la nazionalità.

Attraverso l'ausilio di un foglio Excel, e tramite l'implementazione di alcune funzioni, è stato possibile costruire le osservazioni delle caratteristiche demografiche per ogni amministratore. I tratti demografici sono stati così calcolati:

1. Et : Anno<sup>161</sup> – caratteri numerici estratti<sup>162</sup> – 1900<sup>163</sup>;
2. Genere: per individuare il genere si sono estratti i caratteri numerici relativi al giorno di nascita. Infatti, per le donne al giorno di nascita viene sommato il numero 40. Va da s  che qualora questa componente fosse minore o uguale a 31, l'amministratore   di sesso maschile. Nel caso di disuguaglianza opposta il soggetto   di genere femminile;
3. Nazionalit : per quanto riguarda la nazionalit  si   estratta la prima lettera dalla combinazione dei quattro caratteri alfanumerici relativi al luogo di nascita. Infatti, qualora la suddetta combinazione cominciasse con la lettera "Z" significherebbe che il soggetto   nato in uno Stato estero.

Questo procedimento   stato adottato per quei soggetti di cui si aveva a disposizione il CF. Per la restante minima parte si   proceduto con una ricerca manuale delle informazioni necessarie. Si sono consultate anche dati come: ORBIS<sup>164</sup> e AIDA. Qualora i dati non fossero disponibili all'interno di queste banche dati, si sono analizzate le relazioni finanziarie e sulla governance annuali delle societ  in questione.

Grazie a questo procedimento si hanno a disposizione le osservazioni delle caratteristiche demografiche di tutti gli amministratori, e per tutti gli anni, delle societ  incluse nel set. Si tratta di un numero di osservazioni annue, per ogni tratto, che varia tra le 1300 e le 1400.

---

<sup>161</sup> Si fa riferimento all'anno in cui l'et  viene osservata. A titolo esemplificativo questo valore corrisponde a 2011 nell'anno 2011 e a 2012 nell'anno 2012.

<sup>162</sup> Si intende la componente del CF relativa all'anno di nascita.

<sup>163</sup>   necessaria la sottrazione del valore 1900 in quanto nel CF sono presenti solamente le ultime due cifre dell'anno di nascita.

<sup>164</sup> ORBIS  , come AIDA, una banca dati edita da Bureau Van Dijk. La differenza fra le due   che la seconda   specializzata nelle informazioni delle imprese italiane, la prima contiene invece osservazioni per circa 365 milioni di imprese in tutto il mondo. (Fonte: <https://www.bvdinfo.com/it-it/>)

### *Caratteristiche non osservabili degli Amministratori*

Come precedentemente illustrato è stato possibile individuare tutti i tratti demografici degli amministratori di cui si è discusso nel primo capitolo. Per quanto riguarda le caratteristiche cognitive si osserva esclusivamente la tenure.

Per calcolare la durata del mandato si è ricercato l'anno di nomina dell'amministratore all'interno delle visure storiche delle società disponibili nell'archivio del Registro delle Imprese. L'unico limite di questi dati è che l'anno esatto di nomina è disponibile solamente se successivo al 01/01/1996. Se la prima nomina fosse antecedente alla data appena indicata, nella visura storica è possibile individuare solamente l'iscrizione della conferma dell'incarico avvenuta successivamente al 01/01/1996<sup>165</sup>.

Grazie all'utilizzo di una formula di confronto è stato possibile calcolare prima l'anno di nomina degli amministratori in tutti gli anni inclusi nell'analisi e successivamente la durata del mandato<sup>166</sup>. La formula matematica per il calcolo della tenure applicata è la seguente:

$$\text{Anno}^{167} - \text{anno nomina} + 1^{168}$$

### *Indici relativi all'età e alla tenure*

In aggiunta alle osservazioni dell'età e della durata del mandato "normali", misurate cioè attraverso il numero assoluto di anni, si sono create due variabili in cui le dimensioni appena citate vengono trasformate.

Si è resa necessaria la trasformazione dell'età e della tenure degli amministratori in un indice che assume dei valori che variano da 1 a 5 per due motivazioni:

1. Calcolare l'indice di Blau;

---

<sup>165</sup> La distinzione fra chi è stato nominato nel 1996 e chi precedentemente è semplice. Per i primi si legge la dicitura "inserimento nuovo nominativo" mentre per i secondi la dicitura è la seguente: "modifica/conferma nominativo".

<sup>166</sup> Solo relativamente agli amministratori in carica nel 2011 è stata necessaria la ricerca della data di nomina all'interno delle visure storiche. Per gli anni successivi la durata del mandato è conseguenza di quanto osservato nel 2011. Se fosse presente lo stesso nominativo associato alla medesima società, allora la tenure registrerebbe un + 1, viceversa sarebbe il primo anno in cui il soggetto ricopre il ruolo di amministratore in quella specifica impresa.

<sup>167</sup> Vedi nota 161.

<sup>168</sup> Si è deciso di sommare il valore "1" alla durata del mandato perché si ipotizza che le nomine siano avvenute tutte il 01/01/n. Di conseguenza al 31/12/n il tempo trascorso può essere approssimato a un anno. Inoltre, nel caso non si fosse sommato il valore 1, tutti gli amministratori nominati nell'anno n al 31/12/n avrebbero avuto una tenure pari a 0.

2. Ovviare al problema della non disponibilità dell'esatto anno di nomina dei manager se precedente al 1996.

Per quanto riguarda la seconda motivazione, la trasformazione è utile per scindere chi effettivamente ha una durata del mandato lunga rispetto al resto degli amministratori. Questo è possibile costruendo l'indice in modo che all'interno della categoria contrassegnata dal numero 5 rientrino solamente gli amministratori nominati precedentemente del 1996.

In accordo con quanto asserito sopra, e indicando con la lettera  $j$  la durata del mandato, l'indice assume i seguenti valori:

- a) 1 se  $j \leq 3$ ;
- b) 2 se  $3 < j \leq 6$ ;
- c) 3 se  $6 < j \leq 9$ ;
- d) 4 se  $9 < j \leq 15$ ;
- e) 5 se  $j > 15$ .

Ad esempio, prendendo in considerazione la durata dell'incarico nel 2011, chi è stato nominato prima del 1996 (o in quell'anno) avrà un valore  $j$  sicuramente maggiore di 15<sup>169</sup>. Ovviamente, il *threshold* di 15 è costante per tutto il periodo di analisi. Infatti, per coerenza, se si considera nel 2011 un mandato lungo quando superiore ai 15 anni bisogna utilizzare lo stesso parametro in tutti i periodi successivi.

Per quanto riguarda l'età si è seguita la classificazione proposta da Ararat et Al. (2010). Di conseguenza la variabile assume i seguenti valori (con  $s$  si intende l'età dell'amministratore):

- a) 1 se  $s \leq 35$ ;
- b) 2 se  $35 < s \leq 45$ ;
- c) 3 se  $45 < s \leq 55$ ;
- d) 4 se  $55 < s \leq 65$ ;
- e) 5 se  $s > 65$ .

---

<sup>169</sup>  $j = 2011 - 1996 + 1 = 16$ .

### *Esempio a supporto della trasformazione delle variabili per il calcolo dell'indice di Blau*

La necessità di trasformare le due variabili “normali” in indici che variano da 1 a 5 è conseguenza dalla metodologia di calcolo dell'indice di Blau. Verrà di seguito presentato un esempio pratico per comprendere gli effetti della trasformazione delle variabili sul calcolo dell'indice.

Si immaginino due Board di due società diverse. Entrambi sono composti da cinque amministratori. L'età osservata per ogni componente del Board della prima impresa è la seguente: 56, 57, 58, 59, 60. L'età osservata invece per ogni componente del secondo gruppo è la seguente: 28, 38, 48, 58, 68.

Calcolando l'indice di Blau con la formula:

$$Diversità = 1 - \sum_{i=1}^K p_i^2$$

entrambe le società risulterebbero ugualmente eterogenee. Infatti, “*K*” rappresenta il numero di valori che la variabile può assumere e “*p<sub>i</sub>*” rappresenta la percentuale di componenti appartenenti alla *iesima* categoria.

In entrambi i casi “*K*” è uguale a 5 e *p<sub>i</sub>*, per ogni “*i*”, è uguale a 1/5. Infatti, ogni anno corrisponderebbe a una categoria e, anche nel caso di un solo anno di differenza, l'indice calcolato seguendo questa impostazione darebbe come risultato un valore corrispondente a un gruppo totalmente eterogeneo.

Anche se è palese che il secondo Board sia più diverso del primo, la formula fornisce un risultato identico per entrambi i gruppi: 0,80 (il valore massimo che potrebbe assumere<sup>170</sup>). Dato che procedendo così il valore non sarebbe rappresentativo della realtà, ecco la necessità di creare una variabile alternativa per indicare l'età degli amministratori<sup>171</sup>.

Sostituendo quindi l'età dei componenti del Board con la classificazione prima proposta, l'età osservata per i membri del primo team sarebbe la seguente: 4, 4, 4, 4, 4. L'età osservata per i componenti appartenenti al secondo gruppo sarebbe invece la seguente: 1,

---

<sup>170</sup> Infatti, il valore massimo che l'indice di Blau può assumere è il seguente:  $\frac{K-1}{K}$ . In questo specifico caso è esattamente pari a 0,80.

<sup>171</sup> Lo stesso ragionamento è applicabile per la tenure.

2, 3, 4, 5. Calcolando l'indice di Blau seguendo la classificazione alternativa, i risultati sono più significativi: l'indice è pari a 0 nel primo caso mentre assume il suo valore massimo nel secondo<sup>172</sup>.

#### *Costruzione dei dati sintetici per ogni società*

Una volta costruite le osservazioni per ogni amministratore e per tutti gli anni di analisi, seguendo la metodologia prima discussa, si sono calcolati degli indicatori sintetici rappresentativi delle caratteristiche complessive di ogni Board.

In altre parole, se precedentemente si sono individuati i tratti degli amministratori, ora si vogliono costruire delle variabili in grado di rappresentare l'incidenza di ogni singola caratteristica nei Board delle società incluse nel set.

Si procede con la presentazione di quanto calcolato. Si anticipa che, prendendo spunto dalla letteratura<sup>173</sup>, non si è individuata un'unica metodologia di rappresentazione dello stesso fenomeno. Verranno discusse misurazioni anche una alternativa all'altra.

#### *Genere*

Per quanto riguarda l'incidenza del genere femminile all'interno del Board sono state individuate quattro metodologie alternative di rappresentazione. Si è infatti discusso nel paragrafo 2.5.3 che il fenomeno può essere rappresentato attraverso il calcolo: del numero assoluto delle donne all'interno del Board, della loro percentuale, dell'indice di Blau e infine attraverso una variabile Dummy.

Per le prime due variabili la misurazione è semplice. La prima consiste nel numero assoluto di amministratori di genere femminile. Nella seconda viene rapportato alla grandezza del Board il valore prima calcolato.

Le altre due metodologie di misurazione sono invece più complesse e sono necessarie delle precisazioni. Per quanto riguarda l'indice di Blau, in questo specifico caso, le categorie sono due<sup>174</sup>: Donne e Uomini. Ogni  $p_i$  non è altro che la percentuale di quel

---

<sup>172</sup> Indicando il primo Board come "A" e il secondo come "B" i calcoli sarebbero i seguenti:

a)  $Blau(A) = 1 - 1^2 = 0$  (tutti appartengono alla stessa categoria "i" e quindi  $p_i=1$  (5/5)).

b)  $Blau(B) = 1 - (0,2^2 + 0,2^2 + 0,2^2 + 0,2^2 + 0,2^2) = 0,80$  (tutti appartengono a una categoria "i" diversa e quindi  $p_i=1/5=0,2$  per ogni "i").

<sup>173</sup> Vedi paragrafo 2.5.3.1.

<sup>174</sup> Per intendersi,  $K=2$ .



genere sul totale amministratori. Essendo le categorie due, l'indice può variare da un minimo di 0 a un massimo di 0,5<sup>175</sup>.

Si propone, a titolo esemplificativo, il calcolo dell'indice di Blau relativo alla diversità in termini di genere per la AS Roma Spa nel 2011. Su un totale di 13 componenti vi era solo una amministratrice. Di conseguenza  $p_F=1/13= 0,0769$  e  $p_M=12/13=0,9231$ . L'indice Blau\_Genere per l'AS Roma Spa nel 2011 è pari a:  $1-(0,0769^2 + 0,9231^2)= 0,14197$ .

Per il calcolo della variabile Dummy si è adottata una tecnica simile a quella proposta da Ciavarella (2017). L'obiettivo è quello di separare, per ogni anno, le imprese in cui la presenza di amministratori di genere femminile è effettivamente maggiore rispetto alle altre società.

Una volta calcolata la percentuale media della presenza di donne nei Board annua, si è costruita una variabile Dummy che assume valore pari a 1 quando la percentuale di donne nella società "s" è maggiore o uguale alla media di tutte le società, 0 altrimenti<sup>176</sup>.

Si riporta un esempio pratico per meglio comprendere la dinamica intrinseca nel calcolo della suddetta variabile Dummy. Prendendo sempre in considerazione la AS Roma Spa, la percentuale di donne nel Board nel 2011 era pari al 7,69%. La media annua di donne presenti nei Board nel 2011, considerando quindi tutte le società, era pari all'8,37%. La variabile Dummy in questo caso assume un valore pari a 0 ( $7,69\% < 8,37\%$ ).

### *Nazionalità*

In relazione alla metodologia di calcolo dell'incidenza degli amministratori stranieri sulla composizione del Board si rimanda a quanto appena discusso per il genere femminile. Sono state calcolate infatti le stesse variabili adottando la medesima metodologia.

### *Età e Tenure*

Si analizzano congiuntamente le modalità di calcolo delle variabili relative alla tenure e all'età in quanto sono indifferenti. Per entrambe le dimensioni sono stati calcolati due fattori: il livello medio e l'eterogeneità.

---

<sup>175</sup> Applicando la formula in nota 170: valore massimo =  $\frac{2-1}{2} = 0,5$

<sup>176</sup> Si è preferito utilizzare la media annua e non quella complessiva per tenere in considerazione gli effetti della legge 120/2011 sulle "quote rosa". L'applicazione di questa legge, come si può osservare nel grafico 3, ha spinto la percentuale di amministratrici verso cifre consistenti. Se si fosse considerata la media totale essa avrebbe risentito dell'influenza della normativa: la variabile Dummy avrebbe assunto un valore pari a 0 per i primi anni e un valore pari a 1 negli ultimi.

Per quanto riguarda il primo fattore, il livello medio, si è semplicemente calcolata la media, sia dell'età che della tenure, delle osservazioni disponibili dei componenti del Board. Si è calcolato anche il valore medio della trasformazione delle due variabili negli indici che assumono valori da 1 a 5.

Si è costruita una variabile Dummy, con la logica prima discussa, anche per l'età e la tenure. Quindi, a titolo esemplificativo, la variabile assume valore 1 quando l'età media dei componenti del gruppo nell'anno  $n$  è maggiore o uguale rispetto all'età media di tutti i Board in quello specifico anno.

Per misurare l'eterogeneità si propongono anche in questo caso due metodologie alternative: la deviazione standard e l'indice di Blau. Un esempio di calcolo dell'indice di Blau per queste caratteristiche è già stato proposto nelle pagine precedenti, ci si sofferma quindi a commentare l'utilizzo della deviazione standard.

Le variabili in questione, essendo numeriche, e non qualitative come il genere e la nazionalità, si prestano al calcolo dello scarto quadratico medio. Questo valore infatti non è altro che un indice rappresentativo della dispersione delle osservazioni dal loro valore medio. Rappresenta quindi un indicatore ottimo dell'eterogeneità. Infatti, l'aumento di questo valore indica una maggiore dispersione e quindi maggiore diversità. Viceversa quando lo scarto quadratico medio diminuisce.

#### *Indice di Blau complessivo*

Fino a questo momento si sono espone le metodologie di calcolo dell'incidenza delle singole caratteristiche sulla composizione del Board. Come discusso nel paragrafo 2.5.3.2 è possibile calcolare anche un indice sintetico in cui siano rappresentate tutte le diversità fin qui analizzate.

Anche in questo caso viene utilizzato l'indice di Blau. La tecnica proposta è la stessa di Ararat et Al. (2010): una volta calcolato l'indice di diversità per ogni singola caratteristica, si standardizzano i risultati per il valore massimo che potrebbero assumere<sup>177</sup> e successivamente vengono sommati tutti i valori standardizzati.

Si propone un esempio numerico per meglio comprendere la metodologia di calcolo. Si prenda in considerazione, per esempio, la Basic Net Spa. Nel 2011 gli indici di Blau

---

<sup>177</sup> Vedi nota 170.

relativi alle 4 caratteristiche erano i seguenti: Donne\_Blau= 0,3456, Stranieri\_Blau=0,3456, Eta\_Blau=0,3704 e infine Tenure\_Blau=0,6667.

Per standardizzare questi indici bisogna dividere i primi due per 0,50 mentre i secondi due per 0,80. Una volta standardizzati, gli indici assumono i seguenti valori: Donne\_Blau\_St= 0,6914, Stranieri\_Blau\_St=0,6914, Eta\_Blau\_St=0,4630 e infine Tenure\_Blau\_St=0,8333.

L'ultimo passaggio per calcolare l'indice totale è quello di sommare tutti i valori standardizzati: l'indice risulta essere quindi pari a 2,6791. Si sottolinea, come evidente, che l'indice così costruito non ha un range di valori che spazia da 0 a 1. In linea generale, più è alto più il gruppo è diversificato.

Il valore massimo che può assumere varia infatti a seconda del contesto e delle variabili prese in considerazione. Nel caso in analisi, l'indice assume il valore massimo quando vi è perfetta eterogeneità in tutti i tratti considerati: a rigor di logica quindi il valore massimo che si può osservare è 4<sup>178</sup>.

Avendo il presente elaborato l'obiettivo di porre particolare attenzione agli effetti dell'età sulle politiche e le performance finanziarie si è optato per la costruzione di una versione alternativa dell'indice di Blau complessivo.

La logica è la stessa utilizzata da Bonini et Al. (2017). Gli autori, per analizzare gli effetti degli amministratori con un mandato molto lungo sulle performance dell'impresa, hanno calcolato sia la tenure media dell'intero gruppo sia la durata del mandato media del Board escludendo l'amministratore LT. Svolgendo poi le regressioni, gli autori riscontrano che è esattamente la tenure del direttore LT che fa assumere significatività alla relazione esistente fra durata del mandato media complessiva del gruppo e le performance dell'impresa (misurate mediante il Tobin's Q)<sup>179</sup>.

Attraverso un procedimento analogo si ha intenzione di verificare gli impatti dell'eterogeneità in termini di età sulla significatività dell'indice di diversità complessivo. È stato calcolato quindi un indice di Blau sintetico escludendo l'età. Il suo range varia quindi da un minimo di 0 a un massimo di 3.

---

<sup>178</sup> Nei gruppi completamente eterogenei gli indici di Blau relativi al genere e alla nazionalità sono pari a 0,50, quelli relativi all'età e alla tenure sono uguali a 0,80. La standardizzazione di questi indici fornisce per tutti lo stesso risultato: 1. Sommando quattro volte 1 il risultato è ovviamente pari a 4.

<sup>179</sup> Si veda paragrafo 2.4.2.3.

### *Grandezza del Board*

L'ultima variabile calcolata, relativamente alle caratteristiche del Board, è la sua grandezza. Si tratta di una variabile che verrà utilizzata come variabile di controllo (in senso statistico). In accordo con Carter et Al. (2010), e più in generale con la Resource Dependence Theory (RDT), la dimensione del Board è fondamentale per stabilire la quantità di informazioni apportare nel processo decisionale<sup>180</sup>.

L'ipotesi è che al suo aumento corrisponda un numero maggiore di informazioni disponibili all'interno del gruppo<sup>181</sup>. Le decisioni approvate sarebbero in questo modo ponderate e volte alla creazione di ricchezza per gli azionisti.

Inoltre, in letteratura (e.g. Volonté & Gantenbein, 2016) si afferma che la grandezza del gruppo è spesso associata alla complessità dell'impresa. Più il business è complesso e diversificato più risorse cognitive sono necessarie per gestirlo.

In contrasto, la grandezza del Board potrebbe avere dei costi sull'efficienza del processo decisionale. In particolare, si associano ai gruppi numerosi problemi di comunicazione e coordinazione (Arosa et Al., 2013). Avendo delle difficoltà nel trovare un accordo, le politiche di innovazione potrebbero non essere mai approvate.

Si ipotizza in questa sede che gli effetti derivanti dalla Resource Dependence Theory siano maggiori rispetto ai costi conseguenti alle difficoltà di comunicazione e coordinazione.

*H11 All'aumentare della Board Size aumentano gli investimenti in innovazione.*

*H12 All'aumentare della Board Size aumenta l'indebitamento della società.*

#### 4.2.2 Misure delle Politiche Finanziarie

Nell'analisi empirica proposta in questo elaborato vengono considerate due tipologie di politiche implementate dall'impresa: innovazione e livello di indebitamento. L'obiettivo di questo paragrafo è quello di discutere la loro modalità di rappresentazione.

---

<sup>180</sup> Inoltre, all'aumentare della dimensione del Board aumenta la probabilità che fra i membri vi siano soggetti con un background differente. In altre parole, è più probabile che il gruppo sia eterogeneo.

<sup>181</sup> Le informazioni aggiuntive sono conseguenza diretta di quanto asserito nel paragrafo 2.2.2 discutendo del Capitale Umano apportato dagli amministratori. Dato che ogni amministratore apporta un Capitale unico, all'aumentare della Board Size aumenta il Capitale disponibile all'interno del team. In questo modo si migliora la qualità delle decisioni adottate.

Entrambe le variabili sono state estratte dalla banca dati AIDA. All'interno di questo database si possono infatti osservare le informazioni di bilancio, compresi i principali indici, delle società di capitale italiane.

Come proxy dell'innovazione della società si utilizzano le informazioni relative ai Costi per Ricerca, Sviluppo e Pubblicità (metodologia comune in letteratura, si veda paragrafo 2.5.2). Infatti, la normativa vigente accorpa i Costi per Ricerca e Sviluppo con quelli di Pubblicità, anche se sono rappresentativi di due concetti diversi<sup>182</sup>.

Per quanto riguarda l'indebitamento, invece di sfruttare uno dei classici indici relativi alla struttura del capitale, si è deciso di adottare nella sua misurazione una logica di intensità del debito. Il rapporto a cui si fa riferimento è il seguente:

$$\frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Fatturato}}$$

Attraverso questo quoziente è stato possibile ovviare alla problematica della negatività del Patrimonio Netto di alcune società in determinati anni (e.g. Il Sole 24 Ore Spa nel 2016). Il PN negativo renderebbe infatti gli indici di struttura del capitale classici non significativi<sup>183</sup>.

Il rapporto è stato costruito mediante la funzione "creazione indice personalizzato". Il numeratore è la somma delle seguenti passività finanziarie: obbligazioni (incluse le obbligazioni convertibili), debiti verso banche e debiti verso altri finanziatori. Il fatturato, il denominatore del rapporto, è stato computato sommando la voce "ricavi vendite e prestazioni" con la voce "altri ricavi".

Le variabili appena descritte rappresentano le variabili dipendenti dei modelli che verranno stimati e analizzati nei paragrafi successivi.

#### 4.2.3 Variabili di controllo

Anche se l'obiettivo di questo elaborato è analizzare gli effetti dei tratti degli amministratori sulle politiche finanziarie, non si possono omettere tutta una serie di

---

<sup>182</sup> Si sottolinea come la normativa relativa alla rilevazione e alla capitalizzazione dei Costi per Ricerca e Sviluppo sia molto complessa. Non essendo oggetto di questo elaborato non si approfondirà questa tematica.

<sup>183</sup> Ad esempio, l'indice  $\frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Patrimonio Netto}}$  quando il PN è negativo risulta non essere significativo. Il risultato del quoziente sarebbe infatti negativo. Inserendo il valore all'interno di un software econometrico esso interpreterebbe il rapporto negativo come rappresentativo di un indebitamento molto basso.

variabili che, anche se non appartenenti alle “caratteristiche del Board”, potrebbero avere un impatto sulle politiche implementate dall’impresa.

In altre parole, le variabili di controllo sono delle variabili che non interessano direttamente l’oggetto della Tesi ma visto che, con molta probabilità, sono correlate con la variabile dipendente è necessaria la loro inclusione nel modello. In questo modo le stime dei coefficienti sono efficienti e non distorte.

Oltre agli effetti della grandezza del Board prima descritti, si sono incluse le principali variabili di controllo individuate nell’analisi della letteratura di cui si è fornita una *review* nel paragrafo 2.5.4.

### *Grandezza dell’impresa*

La grandezza dell’impresa potrebbe essere un elemento fondamentale per spiegare gli investimenti in innovazione. Oltre alla volontà del Board di implementare politiche innovative è necessaria la disponibilità di liquidità per affrontare gli investimenti.

Bantel & Jackson (1989) associano la grandezza dell’impresa con la liquidità prodotta. Gli autori infatti ipotizzano che all’aumentare della dimensione aumenti la quantità di liquidità generata. Di conseguenza aumenterebbero anche gli investimenti in ricerca e sviluppo.

Si è optato in questa sede di utilizzare delle variabili differenti per prendere in considerazione la grandezza dell’impresa e la liquidità prodotta. In totale le variabili considerate sono tre.

In primo luogo, in accordo con gran parte della letteratura (e.g. Bonini et Al., 2017; Chemmanur et Al., 2009; Cremers et Al., 2017), per misurare la grandezza dell’impresa si è utilizzato il Totale Attivi<sup>184</sup>.

La seconda variabile è invece relativa esclusivamente alla liquidità. Si tratta del Flusso di Gestione Corrente. La quantità calcolata può essere approssimata infatti con la cassa generata (o assorbita)<sup>185</sup>.

---

<sup>184</sup> Gli autori citati non hanno in realtà utilizzato il valore assoluto del totale attività ma la sua trasformazione logaritmica. Per quanto riguarda la trasformazione di questa variabile, e di quelle successive, si rimanda alla tabella 27.

<sup>185</sup> AIDA calcola questo flusso sommando al risultato d’esercizio i costi totali di ammortamento e di svalutazione.

Infine, l'ultima variabile inclusa, sia come approssimazione della grandezza dell'impresa che della cassa generata, è il Totale Valore della Produzione. A titolo esemplificativo, questo valore in letteratura è stato utilizzato come variabile di controllo da Bøhren & Strøm (2010).

Le stesse variabili potrebbero avere un effetto sulla struttura del capitale dell'impresa. Vi sono evidenze empiriche di una relazione diretta fra grandezza della società e indebitamento della stessa.

All'aumentare della dimensione della società diminuiscono infatti i costi di fallimento (Warner, 1977) con un conseguente minor tasso di interesse richiesto dai finanziatori. Per questi motivi le imprese di più grandi dimensioni ricorrono di più all'indebitamento.

Con riferimento alla liquidità invece si cita la Pecking-Order Theory (POT). Questa teoria, sviluppata da Myers and Majluf (1984) e Myers (1984), prende in considerazione l'asimmetria informativa esistente fra l'esterno e l'interno dell'impresa.

Secondo la POT vi è un ordine di preferenza fra le fonti di finanziamento in base ai costi operativi a loro associati. La fonte da prediligere è quella del finanziamento interno i cui costi operativi sono minori di qualsiasi altro tipo di finanziamento. Vi sono poi, in questo ordine, il capitale di debito e infine il capitale di rischio.

Seguendo la teoria appena descritta all'aumentare della liquidità generata dall'impresa dovrebbe diminuire la quantità di passività finanziarie: è meno oneroso reinvestire i propri utili che ottenere un finanziamento.

### *Settore*

Il settore di appartenenza è un elemento importante da includere nella ricerca. È naturale infatti che determinati settori siano più propensi a sostenere investimenti in innovazione per loro natura. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle società operanti nel settore tecnologico.

Ugualmente, imprese che operano nello stesso settore hanno una struttura del capitale simile rispetto a imprese appartenenti a settori industriali differenti (e.g. Romano et Al., 2001).

Si è quindi costruita una variabile specifica così da inserire nell'analisi il settore di appartenenza delle imprese. L'indice assume valori che variano da 1 a 9 e sono stati

assegnati in base all'Industry di appartenenza individuata sul sito di Borsa Italiana<sup>186</sup>. I settori e i valori sono i seguenti:

- Petrolio e Gas Naturale=1;
- Chimica e Materie Prime=2;
- Industria=3;
- Beni di Consumo=4;
- Salute=5;
- Servizi al Consumo=6;
- Telecomunicazioni=7;
- Servizi Pubblici=8;
- Tecnologia=9.

### *Età dell'impresa*

In base all'anno di fondazione, l'impresa si potrebbe trovare in un momento del ciclo di vita differente. Ad esempio, quando opera in un mercato saturo, un'innovazione potrebbe attirare nuova domanda e aprire il business nuovi segmenti di clientela.

Il ciclo di vita del business è un fattore importante nel determinare la struttura del capitale dell'impresa. Semplificando, si possono individuare due momenti della vita della società: lo sviluppo e la maturità.

Nel periodo di sviluppo le imprese hanno difficoltà a raccogliere capitale di debito perché considerate ancora troppo rischiose. Una volta che la società entra nella fase della maturità, si stabilizzano i flussi di cassa rendendo semplice accedere ai finanziamenti e sfruttare al massimo la leva finanziaria.

L'età dell'impresa viene calcolata attraverso la seguente formula:

$$\text{Anno-anno di fondazione}+1^{187}$$

---

<sup>186</sup> Disponibile al link: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori.html>.

<sup>187</sup> Vedi note 161 e 168.



## *Patrimonio Netto*

Analizzando i bilanci delle società incluse nel campione è possibile osservare dei valori del Patrimonio Netto negativi. Questo è possibile a causa di perdite rilevanti in determinati anni dovute anche a importanti svalutazioni.

Si è creata di conseguenza una variabile di controllo, che verrà utilizzata nell'analisi dell'indebitamento della società, per tenere in considerazione la negatività del Patrimonio Netto. La variabile costruita è una Dummy che assume valore pari a 1 qualora il PN fosse positivo, 0 altrimenti.

### 4.2.4 Conclusioni Metodologia di analisi

Il risultato finale è un panel-data non bilanciato composto da 1104 osservazioni<sup>188</sup>. Le variabili calcolate sono in totale 29. Per riassumere la metodologia di calcolo si propone la seguente tabella.

*Tabella 27 Descrizione delle variabili*

<b>NOME VARIABILE</b>	<b>METODOLOGIA DI CALCOLO</b>
<i>Caratteristiche del Board</i>	
Donne_Ass	Numero assoluto di donne presenti nel Board.
Donne_Per	Percentuale di donne presenti nel Board.
Donne_Blau	Indice di Blau relativo al genere calcolato ogni anno.
Donne_Dummy	Variabile Dummy che assume valore pari a 1 quando la percentuale di donne presenti nel Board nell'anno n è maggiore o uguale rispetto alla media complessiva di quell'anno.

<sup>188</sup> Il panel-data è non bilanciato in quanto alcune osservazioni non sono disponibili. Invece di eliminare l'intera impresa dal campione si sono eliminate solamente le osservazioni relative all'anno in cui una variabile era non disponibile. In questo modo si è evitato di eliminare una notevole quantità di osservazioni.

Stranieri_Ass	Numero assoluto di stranieri presenti nel Board.
Stranieri_Per	Percentuale di stranieri presenti nel Board.
Stranieri_Blau	Indice di Blau relativo alla nazionalità calcolato ogni anno.
Stranieri_Dummy	Variabile Dummy che assume valore pari a 1 quando la percentuale di stranieri presenti nel Board nell'anno n è maggiore o uguale rispetto alla media complessiva di quell'anno.
Eta_Media	Età media dei componenti del Board.
Eta_Media_Indice	Età media dei componenti del Board calcolata classificando l'età di ogni amministratore in un indice che varia da 1 a 5.
Eta_Dummy	Variabile Dummy che assume valore pari a 1 quando l'età media dei componenti del Board nell'anno n è maggiore o uguale rispetto alla media complessiva di quell'anno.
Dev_St_Eta	Deviazione Standard dell'età degli amministratori.
Eta_Blau	Indice di Blau relativo all'età calcolato ogni anno.
Tenure_Media	Durata del mandato media dei componenti del Board.
Tenure_Media_Indice	Durata del mandato media dei componenti del Board calcolata classificando la tenure

	di ogni amministratore in un indice che varia da 1 a 5.
Tenure_Dummy	Variabile Dummy che assume valore pari a 1 quando la tenure media dei componenti del Board nell'anno n è maggiore o uguale rispetto alla media complessiva di quell'anno.
Dev_St_Tenure	Deviazione Standard della durata del mandato dei componenti del Board.
Tenure_Blau	Indice di Blau relativo alla tenure calcolato ogni anno.
Tot_Blau	Indice di Blau calcolato prendendo in considerazione tutte le caratteristiche (genere, nazionalità, età e tenure).
Ex_Eta_Blau	Indice di Blau complessivo calcolato escludendo gli effetti dell'eterogeneità dell'età.
<i><u>Politiche finanziarie</u></i>	
Innovazione	Totale Costi per Ricerca, Sviluppo e Pubblicità
Struttura del capitale	Rapporto fra Debiti Finanziari e Fatturato. L'indice di indebitamento viene quindi calcolato seguendo una logica di intensità del debito.
<i><u>Variabili di Controllo</u></i>	
Board_Size	Numero assoluto dei componenti del Board.

Ln_Tot_attività	Logaritmo Totale Attivi annuo <sup>189</sup> . La trasformazione logaritmica è necessaria per rendere la distribuzione della variabile “più normale”.
Ln_Tot_Val_Prod	Logaritmo Totale Valore della Produzione annua <sup>190</sup> . La trasformazione logaritmica è necessaria per rendere la distribuzione della variabile “più normale”.
Flusso_Cassa	Flusso di cassa della gestione corrente <sup>191</sup> . Calcolato sommando al risultato d’esercizio il totale ammortamenti e svalutazioni.
Ln_Eta_Impresa	Logaritmo dell’età dell’impresa. La trasformazione logaritmica è necessaria per rendere la distribuzione della variabile “più normale”.
Settore	Variabile che assume valori da 1 a 9 in base all’appartenenza all’”Industry” individuata sul sito di Borsa Italiana <sup>192</sup> .
Pn_Dummy	Variabile che assume valore pari a 1 quando il PN è positivo, 0 altrimenti.

### 4.3 Analisi delle Correlazioni

Gli effetti dei tratti dei componenti del Board sulle politiche finanziarie implementate dall’impresa si analizzeranno attraverso due metodologie differenti:

1. Analisi delle correlazioni;

---

<sup>189</sup> Espresso in migliaia di euro.

<sup>190</sup> Vedi nota precedente.

<sup>191</sup> Vedi nota 189.

<sup>192</sup> Vedi nota 186.

## 2. Regressioni con effetti fissi.

Questa metodologia è stata sfruttata in letteratura da molti ricercatori come, a titolo esemplificativo: Bantel & Jackson (1989), Mehrotra (2016) e infine Wiersema e Bantel (1992).

Come discusso nel paragrafo precedente si sono adottate più metodologie per rappresentare lo stesso fenomeno. Si vuole infatti indagare se la modalità di misurazione dell'eterogeneità del Board abbia degli impatti sulla significatività dei risultati ottenuti. Si osserveranno quindi modelli differenti in base alla metodologia adottata.

Sia in questo paragrafo che nel successivo verranno quindi proposti sei modelli per ogni variabile dipendente:

1. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando il numero assoluto;
2. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando la percentuale;
3. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau;
4. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando le variabili Dummy;
5. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau complessivo;
6. Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau complessivo che esclude la diversità in termini di età.

Si adatteranno inoltre le modalità di misurazione dell'età e della tenure media. Ad esempio, nel modello in cui si misura l'eterogeneità attraverso l'indice di Blau, il livello medio delle due variabili viene espresso non con la media dei valori "assoluti" ma con la media in seguito alla loro trasformazione negli indici che assumono valori da 1 a 5. La deviazione standard delle variabili non trasformate verrà utilizzata tutte le volte che l'eterogeneità non sarà calcolata attraverso l'indice di Blau.

In questo paragrafo verranno analizzati gli effetti delle caratteristiche dei componenti del Board sulle politiche finanziarie adottate dall'impresa attraverso l'analisi delle correlazioni.

### 4.3.1 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando il numero assoluto

La prima metodologia di misurazione dell'eterogeneità adottata è quella base. Si prende in considerazione il numero assoluto di donne e di stranieri presenti nel Board. Per quanto

riguarda il livello e l'eterogeneità dell'età e della tenure si utilizzeranno rispettivamente la media "normale" e la deviazione standard.

Nella tabella 28 è rappresentata la matrice di correlazione fra politiche finanziarie implementate dall'impresa e misure di eterogeneità della composizione del Board attraverso l'utilizzo del numero assoluto.

In ogni cella si possono leggere due cifre. La prima consiste nella correlazione, la seconda nel p-value. Verranno commentati questi due valori ponendo particolare attenzione al segno del primo e al livello di significatività del secondo.

### *Innovazione*

In base a quanto si può osservare in tabella 28, l'innovazione dell'impresa è correlata positivamente con l'età media del gruppo a un livello di significatività del 5%. Questa prima analisi delle correlazioni fornisce quindi un risultato opposto a quanto ipotizzato in *H1*: all'aumentare dell'età media dei componenti del Board aumentano gli investimenti in ricerca e sviluppo.

Contrariamente, in accordo con quanto ipotizzato in *H4*, il numero assoluto di donne è correlato con segno positivo, e statisticamente significativo al 5%, con gli investimenti in innovazione.

Tutte le altre variabili relative alle caratteristiche del Board sono invece non significative. L'unica eccezione è la dimensione del Gruppo. Vi è infatti una correlazione positiva e significativa al 5%. Questo risultato è quindi in linea con l'ipotesi quantitativa della RDT (*H11*): più amministratori sono presenti, più informazioni uniche vengono condivise, aumenta quindi la probabilità che vengano approvate politiche innovative.

Tutte le altre variabili di controllo, ad eccezione del flusso di cassa e della variabile PN\_DUMMY, sono correlate positivamente e significativamente all'1% con l'innovazione dell'impresa. I risultati sono quindi in linea con quanto affermato nel paragrafo 4.2.3.

### *Indebitamento*

Analizzando le correlazioni esistenti fra l'intensità del debito e caratteristiche del Board, osservabili in tabella 28, non viene individuata alcuna relazione significativa. Non si trova supporto a nessuna delle ipotesi formulate nel paragrafo 4.1.

La grandezza del Board è correlata positivamente con l'indebitamento della società. Si trova supporto, come nella relazione con l'innovazione, all'ipotesi quantitativa relativa alla RDT (H12).

Infine, commentando le relazioni fra intensità del debito e le ulteriori variabili di controllo, l'indice risulta essere statisticamente correlato solamente con: l'età dell'impresa (coefficiente negativo), il Totale Valore della Produzione (coefficiente negativo) e il Totale Attività (coefficiente positivo). Il p-value, per tutte le correlazioni appena elencate, è sempre inferiore all'1%. Le relazioni individuate, ad eccezione del coefficiente negativo della correlazione con l'età dell'impresa, sono in linea con quanto asserito nel paragrafo 4.2.3.

#### *Ulteriori correlazioni*

Attraverso la tabella 28 si possono testare anche un insieme di ipotesi analizzate precedentemente dalla letteratura e discusse nei primi capitoli. Ad esempio, come osservato da Brammer et Al. (2007) il numero di donne e di stranieri è correlato in maniera positiva e significativa all'1% con la grandezza del Board. La presenza delle due minoranze è inoltre positivamente e significativamente correlata con la grandezza della società.

Infine, si sottolinea come non sia significativa la correlazione fra minoranze di genere e di nazionalità e settore in cui opera la società. Non si trova supporto per le società quotate italiane nel MAT di quanto individuato da Erhardt et Al. (2003).

Significativa invece la relazione fra settore e le due dimensioni relative all'età. I dati fanno intuire che, come ipotizzato da Morrison (1992) e Li et Al. (2011), è importante allineare l'età del Board con quella dei clienti target.

La grandezza del Board presenta inoltre una correlazione positiva all'1% con la dimensione della società. Si trova quindi supporto a quanto ipotizzato da García Martín & Herrero (2018) relativamente alla relazione esistente fra complessità del business<sup>193</sup> e grandezza del Board.

---

<sup>193</sup> Approssimata dalla grandezza stessa della società. Si ipotizza infatti che più è grande l'impresa più sia complesso gestirla.

Tabella 28 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso il numero assoluto

Correlation Probability	INNOVAZIONE	DEBT_FIN_RICAVI	ETA_MEDIA	TENURE_MEDIA	DEV_ST_ETA	DEV_ST_TENURE	DONNE_ASS	STRANIERI_ASS	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	PN_DUMMY	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000														
DEBT_FIN_RICAVI	-0.011 0.716	1.000													
ETA_MEDIA	0.070 0.019	0.020 0.504	1.000												
TENURE_MEDIA	0.001 0.984	-0.021 0.481	0.337 0.000	1.000											
DEV_ST_ETA	0.020 0.517	0.010 0.747	0.194 0.000	0.285 0.000	1.000										
DEV_ST_TENURE	0.001 0.978	-0.029 0.333	0.220 0.000	0.704 0.000	0.302 0.000	1.000									
DONNE_ASS	0.066 0.028	0.015 0.628	-0.013 0.657	-0.095 0.002	-0.008 0.788	0.178 0.000	1.000								
STRANIERI_ASS	-0.038 0.210	-0.019 0.519	0.007 0.826	-0.170 0.000	-0.064 0.034	-0.081 0.007	0.151 0.000	1.000							
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.129 0.000	0.307 0.000	-0.039 0.196	0.069 0.021	0.017 0.581	0.485 0.000	0.196 0.000	1.000						
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.031 0.309	0.055 0.067	-0.171 0.000	-0.128 0.000	-0.168 0.000	0.056 0.061	0.141 0.000	0.125 0.000	1.000					
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	-0.113 0.000	0.111 0.000	0.192 0.000	0.119 0.000	0.219 0.000	0.111 0.000	0.056 0.062	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000				
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.118 0.000	0.251 0.000	-0.167 0.000	-0.087 0.004	-0.125 0.000	0.198 0.000	0.139 0.000	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000			
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	-0.185 0.000	0.205 0.000	0.056 0.064	-0.023 0.440	0.070 0.020	0.083 0.006	0.083 0.006	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000		
PN_DUMMY	0.019 0.538	0.011 0.725	0.163 0.000	0.149 0.000	0.056 0.064	0.137 0.000	0.031 0.303	0.017 0.579	0.120 0.000	0.037 0.222	0.028 0.355	0.141 0.000	0.095 0.002	1.000	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.014 0.639	-0.167 0.000	-0.188 0.000	-0.212 0.000	-0.163 0.000	-0.005 0.879	0.034 0.256	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	-0.051 0.088	1.000



#### 4.3.2 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando la percentuale

La seconda metodologia adottata è la misurazione dell'incidenza del genere femminile e dei direttori stranieri attraverso il loro peso percentuale sul totale componenti del Board. Anche in questo caso il livello medio e l'eterogeneità dell'età e della tenure vengono calcolati attraverso i loro valori "normali".

Gli unici valori presenti in tabella 29 che differiscono rispetto alla tabella precedente sono relativi alle sole correlazioni fra le misure percentuali e le altre variabili. Si analizzeranno solo questi valori.

##### *Innovazione*

Per quanto riguarda l'innovazione non vengono individuate correlazioni significative fra percentuale di donne e Costi di Ricerca, Sviluppo e Pubblicità. Non significativa anche la correlazione dell'innovazione con la percentuale di stranieri.

##### *Indebitamento*

In base a quanto è possibile osservare in tabella 29, nessuna delle due minoranze assume correlazioni statisticamente significative con l'indebitamento. Non viene quindi trovato supporto alle ipotesi *H6* e *H7*.

##### *Ulteriori correlazioni*

Per quanto riguarda invece la relazione fra le due percentuali e le variabili di controllo non si notano particolari differenze. L'unica eccezione è la non significatività fra la percentuale di donne e sia la dimensione del Board che la grandezza della società.

Tabella 29 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso misure percentuali

Correlation Probability	INNOVAZIONE	DEBT_FIN_RICAVI	ETA_MEDIA	TENURE_MEDIA	DEV_ST_ETA	DEV_ST_TENURE	DONNE_PER	STRANIERI_PER	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	PN_DUMMY	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000														
DEBT_FIN_RICAVI	-0.011 0.716	1.000													
ETA_MEDIA	0.070 0.019	0.020 0.504	1.000												
TENURE_MEDIA	0.001 0.984	-0.021 0.481	0.337 0.000	1.000											
DEV_ST_ETA	0.020 0.517	0.010 0.747	0.194 0.000	0.285 0.000	1.000										
DEV_ST_TENURE	0.001 0.978	-0.029 0.333	0.220 0.000	0.704 0.000	0.302 0.000	1.000									
DONNE_PER	0.033 0.269	-0.035 0.249	-0.191 0.000	-0.096 0.001	-0.009 0.775	0.206 0.000	1.000								
STRANIERI_PER	-0.039 0.197	-0.027 0.376	-0.017 0.566	-0.171 0.000	-0.075 0.013	-0.070 0.020	0.054 0.073	1.000							
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.129 0.000	0.307 0.000	-0.039 0.196	0.069 0.021	0.017 0.581	0.042 0.166	0.064 0.034	1.000						
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.031 0.309	0.055 0.067	-0.171 0.000	-0.128 0.000	-0.168 0.000	-0.013 0.654	0.080 0.008	0.125 0.000	1.000					
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	-0.113 0.000	0.111 0.000	0.192 0.000	0.119 0.000	0.219 0.000	0.109 0.000	0.029 0.336	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000				
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.118 0.000	0.251 0.000	-0.167 0.000	-0.087 0.004	-0.125 0.000	-0.042 0.160	0.074 0.015	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000			
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	-0.185 0.000	0.205 0.000	0.056 0.064	-0.023 0.440	0.070 0.020	-0.049 0.105	0.038 0.210	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000		
PN_DUMMY	0.019 0.538	0.011 0.725	0.163 0.000	0.149 0.000	0.056 0.064	0.137 0.000	-0.036 0.236	-0.013 0.659	0.120 0.000	0.037 0.222	0.028 0.355	0.141 0.000	0.095 0.002	1.000	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.014 0.639	-0.167 0.000	-0.188 0.000	-0.212 0.000	-0.163 0.000	-0.009 0.777	0.027 0.362	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	-0.051 0.088	1.000

### 4.3.3 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau

La terza metodologia adottata è la misurazione dell'eterogeneità del Board attraverso i molteplici indici di Blau precedentemente calcolati. In questo caso l'età e la tenure media sono misurate utilizzando i valori delle osservazioni trasformate nell'indice che varia da 1 a 5.

Variando la metodologia di calcolo dei valori relativi all'età e alla tenure si analizzeranno anche gli effetti della loro trasformazione sulla significatività e sul segno delle correlazioni con le politiche implementate dall'impresa.

#### *Innovazione*

In accordo con i dati in tabella 30, gli effetti dell'età media sull'innovazione, anche se misurati attraverso la variabile trasformata, rimangono invariati: all'aumentare dell'età media del Board aumenta l'innovazione della società. La correlazione è significativa al 5%. Non viene quindi trovato supporto all'ipotesi *H1*.

Assume invece significatività, considerando un livello del 10%, la variabile relativa all'eterogeneità della durata del mandato. All'aumentare di questa tipologia di diversità aumentano gli investimenti in innovazione. Viene quindi supportata l'ipotesi *H9*.

Risultano non significativi tutti gli altri indici di Blau. La presenza di minoranze di genere e di nazionalità non ha quindi effetti sull'innovazione. Si sottolinea infine come eliminare l'effetto dell'età dall'indice di Blau complessivo faccia raddoppiare il p-value di quest'ultimo<sup>194</sup>. Questo è un segnale dell'importanza dell'eterogeneità in termini di età sulla relazione esistente fra diversità complessiva del gruppo e innovazione.

#### *Indebitamento*

Con riguardo all'indebitamento non viene individuata alcuna correlazione significativa fra la variabile e le caratteristiche degli amministratori. Non significative neppure le correlazioni con i due indici di eterogeneità complessivi<sup>195</sup>.

---

<sup>194</sup> P-value indice di Blau senza età (Ex\_Eta\_Blau)=0,441.

P-value indice di Blau totale (Tot\_Blau)=0,264.

<sup>195</sup> In questo caso, escludere l'età dall'indice complessivo di diversità fa quasi dimezzare il p-value della correlazione.

### *Ulteriori correlazioni*

In conclusione, si commentano le ulteriori correlazioni esistenti fra le variabili. In base a quanto è possibile osservare in tabella 30, la presenza di donne e di stranieri è ancora una volta correlata positivamente e significativamente con la grandezza del Board.

Per quanto riguarda la presenza di minoranze e la grandezza dell'impresa viene confermata solamente la correlazione positiva e significativa con l'eterogeneità in termini di nazionalità. Non significativa infatti la relazione con l'indice di Blau relativo alle donne.

Prendendo però in considerazione i due indici di Blau complessivi, si individua una correlazione positiva e significativa fra eterogeneità complessiva del gruppo e grandezza dello stesso. Anche se sono entrambi significativi all'1%, gli effetti dell'età su questa relazione si possono osservare sulla magnitudo della correlazione: escludendo l'età essa sarebbe minore di un valore pari a 0,056<sup>196</sup>.

In conclusione, mentre sono non significative le relazioni fra minoranze di genere e di nazionalità con il settore, la correlazione con entrambi gli indici di Blau sintetici è significativa. In questo caso è ancora più evidente l'importanza dell'età: includendo l'eterogeneità in termini di età l'indice è significativo all'1% mentre escludendola la significatività scende al 5%.

---

<sup>196</sup> Si noti infatti che la correlazione fra Board Size ed entrambe le dimensioni dell'età, media ed eterogeneità, è positiva e significativa all'1%.

Tabella 30 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso l'indice di Blau

Correlation Probability	INNOVAZIONE	DEBT_FIN_RICAVI	ETA_MEDIA_INDICE	TENURE_MEDIA_INDICE	ETA_BLAU	TENURE_BLAU	DONNE_BLAU	STRANIERI_BLAU	TOT_BLAU	EX_ETA_BLAU	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	PN_DUMMY	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000																
DEBT_FIN_RICAVI	-0.011 0.716	1.000															
ETA_MEDIA_INDICE	0.066 0.029	0.028 0.359	1.000														
TENURE_MEDIA_INDICE	0.007 0.812	0.000 0.994	0.294 0.000	1.000													
ETA_BLAU	0.048 0.113	0.044 0.142	-0.025 0.413	0.006 0.829	1.000												
TENURE_BLAU	0.055 0.067	0.025 0.407	0.204 0.000	0.550 0.000	0.175 0.000	1.000											
DONNE_BLAU	0.035 0.247	-0.025 0.404	-0.167 0.000	-0.128 0.000	0.133 0.000	0.074 0.014	1.000										
STRANIERI_BLAU	-0.043 0.156	-0.027 0.363	0.003 0.922	-0.166 0.000	-0.008 0.785	-0.035 0.248	0.044 0.143	1.000									
TOT_BLAU	0.034 0.264	-0.006 0.831	-0.007 0.814	0.088 0.003	0.404 0.000	0.519 0.000	0.655 0.000	0.546 0.000	1.000								
EX_ETA_BLAU	0.023 0.441	-0.019 0.527	-0.001 0.976	0.094 0.002	0.161 0.000	0.512 0.000	0.670 0.000	0.591 0.000	0.968 0.000	1.000							
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.129 0.000	0.282 0.011	-0.043 0.158	0.275 0.000	0.202 0.000	0.085 0.005	0.070 0.021	0.246 0.000	0.190 0.000	1.000						
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.031 0.309	0.077 0.011	-0.173 0.000	0.012 0.683	-0.104 0.001	-0.031 0.296	0.097 0.001	-0.009 0.763	-0.013 0.662	0.125 0.000	1.000					
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	-0.113 0.000	0.087 0.004	0.154 0.000	0.068 0.024	0.101 0.001	0.125 0.000	0.007 0.820	0.137 0.000	0.129 0.000	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000				
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.118 0.000	0.259 0.000	-0.164 0.000	0.106 0.000	0.025 0.410	-0.032 0.295	0.090 0.003	0.069 0.023	0.045 0.135	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000			
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	-0.185 0.000	0.204 0.000	0.050 0.095	0.073 0.015	0.131 0.000	-0.042 0.161	0.052 0.082	0.082 0.006	0.069 0.023	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000		
PN_DUMMY	0.019 0.538	0.011 0.725	0.161 0.000	0.161 0.000	0.080 0.008	0.182 0.000	-0.014 0.648	-0.007 0.814	0.091 0.003	0.076 0.011	0.120 0.000	0.037 0.222	0.028 0.355	0.141 0.000	0.095 0.002	1.000	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.014 0.639	-0.142 0.000	-0.187 0.000	-0.153 0.000	-0.147 0.000	-0.009 0.767	0.016 0.588	-0.102 0.001	-0.068 0.025	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	-0.051 0.088	1.000

#### 4.3.4 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando le variabili Dummy

La quarta metodologia adottata per rappresentare le caratteristiche del Board è l'utilizzo di variabili Dummy. Le variabili sono state costruite in modo da separare, per ogni tratto, le imprese in due categorie. Essa assume valore pari a 1 quando, a titolo esemplificativo, l'età del Board nell'anno  $n$  è maggiore della media complessiva di quell'anno specifico. Si creano quindi due categorie distinte: i Board giovani e quelli più anziani.

##### *Innovazione*

In base a quanto emerso in tabella 31, e ponendo inizialmente attenzione all'innovazione, si osservano dei risultati parzialmente in linea con quanto individuato precedentemente. L'età media ha un effetto positivo e significativo all'1% sugli investimenti in innovazione. Non significative invece tutte le altre caratteristiche del gruppo.

##### *Indebitamento*

Anche con riferimento all'indebitamento della società, i risultati sono in linea con quanto precedentemente osservato: non viene infatti individuata nessuna correlazione statisticamente significativa.

##### *Ulteriori correlazioni*

Contrariamente a quanto emerso nell'analisi delle precedenti tabelle, la variabile relativa alla presenza delle donne registra una correlazione negativa con la grandezza sia del gruppo che del business. Le correlazioni sono significative rispettivamente al 10% e all'1%.

Le relazioni fra variabili di controllo e presenza di stranieri, tenure media ed età media mantengono invece il segno e la significatività osservata nelle matrici di correlazione analizzate precedentemente.

Tabella 31 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso variabili Dummy

Correlation Probability	INNOVAZIONE	DEBT_FIN_RICAVI	ETA_DUMMY	TENURE_DUMMY	DEV_ST_ETA	DEV_ST_TENURE	DONNE_DUMMY	STRANIERI_DUMMY	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	PN_DUMMY	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000														
DEBT_FIN_RICAVI	-0.011 0.716	1.000													
ETA_DUMMY	0.095 0.002	0.043 0.151	1.000												
TENURE_DUMMY	0.008 0.789	-0.035 0.252	0.226 0.000	1.000											
DEV_ST_ETA	0.020 0.517	0.010 0.747	0.181 0.000	0.267 0.000	1.000										
DEV_ST_TENURE	0.001 0.978	-0.029 0.333	0.189 0.000	0.632 0.000	0.302 0.000	1.000									
DONNE_DUMMY	-0.042 0.159	0.041 0.171	-0.199 0.000	-0.043 0.152	-0.018 0.561	0.030 0.317	1.000								
STRANIERI_DUMMY	-0.048 0.112	-0.021 0.476	0.051 0.092	-0.116 0.000	-0.024 0.435	-0.034 0.253	0.020 0.506	1.000							
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.129 0.000	0.292 0.000	-0.031 0.308	0.069 0.021	0.017 0.581	-0.052 0.083	0.086 0.004	1.000						
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.031 0.309	0.051 0.091	-0.156 0.000	-0.128 0.000	-0.168 0.000	-0.013 0.664	0.098 0.001	0.125 0.000	1.000					
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	-0.113 0.000	0.135 0.000	0.219 0.000	0.119 0.000	0.219 0.000	-0.007 0.819	-0.031 0.308	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000				
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.118 0.000	0.261 0.000	-0.151 0.000	-0.087 0.004	-0.125 0.000	-0.125 0.000	0.100 0.001	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000			
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	-0.185 0.000	0.204 0.000	0.085 0.005	-0.023 0.440	0.070 0.020	-0.091 0.002	0.081 0.007	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000		
PN_DUMMY	0.019 0.538	0.011 0.725	0.102 0.001	0.091 0.002	0.056 0.064	0.137 0.000	-0.052 0.085	0.021 0.489	0.120 0.000	0.037 0.222	0.028 0.355	0.141 0.000	0.095 0.002	1.000	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.014 0.639	-0.153 0.000	-0.178 0.000	-0.212 0.000	-0.163 0.000	-0.011 0.716	0.008 0.783	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	-0.051 0.088	1.000

#### 4.3.5 Conclusioni analisi delle correlazioni

Da una prima analisi delle correlazioni fra caratteristiche del Board e politiche finanziarie si osserva come non tutte le ipotesi prima formulate abbiano trovato supporto. In realtà, per alcune la relazione individuata è opposta rispetto a quanto ipotizzato precedentemente.

In linea generale, mentre vi è qualche evidenza che la composizione del Board abbia degli impatti sulle politiche di innovazione, attraverso questa prima analisi non viene individuata alcuna correlazione significativa fra tratti degli amministratori e struttura del capitale.

Nella costruzione delle ipotesi (paragrafo 4.1) si sono individuati principalmente due meccanismi attraverso i quali i componenti del Board possono influire sulle politiche implementate. Il primo riguarda principalmente l'innovazione e il secondo fa riferimento principalmente alla struttura del capitale.

Da quanto è possibile osservare dalle correlazioni, se da un lato vi sono dei risultati empirici a supporto degli effetti benefici dell'eterogeneità in termini di valori, punti di vista e basi cognitive (relazione con l'innovazione), dall'altro non si individuano risultati in linea con l'ipotesi basate sulle conseguenze di un miglior Capitale Sociale degli amministratori e una maggiore reputazione della società (relazione con l'indebitamento).

Per meglio rappresentare i risultati ottenuti si propone la seguente tabella.

*Tabella 32 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni.*

Variabile	H1	H2	H3	H4	H5	H6	H7	H8	H9	H0	H11	H12
Eta_Media	<b>X</b>		/									
Dev_St_Eta		/	/									
Eta_Dummy	<b>X</b>		/									
Eta_Media_Indice	<b>X</b>		/									
Eta_Blau		/	/									
Tenure_Media								/		/		
Dev_St_Tenure									/	/		



Tenure_Dummy								/		/		
Tenure_Media_ indice								/		/		
Tenure_Blau									<b>V</b>	/		
Donne_Ass				<b>V</b>			/					
Donne_Per				/			/					
Donne_Blau				/			/					
Donne_Dummy				/			/					
Stranieri_Ass					/	/						
Stranieri_Per					/	/						
Stranieri_Blau					/	/						
Stranieri_Dummy					/	/						
Board Size											<b>V</b>	<b>V</b>

Legenda: “V”=ipotesi verificata; “/”=relazione non significativa; “X”=relazione opposta a quanto ipotizzato; cella vuota= ipotesi non relativa alla variabile corrispondente alla riga.

La correlazione positiva osservata fra età media degli amministratori e innovazione dell’impresa è opposta rispetto a quanto individuato precedentemente dalla letteratura (e.g. Bantel & Jackson, 1989). La relazione evidenzia come sia più importante l’esperienza lavorativa, in termini di anni, rispetto alla maggior flessibilità mentale e alla minore avversione al rischio nella relazione esistente fra età dei direttori e innovazione.

Per quanto riguarda l’eterogeneità dei tratti degli amministratori, sebbene non sia stato trovato supporto a tutte le ipotesi formulate precedentemente, due variabili assumono delle relazioni positive e significative con l’innovazione: la presenza di donne e la diversità in termini di durata del mandato.

Da una prima analisi delle correlazioni quindi, la presenza di amministratori meno legati allo *status quo*, oppure appartenenti a una categoria sociale differente rispetto agli

amministratori tradizionali, ha degli impatti positivi sul processo decisionale maggiori dei costi di comunicazione e coordinazione che potrebbero sorgere fra soggetti differenti.

Si sottolinea però che la significatività delle relazioni appena commentate varia al variare della metodologia adottata nella misurazione dei tratti dei membri del Board. In primo luogo, l'ipotesi *H4* viene supportata esclusivamente attraverso la misurazione della presenza di amministratrici mediante il numero assoluto. Infine, per individuare una relazione coerente con l'ipotesi *H9* è necessario sfruttare l'indice di Blau per rappresentare l'eterogeneità in termini di durata del mandato.

In conclusione, si sottolinea che in qualsiasi modo vengano misurate la presenza di donne e l'età media del gruppo (ad eccezione del numero assoluto) si osserva una relazione negativa e significativa all'1% fra le due variabili. Questo significa che all'aumentare della presenza delle donne, diminuisce l'età media del team. Si trova conferma quindi di quanto emerso nel capitolo 3, e di quanto affermato da Bilimoria & Wheeler (2000) e Hillman et Al. (2002), sulla più giovane età delle amministratrici.

#### **4.4 Modelli di regressione**

L'analisi delle correlazioni può offrire una visione generale del fenomeno. I risultati non sono però accurati come quelli derivanti dall'analisi dei coefficienti dalle regressioni fra le variabili. Ad esempio, sia Bantel e Jackson (1989) che Wiersema e Bantel (1992) individuano dei risultati significativi nell'analisi delle correlazioni. Alcune variabili perdono però significatività quando si passa all'analisi dei coefficienti  $\beta$  delle regressioni<sup>197</sup>.

Siccome si hanno a disposizione dei dati longitudinali si propone un modello di regressione a effetti fissi. La peculiarità dei panel-data è quella di avere a disposizione sia osservazioni *cross section* che *time series*. Questo significa che si ha un set di dati che combina le osservazioni di un insieme di imprese nello stesso momento con le osservazioni delle stesse imprese in momenti diversi.

La regressione con effetti fissi permette di tenere in considerazione la diversità esistente fra le varie imprese. Si ipotizza infatti che l'innovazione e l'indebitamento di una società dipendano anche da fattori non osservabili. Attraverso la regressione con effetti fissi è

---

<sup>197</sup> Si vedano tabelle 11 e 12 per l'analisi condotta da Wiersema e Bantel (1992) e tabelle 13 e 14 per l'analisi condotta da Bantel e Jackson (1989).

possibile considerare le variabili non osservabili omesse e quindi l'eterogeneità esistente fra le diverse società incluse nel campione.

Applicando il modello di regressione con effetti fissi il termine di errore viene scomposto in due elementi:

$$u_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Dove “*i*” indica l'impresa di riferimento e “*t*” il tempo. Come è evidente dall'uguaglianza sopra riportata la componente  $\alpha$  è indipendente dal tempo. Si dice per questo che essa è una componente fissa.

La stessa componente varia al variare dell'impresa. È quindi rappresentativa delle variabili non osservate, tipiche della *isemia* società, che influiscono in qualche modo sulla variabile dipendente. Scindendo le due parti si elimina questa componente fissa, non osservata, dal termine di errore, o di disturbo,  $\varepsilon$  che invece varia in base all'osservazione.

Sono queste le motivazioni per cui si è affermato che gli effetti fissi permettono di tenere in considerazione le peculiarità di ogni impresa inclusa nell'analisi. Esse sono rappresentate dal coefficiente  $\alpha$ .

Anche nell'analisi delle regressioni si propone quanto svolto precedentemente per lo studio delle correlazioni. Per ogni politica finanziaria verranno osservati sei modelli differenti. Attraverso questa metodologia è possibile comprendere se l'eventuale significatività dei coefficienti dipende dalla metodologia di misurazione dei tratti degli amministratori, e della loro eterogeneità, adottata.

#### 4.4.1 Innovazione

In questo paragrafo verranno analizzati gli effetti delle caratteristiche del Board sulle politiche di innovazione implementate dall'impresa. Per ogni modello verrà proposta un'unica tabella riassuntiva dei principali risultati derivanti dalle regressioni.

Si sono omesse dall'analisi due variabili di controllo: il flusso di cassa e il settore di appartenenza. La prima si è omessa in quanto non è stata osservata nessuna correlazione significativa nel paragrafo precedente. Si è deciso quindi di approssimare la liquidità dell'impresa con il valore della produzione.

Il settore si è dovuto omettere per questioni econometriche. In una regressione a effetti fissi non si può inserire un regressore che varia solamente al variare della società e non dell'anno.

Nella tabella 33 sono riassunti i risultati delle prime quattro regressioni svolte. In tutti e quattro i modelli la variabile dipendente è rappresentata dall'innovazione<sup>198</sup>, le variabili indipendenti sono le caratteristiche del Board e infine le variabili di controllo sono le caratteristiche dell'impresa e la dimensione del gruppo.

Tabella 33 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Innovazione

	Variabile dipendente INNOVAZIONE							
	Modello 1A		Modello 2A		Modello 3A		Modello 4A	
	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value
ETA_MEDIA	119.592	0.550	124.965	0.534				
TENURE_MEDIA	79.963	0.824	86.814	0.810				
DEV_ST_ETA	-140.246	0.586	-150.392	0.559			-170.992	0.508
DEV_ST_TENURE	-966.183	0.0092***	-938.226	0.0111**			-812.252	0.0254**
DONNE_ASS	1571.643	0.012**						
STRANIERI_ASS	-881.202	0.231						
DONNE_PER			15223.150	0.0112**				
STRANIERI_PER			-5535.988	0.412				
ETA_MEDIA_INDICE					-310.484	0.872		
TENURE_MEDIA_INDICE					836.743	0.548		
ETA_BLAU					-3258.316	0.568		
TENURE_BLAU					-294.765	0.941		
DONNE_BLAU					10736.110	0.0282**		
STRANIERI_BLAU					-3430.765	0.514		
ETA_DUMMY							-440.094	0.757
TENURE_DUMMY							-652.456	0.719
DONNE_DUMMY							-334.261	0.753
STRANIERI_DUMMY							-2727.698	0.0752*
BOARD_SIZE	176.400	0.667	433.641	0.262	379.377	0.341	480.091	0.213
LN_ETA_IMPRESA	-4286.550	0.501	-5305.357	0.420	-6733.079	0.280	7121.915	0.107
LN_TOT_ATTIVITA	1153.502	0.520	1436.991	0.422	1098.543	0.542	1215.890	0.496
LN_TOT_VAL_PROD	6431.840	0.000***	6549.767	0.000***	6457.102	0.000***	6479.892	0.000***
C	-74802.430	0.0215**	-79369.040	0.012**	-65911.380	0.0275**	-106377.600	0.000***
Ajusted R-squared	0.334886		0.334633		0.330103		0.332183	

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

In tutti i modelli, riassunti in tabella 33, l'unica variabile di controllo significativa, e sempre con un p-value minore dell'1%, è il Valore della Produzione. Dato che questa variabile è utile per approssimare la liquidità a disposizione dell'impresa, il segno del coefficiente è coerente: in tutti i modelli è positivo. Infatti, all'aumentare della liquidità prodotta aumenta la disponibilità di cassa per sostenere gli investimenti in innovazione.

Nel modello 1A l'eterogeneità viene misurata attraverso il numero assoluto di stranieri e di donne e mediante la deviazione standard dell'età e della tenure. I risultati di questo modello evidenziano che le uniche due variabili significative sono la diversità nella durata del mandato e il numero assoluto di donne. Il livello di significatività è rispettivamente dell'1% e del 5%.

<sup>198</sup> Approssimata dai Costi in Ricerca, Sviluppo e Pubblicità.

Andando a commentare il segno dei coefficienti si individua che la diversità della durata del mandato ha un effetto negativo sull'innovazione mentre la presenza di amministratori di genere femminile ha un impatto positivo. L'unica ipotesi per cui viene trovato supporto è quindi la *H4*.

Il Modello 2A esprime la diversità in termini di genere e di nazionalità attraverso il peso percentuale di queste minoranze all'interno del Board. I risultati sono invariati rispetto all'analisi precedente. L'unica differenza è che diminuisce lievemente la significatività del coefficiente relativo alla deviazione standard della tenure: il p-value passa da 0,0092 a 0,0111, questo fa sì che il livello di significatività scenda al 5%.

Il Modello 3A sfrutta l'indice di Blau per calcolare l'eterogeneità di tutti i tratti degli amministratori. Utilizzando questa metodologia il coefficiente della variabile relativa alla diversità in termini di durata del mandato perde significatività. L'incidenza delle donne sull'innovazione rimane positiva e significativa al 5%.

L'ultimo modello nella tabella 33, il Modello 4A, misura l'eterogeneità del Board mediante l'utilizzo di variabili Dummy. In questo contesto riassume significatività l'eterogeneità del Board in termini di tenure, il p-value del coefficiente è minore del 5%.

Contrariamente, il Modello in analisi è l'unico in cui la presenza di donne non ha effetti significativi. La presenza di minoranze nazionali assume invece una relazione negativa e significativa al 10% con le politiche di innovazione. Relazione opposta a quanto ipotizzato in *H5*.

Si sottolinea che l'età media e la sua eterogeneità non assumono valori significativi in nessun modello fin qui analizzato. In questa prima analisi quindi, sembra che le due caratteristiche oggetto di questa tesi non abbiano impatti sulle politiche adottate dal team.

Contrariamente, i punti di vista differenti apportati da amministratori di genere femminile hanno un impatto positivo sull'innovazione dell'impresa. Dal lato opposto, l'eterogeneità in termini di durata del mandato ha effetti negativi sul processo decisionale del Board. Questo potrebbe essere sintomo di problematiche di comunicazione e coordinazione fra soggetti nominati in momenti diversi<sup>199</sup>.

---

<sup>199</sup> Vedi paragrafo 1.3.3.

Per individuare fra i modelli proposti in tabella 33 quello più adeguato a spiegare l'innovazione dell'impresa si analizza l'indice  $R^2$  "aggiustato"<sup>200</sup>. In tutti i modelli si osserva un valore dell'indice molto simile. Seppure con una differenza minima rispetto al Modello 2A (pari allo 0,000253) è il Modello 1A quello che riesce a spiegare meglio la varianza degli investimenti in innovazione della società.

#### *Utilizzo di indici sintetici complessivi*

Come già osservato in letteratura (e.g. Ararat et Al., 2010) si può utilizzare un indice sintetico per misurare l'eterogeneità complessiva presente all'interno del Board. Si procede ora con l'analisi degli impatti di questo indice, e della sua componente relativa all'età, sull'innovazione.

Tabella 34 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → Innovazione

	Variabile dipendente INNOVAZIONE			
	Modello 5A		Modello 6A	
	Coeff	P-value	Coeff	P-value
ETA_MEDIA_INDICE	-762.243	0.689	-848.701	0.656
TENURE_MEDIA_INDICE	247.148	0.834	213.541	0.857
TOT_BLAU	1122.358	0.430		
EX_ETA_BLAU			1597.940	0.307
ETA_BLAU			-2569.669	0.652
BOARD_SIZE	293.228	0.451	339.418	0.389
LN_ETA_IMPRESA	811.357	0.874	-462.659	0.932
LN_TOT_ATTIVITA	987.797	0.581	966.795	0.590
LN_TOT_VAL_PROD	6402.026	0.000***	6445.998	0.000***
C	-87352.070	0.0017***	-81498.810	0.0048***
Ajusted R-squared	0.328883		0.328558	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

Come si può osservare dalla tabella 34, ugualmente ai quattro modelli precedenti, il valore della produzione ha un impatto positivo e significativo all'1% sull'innovazione. Nel Modello 5A si osserva come l'indice di Blau complessivo non sia significativo.

Nel modello 6A si è scissa la componente dell'indice di Blau sintetico relativa all'età dalle rimanenti variabili. Anche in questo caso nessuno dei due coefficienti è rappresentativo di una relazione significativa con le politiche di innovazione della società.

Quello che si evince dai sei modelli appena commentati è che le uniche due caratteristiche che hanno un impatto sull'innovazione dell'impresa sono l'eterogeneità in termini di durata del mandato e la presenza di donne<sup>201</sup>.

<sup>200</sup> Non viene utilizzato l'indice "non aggiustato" in quanto quest'ultimo aumenta all'aumentare della numerosità dei regressori. Se si utilizzassero tanti regressori quante sono le osservazioni, l'indice  $R^2$  sarebbe pari a 1. Anche se le variabili "X" fossero generate casualmente.

<sup>201</sup> Per essere più precisi bisognerebbe aggiungere l'impatto della presenza di minoranze nazionali. Quest'ultimo è però significativo solamente in un modello su quattro e con un p-value abbastanza elevato (ci si riferisce al modello 4A e il p-value osservato si attesta a 0,0752).

Per quanto riguarda i coefficienti delle due variabili si può commentare, come si è fatto, solamente il segno e la significatività. Infatti, la grandezza del coefficiente dipende dall'unità di misura adottata. Non può essere utilizzata come approssimazione della magnitudo dell'impatto.

In conclusione, nei due Modelli 5A e 6A nessuna delle caratteristiche del Board incluse ha impatti sulle politiche innovative. Si sottolinea però come i due indicatori di bontà della regressione siano entrambi inferiori rispetto ai modelli precedenti. Questo significa che inserire variabili relative alla composizione del Board è importante per spiegare il fenomeno in analisi.

#### 4.4.2 Indebitamento

In questo paragrafo verranno analizzati gli effetti delle caratteristiche dei componenti del Board sull'indebitamento della società. Anche in questo caso non si sono prese in considerazione due variabili di controllo: il settore e il flusso di gestione<sup>202</sup>.

Tabella 35 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Struttura del capitale

	Variabile dipendente DEBT_FIN_RICAVI							
	Modello 1B		Modello 2B		Modello 3B		Modello 4B	
	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value
ETA_MEDIA	1.767	0.845	3.665	0.685				
TENURE_MEDIA	23.433	0.149	26.960	0.0959*				
DEV_ST_ETA	8.952	0.440	8.739	0.450			9.849	0.396
DEV_ST_TENURE	6.393	0.701	5.222	0.753			14.748	0.366
DONNE_ASS	44.525	0.113						
STRANIERI_ASS	-18.082	0.585						
DONNE_PER			647.777	0.0162**				
STRANIERI_PER			-46.915	0.877				
ETA_MEDIA_INDICE					36.666	0.671		
TENURE_MEDIA_INDICE					121.995	0.0505*		
ETA_BLAU					174.743	0.494		
TENURE_BLAU					-119.113	0.502		
DONNE_BLAU					514.644	0.0188**		
STRANIERI_BLAU					-103.683	0.660		
ETA_DUMMY							75.859	0.236
TENURE_DUMMY							76.556	0.346
DONNE_DUMMY							82.511	0.0838*
STRANIERI_DUMMY							-7.302	0.915
BOARD_SIZE	-11.430	0.535	-3.863	0.824	-1.203	0.946	-4.257	0.806
LN_ETA_IMPRESA	-1137.212	0.0001***	-1347.946	0.000***	-1204.714	0.000***	-851.809	0.000***
LN_TOT_ATTIVITA	176.145	0.029**	185.128	0.0214**	190.487	0.0182**	191.986	0.0167**
LN_TOT_VAL_PROD	-340.076	0.000***	-336.084	0.000***	-334.196	0.000***	-331.908	0.000***
PN_DUMMY	-44.462	0.790	-45.205	0.786	-43.552	0.794	-34.328	0.837
C	5099.701	0.0006***	5399.568	0.0002***	4836.798	0.0003***	3953.805	0.0008***
Ajusted R-squared	0.358236		0.360331		0.360429		0.358492	
	***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1							

Nella tabella 35 sono riassunti i risultati delle prime quattro regressioni svolte. In tutti e quattro i modelli la variabile dipendente è rappresentata dall'indebitamento espresso attraverso una logica di intensità del debito<sup>203</sup>, le variabili indipendenti sono le

<sup>202</sup> Per le motivazioni della loro esclusione si rimanda a quanto discusso nel paragrafo precedente.

<sup>203</sup> Calcolata secondo la formula:  $\frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Fatturato}}$ .

caratteristiche del Board e infine le variabili di controllo sono le caratteristiche dell'impresa e la dimensione del gruppo.

In prima analisi, tre variabili di controllo assumono coefficienti statisticamente significativi: l'età dell'impresa, il Totale Valore della Produzione e il Totale Attività. Le prime due variabili hanno un p-value sempre minore dell'1% mentre la grandezza dell'impresa registra un p-value sempre minore del 5%. I segni delle relazioni non sono però tutti in linea con quanto asserito nel paragrafo 4.2.3.

Il Totale Attività e il Totale Valore della Produzione assumono dei coefficienti coerenti rispettivamente con la teoria dei costi di fallimento<sup>204</sup> e con la POT. In contrasto, la relazione fra età dell'impresa e struttura del capitale è inversa rispetto all'ipotesi basata sul ciclo di vita.

Questa è una probabile conseguenza del campione utilizzato per l'analisi. Si sono incluse infatti esclusivamente società quotate nel MAT che hanno per loro natura già superato la fase di start-up, momento in cui il rischio idiosincratico è massimo e il capitale di debito minimo.

Le imprese incluse nel set si posizionano quindi principalmente nella fase di maturità oppure di declino del loro ciclo di vita. Le società che si trovano nell'ultima fase affrontano un momento in cui la leva finanziaria è difficile da sostenere ed è quindi necessaria una sua riduzione. Seguendo questa logica il coefficiente negativo della relazione "età dell'impresa - debiti finanziari" risulta coerente.

Analizzando invece le caratteristiche dei componenti del Board solamente due tratti assumono dei coefficienti significativi: la presenza di amministratori di genere femminile e la durata media del mandato.

La presenza di donne ha un impatto positivo sull'intensità del debito. La relazione è significativa in tutti i modelli ad eccezione dell'1B. I p-value sono minori del 5% solamente nei modelli 2B e 3B, infatti, nel modello 4B il coefficiente risulta essere appena significativo (p-value=8,38%).

---

<sup>204</sup> Più l'impresa è grande, minori sono i costi di bancarotta.



Ugualmente, la durata media del mandato ha un impatto positivo sull'indebitamento. La relazione è significativa esclusivamente nei modelli 2B e 3B. In particolare, i p-value sono sempre maggiori del 5%<sup>205</sup>.

In base a quanto emerge in tabella 35 si trova supporto solamente a due ipotesi formulate precedentemente: la presenza di donne aumenta l'intensità del debito grazie al miglior Capitale Sociale da loro apportato e infine una tenure lunga garantisce una reputazione all'amministratore importante nella definizione del rapporto finanziatore-impresa.

Come in tabella 34, la tabella 36 riassume i risultati delle regressioni in cui l'eterogeneità del gruppo viene espressa attraverso l'indice sintetico di Blau. Mentre nel Modello 5B l'indice è comprensivo di tutte e quattro le variabili, nel Modello 6B si separa dall'indice la componente relativa all'età.

Tabella 36 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → Struttura del capitale

Variabile dipendente DEBT_FIN_RICAVI				
	Modello 5B		Modello 6B	
	Coeff	P-value	Coeff	P-value
ETA_MEDIA_INDICE	5.226	0.951	7.519	0.930
TENURE_MEDIA_INDICE	72.244	0.173	73.118	0.168
TOT_BLAU	79.502	0.212		
EX_ETA_BLAU			66.746	0.340
ETA_BLAU			205.898	0.420
BOARD_SIZE	-3.467	0.842	-4.714	0.790
LN_ETA_IMPRESA	-927.757	0.0001***	-893.593	0.0002***
LN_TOT_ATTIVITA	178.715	0.0261**	179.284	0.0257**
LN_TOT_VAL_PROD	-333.123	0.000***	-334.296	0.000***
PN_DUMMY	-46.769	0.779	-45.047	0.787
C	4310.933	0.0006***	4152.392	0.0015***
Ajusted R-squared	0.358851		0.358308	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

In prima analisi, si osserva che in tabella 36 le variabili di controllo assumono le stesse relazioni e i medesimi livelli di p-value rispetto a quanto individuato in tabella 35. Contrariamente, nessuna caratteristica dei componenti del Board assume coefficienti significativi.

Analizzando infine l'indice di bontà della regressione  $R^2$ , il modello che meglio riesce a spiegare la varianza della variabile dipendente è il 3B: modello in cui vi sono due

<sup>205</sup> Si sottolinea come nel modello 2B, considerando un livello massimo di significatività pari al 10%, la relazione sia appena significativa (p-value=9,59%)

caratteristiche degli amministratori significative e dove i loro p-value, in media, sono minori.

#### 4.4.3 Multicollinearità

Quando si propongono delle analisi in cui vi sono modelli di regressione multipli bisogna porre attenzione alla presenza di multicollinearità. Si ha multicollinearità quando le variabili esplicative presentano un'elevata correlazione. La conseguenza sarebbe una distorsione dell'indice di bontà della regressione  $R^2$ : esso potrebbe risultare molto alto a causa della presenza di due variabili differenti che in realtà apportano le stesse informazioni.

Già attraverso una prima analisi delle matrici di correlazione presentate nel paragrafo 4.3 non si individuano correlazioni importanti fra le variabili indipendenti<sup>206</sup>. Data l'importanza degli effetti della multicollinearità sui risultati ottenuti dalle regressioni, si è scelto di indagare più dettagliatamente sulla sua presenza.

Si è calcolato di conseguenza il fattore di inflazione della varianza, detto anche VIF (*Variance Inflation Factor*), per ogni variabile indipendente. La formula per calcolare questo fattore è la seguente:

$$VIF = \frac{1}{1 - R_i^2}$$

Dove  $R_i^2$  rappresenta l'indice di bontà della regressione in cui la variabile *iesima* viene considerata come dipendente e le altre variabili esplicative come regressori. Questo indice assume valori da 1 a più infinito. Più il VIF è alto più è presente multicollinearità. Si sottolinea come non esista un valore limite oltre il quale si può affermare con certezza la presenza del fenomeno. Solitamente si approssima un valore limite pari a 5.

La tabella 37 riassume i risultati del calcolo dell'indice di VIF per i primi quattro modelli. Si osserva come in nessun caso l'indice assuma valori preoccupanti: il valore massimo individuato è quello relativo alla variabile *Donne\_Ass* (3,067).

---

<sup>206</sup> Ad esclusione delle variabili che spiegano lo stesso fenomeno (ad esempio, *Eta\_Media* ed *Eta\_Media\_Indice*) che non sono mai state inserite all'interno di uno stesso modello di regressione.

Tabella 37 VIF modelli 1-4

MODELLO	VIF-INNOVAZIONE				VIF-INTENSITA' DEL DEBITO			
	1	2	3	4	1	2	3	4
	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
ETA_MEDIA	1.425	1.433			1.425	1.433		
TENURE_MEDIA	1.460	1.460			1.462	1.461		
DEV_ST_ETA	1.048	1.048		1.051	1.049	1.049		1.051
DEV_ST_TENURE	1.266	1.255		1.212	1.268	1.257		1.214
DONNE_ASS	3.067				3.067			
STRANIERI_ASS	1.079				1.080			
DONNE_PER		2.953				2.953		
STRANIERI_PER		1.058				1.060		
ETA_MEDIA_INDICE			1.276				1.277	
TENURE_MEDIA_INDICE			1.658				1.659	
ETA_BLAU			1.110				1.110	
TENURE_BLAU			1.425				1.428	
DONNE_BLAU			2.667				2.668	
STRANIERI_BLAU			1.046				1.047	
ETA_DUMMY				1.072				1.074
TENURE_DUMMY				1.017				1.017
DONNE_DUMMY				1.077				1.078
STRANIERI_DUMMY				1.015				1.015
BOARD_SIZE	1.211	1.076	1.136	1.066	1.213	1.079	1.138	1.068
LN_ETA_IMPRESA	2.549	2.726	2.431	1.220	2.549	2.727	2.431	1.221
LN_TOT_ATTIVITA	1.147	1.145	1.150	1.134	1.147	1.145	1.150	1.134
LN_TOT_VAL_PROD	1.114	1.113	1.111	1.113	1.114	1.113	1.111	1.113
PN_DUMMY					1.007	1.008	1.010	1.006
C	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

I risultati non variano quando si prendono in considerazione i modelli 5 e 6 (vedi tabella 38). Si osserva infatti come anche in questi modelli in nessun caso l'indice di VIF raggiunga valori preoccupanti: il valore massimo individuato è quello relativo all'indice di Blau complessivo ad esclusione dell'età nel modello 6 (Ex\_Eta\_Blau).

Tabella 38 VIF modelli 5 e 6

MODELLO	VIF-INNOVAZIONE		VIF-INTENSITA' DEL DEBITO	
	5	6	5	6
	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
ETA_MEDIA_INDICE	1.242	1.247	1.244	1.248
TENURE_MEDIA_INDICE	1.192	1.194	1.195	1.197
TOT_BLAU	1.761		1.761	
EX_ETA_BLAU		1.903		1.903
ETA_BLAU		1.106		1.106
BOARD_SIZE	1.083	1.111	1.085	1.114
LN_ETA_IMPRESA	1.645	1.833	1.645	1.833
LN_TOT_ATTIVITA	1.138	1.138	1.138	1.138
LN_TOT_VAL_PROD	1.103	1.110	1.103	1.110
PN_DUMMY			1.007	1.007
C	NA	NA	NA	NA

Si può quindi affermare che nessuno dei modelli analizzati soffre di problemi di multicollinearità. L'indice di bontà della regressione  $R^2$  aggiustato e i coefficienti Beta stimati sono quindi non distorti.

#### 4.4.4 Conclusioni analisi dei coefficienti dei Modelli di Regressione

L'obiettivo di questo paragrafo era quello di individuare le relazioni esistenti fra caratteristiche del Board e politiche finanziarie implementate dall'impresa attraverso l'analisi dei coefficienti delle regressioni.

##### *Innovazione*

La prima variabile dipendente considerata consiste negli investimenti in innovazione. I risultati ottenuti, per quanto riguarda l'età, non sono in linea con quanto ipotizzato precedentemente (vedi paragrafo 4.1.1). Non risulta nessuna relazione significativa fra entrambe le dimensioni della caratteristica (media ed eterogeneità) e le politiche di innovazione implementate dalla società.

Delle altre tre caratteristiche incluse nei modelli, solamente due registrano relazioni significative. In particolare, la diversità in termini di durata del mandato<sup>207</sup> (e non la sua media) ha degli impatti negativi, mentre la presenza di minoranze di genere aumenta gli investimenti in innovazione.

Per quanto riguarda l'analisi degli effetti dell'eterogeneità quando misurata mediante i tre indici sintetici (modelli 5A e 6A), non vengono individuate in nessun caso relazioni significative.

Un'interpretazione dei risultati ottenuti analizzando le politiche di innovazione, porta ad affermare che il fattore principale che influenza gli investimenti in ricerca e sviluppo consiste nella liquidità generata dalla società. Infatti, nei modelli 5A e 6A l'unica variabile significativa è il Totale Valore della Produzione.

Invece, nei modelli dall'1A al 4A risultano essere significativi anche alcuni tratti degli amministratori. Il contenuto informativo apportato da queste variabili migliora la bontà della regressione.

Data la liquidità generata, la presenza di amministratrici, grazie ai punti di vista differenti da loro apportati nel processo decisionale, porta ad un aumento degli investimenti in innovazione. Contrariamente l'eterogeneità in termini di durata del mandato ha degli effetti negativi.

---

<sup>207</sup> Si sottolinea che la relazione è significativa solo quanto la diversità viene misurata attraverso la deviazione standard (modelli 1A, 2A e 4A).

Nel capitolo 1 si sono definite due tipologie differenti di conflitti: di attività ed emotivi. Mentre i primi fanno riferimento alla modalità di condurre il business, i secondi sono conseguenti a comportamenti discriminatori e sono caratterizzati da rabbia e frustrazione<sup>208</sup>.

Anche se è possibile che vi siano delle discriminazioni in base alle caratteristiche cognitive degli amministratori (Westphal & Milton, 2000), si ipotizza che considerando la tenure i conflitti principali derivino da visioni diverse sul come condurre il business<sup>209</sup> (conflitti di attività).

Si può quindi affermare che i conflitti di attività derivanti dall'eterogeneità in termini di durata del mandato sono maggiori rispetto ai benefici conseguenti alla nomina di amministratori più propensi a innovare.

In contrasto, i conflitti derivanti da comportamenti discriminatori sono minori degli effetti positivi dovuti all'inclusione di punti di vista, valori e culture differenti all'interno del processo decisionale.

### *Indebitamento*

Anche quando si considera la seconda variabile dipendente, l'indebitamento (misurato attraverso un indice di intensità del debito), nessuna caratteristica del Board relativa all'età assume coefficienti statisticamente significativi. Non si trova supporto empirico a quanto ipotizzato nel paragrafo 4.1.1.

Delle altre tre caratteristiche incluse nel modello solamente due assumono relazioni statisticamente significative: l'eterogeneità in termini di genere e la durata media del mandato. Entrambi i coefficienti hanno segno positivo.

Si sottolinea come la relazione fra intensità del debito e presenza di donne è statisticamente significativa nei modelli 2B, 3B e 4B. Quella fra indebitamento e durata media del mandato lo è solamente nei modelli 2B e 3B. Viene quindi individuato supporto alle ipotesi *H7* e *H10*.

Inoltre, come è possibile osservare in tabella 36, l'eterogeneità in termini di età non ha effetti consistenti sulla relazione fra diversità complessiva del Board e indebitamento

---

<sup>208</sup> Vedi paragrafo 1.2.1.

<sup>209</sup> Ad esempio, essere meno legati allo *status quo* rientra in questa categoria.

della società. Non risulta significativo sia l'indice di Blau complessivo (BLAU\_TOT, modello 5B) che l'indice di Blau in cui viene omessa l'eterogeneità in termini di età (EX\_ETA\_BLAU).

Commentando i risultati nel complesso, si sottolinea come considerando la struttura del capitale, le variabili di controllo hanno un impatto importante sulla variabile dipendente. Infatti, analizzando l'innovazione solamente una variabile di controllo assume un coefficiente statisticamente significativo, invece, nel rapporto in questione si osservano tre relazioni con un p-value minore del 10%.

In primis, includendo nel campione solamente società quotate, il livello di passività finanziarie diminuisce all'aumentare dell'età della società: l'impresa si avvicina/si trova ad affrontare la fase di declino e deve quindi alleggerire la leva finanziaria. Le altre due variabili di controllo assumono invece dei coefficienti coerenti con quanto ipotizzato nel paragrafo 4.2.3.

Quando assumono significatività le variabili rappresentative dei tratti degli amministratori, il modello di regressione fornisce dei risultati migliori dal punto di vista dell' $R^2$  aggiustato. Si può quindi affermare che le caratteristiche dei componenti del Board apportano un contenuto informativo importante nello spiegare la varianza del capitale di debito.

Il Capitale Sociale apportato dagli amministratori di genere femminile e la reputazione dei direttori con una tenure elevata sono fattori importanti nel rendere attrattiva l'impresa per i finanziatori.

Si osserva inoltre che nei modelli in cui i tratti degli amministratori assumono coefficienti significativi, i p-value delle variabili di controllo diminuiscono (ad eccezione di quello relativo al Totale Valore della Produzione che mantiene un livello pressoché costante). Questo significa che esse, a parità di condizioni, hanno un maggior impatto sulla variabile dipendente. Ci si chiede quindi quale possa essere la motivazione "economica" di quanto appena osservato.

Analizzando le relazioni esistenti fra le due variabili di controllo che mostrano un p-value non stabile e le due caratteristiche dei componenti del Board significative si osservano le seguenti correlazioni:

1. Relazione positiva e significativa dell'età dell'impresa con la presenza di donne e di amministratori con una tenure lunga;
2. Relazione negativa fra grandezza dell'impresa e durata del mandato;
3. Relazione che varia al variare della metodologia di calcolo adottata per rappresentare la presenza di donne nel Board fra grandezza dell'impresa e amministratrici: positiva nel caso in cui si utilizzi il numero assoluto, non significativa nei modelli che contemplano la percentuale oppure l'indice di Blau e infine negativa nei modelli che sfruttano le variabili Dummy.

Questo evidenzia, a titolo esemplificativo, che nelle imprese più longeve vi sono più donne e direttori con una durata del mandato superiore rispetto alle imprese giovani. L'effetto positivo sull'indebitamento causato da queste due tipologie di amministratori viene probabilmente compensato da una maggiore magnitudo (negativa) della variabile relativa all'età.

Anche se in queste società è disponibile un miglior Capitale Sociale e una maggiore reputazione dell'impresa, i margini di profitto in calo costringono il Board a ridimensionare la propria struttura del capitale in modo da poter affrontare la fase del declino in maniera efficace.

Si evidenzia però che, a parità di posizionamento della società nel ciclo di vita, la presenza di donne e di amministratori con una tenure elevata, grazie al loro miglior legame con l'ambiente esterno, aumenta l'intensità del debito.

Ugualmente a quanto appena commentato, quando assumono significatività le caratteristiche del Board aumenta l'incidenza del Totale Attività sull'indebitamento della società.

Le relazioni negative individuate fra tratti degli amministratori e la *firm size* evidenziano che le donne (esclusivamente quando si utilizzano le variabili Dummy) e i direttori con una tenure lunga si concentrano in imprese di dimensioni minori, società in cui i costi di fallimento sono più alti rispetto a quelle di maggiore grandezza.

La diminuzione progressiva del p-value della variabile Totale Attività nei modelli dal 2B al 4B può essere indicativa della seguente dinamica: la presenza di donne e di amministratori con una tenure lunga nelle società di minori dimensioni fa diminuire l'impatto negativo dei costi di fallimento dell'impresa in questione.

Infatti, a parità di dimensioni, e quindi di costi di bancarotta, l'aumento della magnitudo del coefficiente relativo alla *firm size* indica una maggiore quantità di passività finanziarie detenute dall'impresa. Questo grazie al miglior Capitale Sociale delle donne e alla maggiore reputazione dei direttori con una durata del mandato lunga.

#### **4.5 Conclusioni: Chi dovrebbe sedere nel Board?**

I risultati ottenuti nell'analisi svolta in questo capitolo possono essere utili sia per i soggetti chiamati a nominare i componenti del Board sia per gli stakeholders dell'impresa.

Se la società si trovasse ad affrontare una crisi dovuta all'offerta di prodotti e/o servizi obsoleti, quanto osservato nei paragrafi precedenti può essere utile per recuperare le quote di mercato perse. Chi si occupa della nomina degli amministratori deve indirizzare le proprie scelte verso soggetti di genere femminile.

Inoltre, l'eterogeneità in termini di durata del mandato alimenta i conflitti di attività. Essi hanno degli effetti negativi sul processo decisionale che il gruppo è chiamato a concludere.

In caso di scarsa innovazione delle scelte approvate dal Board chi si occupa della nomina degli amministratori deve quindi implementare una serie di meccanismi volti alla gestione e/o alla eliminazione dei suddetti conflitti all'interno del team.

Da un punto di vista pratico, la scelta giusta è quella di rinnovare il Board sostituendo i membri in carica da più anni con nuovi direttori di genere femminile. Dai risultati osservabili in tabella 33, infatti, un gruppo composto interamente da direttori di genere maschile nominati in anni diversi non ha le competenze necessarie per adottare le politiche innovative indispensabili per ristabilire l'influenza dell'impresa nel mercato<sup>210</sup>.

Dall'altro lato, gli stakeholders, oppure i soggetti esterni all'impresa, possono costruire le proprie aspettative sulle politiche finanziarie future della società tenendo conto delle dinamiche osservate nel rinnovamento dei componenti del gruppo.

---

<sup>210</sup> Si è affermato che bisognerebbe sostituire i direttori con una tenure più lunga con amministratori di genere femminile. Infatti, mediante questa sostituzione, oltre ad aumentare l'incidenza delle donne, si diminuirebbe l'eterogeneità in termini di durata del mandato. A rigor di logica, se si sostituissero i membri di più recente nomina la diversità in termini di tenure aumenterebbe oppure, nella migliore delle ipotesi, resterebbe invariata.



Se invece vi fosse la necessità di gestire l'intensità del debito (quando, a titolo puramente esemplificativo, i flussi di cassa dell'impresa non sono sufficienti per soddisfare il fabbisogno di liquidità) risulta importante la durata media del mandato degli amministratori (non la sua eterogeneità) e ancora una volta la presenza di direttori di genere femminile.

In sede di rinnovo del CdA è quindi appropriato sostituire i direttori nominati più recentemente con amministratrici<sup>211</sup>. La simbiosi fra il miglior Capitale Sociale delle donne e la maggior reputazione degli amministratori con una tenure lunga avrebbe come effetto un più semplice accesso al credito.

Seguendo quanto affermato in letteratura (e.g. Backhaus et Al., 2002 e Chemmanur et Al., 2019) le donne oltre ad apportare un insieme di legami migliore aumentano la reputazione dell'impresa percepita dal mercato.

Si può quindi affermare che quando la società ha necessità di risorse finanziarie deve investire sulla propria reputazione. In questo modo vengono inviati al mercato dei segnali positivi rendendo più semplice l'accesso al credito.

In conclusione, si può affermare che la nomina di direttori di genere femminile apporta due effetti benefici importanti. La loro presenza all'interno del Board rappresenta quindi un asset importante su cui investire per il successo della società.

In primo luogo, si alimenta l'innovazione dell'impresa: un tassello fondamentale per vincere la concorrenza. In secondo luogo, le donne garantiscono un più semplice accesso alle risorse finanziarie. Liquidità che può essere sfruttata non solo come supporto alle dinamiche caratteristiche della gestione aziendale ma anche investita in progetti di innovazione che le stesse donne promuovono all'interno della *Boardroom*.

---

<sup>211</sup> Si sottolinea come in questo caso la soluzione giusta sia quella di sostituire i manager nominati più recentemente. In questo modo rimarrebbero nella *Boardroom* gli amministratori in carica da più anni dotati di reputazione e di esperienza. Attraverso questa scelta aumenterebbe l'eterogeneità in termini di tenure ma, come si può osservare dalla tabella 35, essa non ha impatti significativi sull'intensità delle passività finanziarie.



# CAPITOLO 5 – CARATTERISTICHE DEGLI AMMINISTRATORI E PERFORMANCE AZIENDALE. L'INNOVAZIONE FUNGE DA MEDIATORE?

Una volta compresi gli effetti delle caratteristiche dei membri del Board sulle politiche finanziarie, si procede con l'analisi degli impatti dei tratti degli amministratori sulle performance dell'impresa.

Prendendo come riferimento la teoria dell'Upper Echelons (Hambrick e Mason, 1984), riassunta in un'immagine in figura 2, nel Capitolo precedente si sono ricercati gli effetti delle “caratteristiche osservabili”<sup>212</sup> degli amministratori sulle scelte strategiche (politiche finanziarie). Nel presente capitolo verranno invece analizzate due differenti relazioni:

1. Caratteristiche del Board e performance finanziarie. Gran parte della ricerca si è infatti concentrata sull'individuazione di un canale diretto fra *Board Diversity* e *firm value* (e.g. Ararat et Al., 2010; Carter et Al., 2010; Ciavarella, 2017);
2. Effetti di mediazione delle politiche di innovazione nella relazione esistente, se esistente, fra caratteristiche del Board e redditività dell'impresa (e.g. Miller e Triana, 2009).

## 5.1 Ipotesi del Modello

Per la ricerca degli effetti di mediazione si seguirà la metodologia proposta da Baron & Kenny (1986). Un esempio di questa tecnica può essere osservato nella analisi svolta da Miller e Triana (2009) i cui risultati sono disponibili in tabella 19.

Gli step da seguire per individuare gli effetti indiretti sono quattro<sup>213</sup>. Nel capitolo precedente si sono svolte le analisi previste nel secondo step. Si procederà ora con la costruzione delle ipotesi relative ai rimanenti tre passi.

---

<sup>212</sup> Si rammenta che gli autori fanno rientrare fra le caratteristiche osservabili tutti i tratti che possono essere in qualche modo misurati, non esclusivamente quelli demografici.

<sup>213</sup> Vedi paragrafo 2.5.5.

### *Ipotesi primo step*

La ricerca degli effetti delle caratteristiche del Board sul valore dell'impresa consiste nel primo passo da affrontare. Si tratta della cosiddetta relazione diretta. Le ipotesi sulla relazione in questione verranno formulate in accordo con quanto discusso nel paragrafo 4.1.

Nel capitolo precedente si sono infatti ipotizzati degli effetti positivi dell'eterogeneità della composizione del Board sia sull'innovazione che sull'intensità del capitale di debito. Gli assunti rimangono quindi invariati.

Si ipotizza che la diversità dei tratti dei componenti del Board consenta di apportare un insieme eterogeneo di esperienze, valori, culture, abilità e legami (sia con l'ambiente esterno che con quello interno) fondamentale per garantire la sopravvivenza dell'impresa nel mercato e la sua redditività<sup>214</sup>. Le ipotesi che verranno testate nei paragrafi successivi sono le seguenti:

*H13 L'eterogeneità in termini di età aumenta le performance dell'impresa.*

*H14 L'eterogeneità in termini di nazionalità aumenta le performance dell'impresa.*

*H15 L'eterogeneità in termini di genere aumenta le performance dell'impresa.*

*H16 L'eterogeneità in termini di tenure aumenta le performance dell'impresa.*

Una volta formulate le ipotesi sulle conseguenze dell'eterogeneità dei tratti rimangono le previsioni relative agli effetti del loro livello medio. Si fa riferimento in particolare all'età e alla tenure dei componenti del Board.

In base a quanto è stato individuato nell'analisi delle correlazioni svolta nel paragrafo 4.3 si è compreso come l'esperienza lavorativa, in termini di anni, degli amministratori più anziani abbia un impatto positivo sull'innovazione dell'impresa.

In accordo con quanto osservato nelle tabelle 28, 29, 30 e infine 31 si ipotizza che anche nella relazione "età media – firm performance" siano predominanti gli effetti benefici del miglior Capitale Sociale e della maggiore esperienza dei manager più anziani.

*H17 All'aumentare dell'età media aumentano le performance dell'impresa.*

---

<sup>214</sup> Per una discussione più dettagliata su come ogni singola caratteristica può influire sulle performance dell'impresa si rimanda a quanto già discusso nel primo capitolo.

In conclusione, si ipotizza che un aumento della durata del mandato dei componenti del Board abbia un impatto positivo sulla performance aziendale. Infatti, i direttori che ricoprono il proprio incarico da molto tempo hanno a disposizione una “riserva di informazioni” importante per amministrare in modo efficace ed efficiente l’impresa. Si vuole testare quindi, per le società italiane quotate nel MAT, la relazione individuata da Bonini et Al. (2017).

*H18 All’aumentare della tenure media aumenta la performance aziendale.*

#### *Ipotesi terzo step*

Il terzo step del modello consiste nella ricerca della relazione esistente fra la variabile di mediazione, che nel caso in analisi è rappresentata dall’innovazione, e la redditività dell’impresa.

Le politiche innovative permettono di costruire un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti. Questo porta all’aumento della quota di mercato dell’impresa garantendo performance finanziarie migliori (Miller e Triana, 2009).

*H19 All’aumentare delle politiche di innovazione aumenta la redditività dell’impresa.*

#### *Ipotesi quarto step*

In conclusione, il quarto step consiste nell’analisi degli effetti di mediazione dell’innovazione sulla relazione esistente fra caratteristiche degli amministratori e performance finanziarie. Prima di procedere con l’analisi prevista in questo passo è però necessario che siano rispettate le seguenti condizioni:

1. Osservazione di almeno una relazione significativa all’interno di quelle ipotizzate nel primo step;
2. Relazione significativa fra innovazione e performance finanziarie;
3. I segni delle relazioni individuate nei punti 1. e 2. devono essere coerenti nella direzione.

A titolo esemplificativo, si sono individuati nella tabella 33 degli effetti positivi della presenza del genere femminile sull’innovazione dell’impresa. Se si individuassero in questo capitolo le seguenti relazioni:

1. Effetto positivo della presenza di amministratrici sulla performance;
2. Effetto positivo delle politiche di innovazione sulla performance.

Si potrebbe affermare che l'innovazione *media* la relazione positiva esistente fra presenza di donne e redditività aziendale<sup>215</sup>. Nel caso in cui uno dei due effetti fosse negativo mancherebbe la condizione di coerenza: non vi sarebbe quindi mediazione.

*H20 In base alla significatività e al segno delle relazioni individuate, si ipotizza che le politiche innovative abbiano un effetto di mediazione nella relazione esistente fra caratteristiche del Board e performance finanziarie.*

## **5.2 Metodologia di analisi**

La metodologia di misurazione delle variabili indipendenti e di controllo è invariata rispetto a quanto discusso nel capitolo precedente. Si rimanda quindi alla lettura del paragrafo 4.2 e della tabella 27 per la modalità in cui sono state calcolate le seguenti variabili: caratteristiche del Board, variabili di controllo e innovazione.

Ci si sofferma in questo paragrafo sulla metodologia di rappresentazione della redditività dell'impresa. In accordo con la letteratura si propongono sia misurazioni derivanti da dati di bilancio che da valori di mercato<sup>216</sup>.

Così facendo, oltre a verificare se gli impatti della composizione del Board variano al variare della metodologia di misurazione dei tratti degli amministratori adottata (numero assoluto, percentuale, ecc.), si vogliono individuare gli effetti della modalità di rappresentazione delle performance aziendali sulla significatività delle relazioni.

Infatti, spesso in letteratura quando si passa da indici di bilancio a performance basate su dati di mercato, le relazioni perdono di significatività (e.g. Ciavarella, 2017; Güner et Al., 2008).

Le due misure adottate per approssimare la redditività della società sono: il ROA e il Tobin's Q. Il primo è calcolato attraverso dati di bilancio. Il secondo è invece una misurazione che considera anche valori di mercato.

Per quanto riguarda il ROA, l'indice è stato adottato in letteratura dalle analisi svolte, a titolo esemplificativo, da: Arosa et Al. (2013), Erhardt et Al. (2003), Li et Al. (2011) e Miller e Triana (2009).

---

<sup>215</sup> Oltre alla coerenza dei segni è necessario che il p-value della variabile relativa alla caratteristica del Board, quando nel modello si include la variabile di mediazione, aumenti.

<sup>216</sup> Vedi paragrafo 2.5.1.

Con riferimento all'utilizzo del Tobin's Q, esso è stato invece proposto, a titolo esemplificativo, da: Bonini et Al. (2017), Cremers et Al. (2017) e Güner et Al. (2008). Non tutti però utilizzano la medesima metodologia di calcolo<sup>217</sup>.

Entrambi i parametri sono stati estratti dal database AIDA. La banca dati fornisce i rapporti così calcolati:

1.  $ROA = \frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Totale Attività}}$ ;
2.  $Tobin's Q = \frac{\text{Capitalizzazione di Mercato}}{\text{Total Attività}}$ .

Analizzando l'estrazione dei dati ci si è accorti della non disponibilità di molte osservazioni relative al Tobin's Q. Con l'intento di massimizzare il numero di osservazioni incluse nell'analisi, si è deciso di integrare i dati raccolti tramite l'interrogazione della banca dati AIDA con le informazioni disponibili all'interno del database ORBIS.

Entrambe le banche dati sono edite da Bureau Van Dijk e utilizzano lo stesso quoziente per approssimare il Tobin's Q. L'integrazione dei dati è quindi coerente. Per essere certi di quanto appena affermato sono stati svolti dei controlli "incrociati".

Infatti, oltre all'estrazione delle osservazioni non disponibili su AIDA, sono stati scaricati anche dei quozienti già disponibili in modo da essere certi che i valori coincidessero. Si sottolinea come anche dopo questa integrazione alcuni indici siano risultati mancanti. Si sono quindi eliminate le osservazioni in questione.

### 5.2.1 Effetti previsti delle variabili di controllo

Nel capitolo precedente ci si è soffermati sugli effetti che le variabili di controllo incluse nei modelli potrebbero avere sulle politiche finanziarie. In questo paragrafo si discuteranno brevemente gli effetti delle suddette variabili sulle performance dell'impresa.

Gli impatti della *firm size* sulla redditività aziendale potrebbero essere sia positivi che negativi. Se da un lato le imprese di grandi dimensioni possono trarre beneficio da maggiori economie di scala e da un maggior potere di negoziazione, dall'altro, grandi

---

<sup>217</sup> Vedi paragrafo 2.5.1.

dimensioni potrebbero dare vita a problemi di asimmetria informativa fra proprietà e management.

La redditività dell'impresa può variare anche in base all'età della stessa. A seconda del posizionamento all'interno del proprio ciclo di vita variano le possibilità di crescita e le performance registrate. Con l'avanzare dell'età dell'impresa la sua struttura potrebbe irrigidirsi. Ad esempio, potrebbero aumentare i costi, diventare obsoleti gli impianti e infine diminuire gli investimenti in ricerca e sviluppo (e.g. Loderer e Waelchli, 2010).

Sia la liquidità generata che il totale valore della produzione potrebbero avere degli impatti positivi sulla redditività. Ad esempio, ricavi maggiori, a parità di costi portano a un aumento della *bottom line*<sup>218</sup>.

Per quanto riguarda il settore invece, come affermato precedentemente, le performance dipendono sia dallo stato dell'economia in generale che dall'andamento del settore di appartenenza<sup>219</sup>.

In conclusione, si è considerata come variabile di controllo la grandezza del Board. Come nel capitolo precedente si ipotizza che più grande è il team più conoscenze vengono apportate all'interno del processo decisionale rendendo le decisioni approvate migliori (ipotesi quantitativa della RDT). Di conseguenza si registrerebbero performance maggiori.

### **5.3 Analisi delle correlazioni**

Si propone la stessa metodologia di analisi percorsa nel Capitolo 4. Si inizierà analizzando le matrici di correlazione fra le variabili e infine si commenteranno i coefficienti delle regressioni a effetti fissi.

Si sottolinea come in questa prima analisi delle correlazioni non sarà possibile individuare gli effetti di mediazione. Si potrà però osservare una prima rappresentazione delle relazioni esistenti fra le variabili (primo e terzo step).

---

<sup>218</sup> Si veda Brush et Al. (2000) per un'analisi dei legami esistenti fra crescita del fatturato, flussi di cassa e performance dell'impresa.

<sup>219</sup> Si veda quanto affermato in relazione alla *Contingency Theory* (paragrafo 2.4.3) e all'importanza del settore di appartenenza (paragrafo 2.5.4).



Come nel capitolo precedente si osserveranno quattro matrici di correlazione differenti a seconda della metodologia adottata nella misurazione delle caratteristiche dei componenti del Board.

Si soffermerà l'attenzione sulle correlazioni non commentate precedentemente. Si fa riferimento a quelle fra misure di performance (ROA e Tobin's Q) e tutte le altre variabili<sup>220</sup>.

### 5.3.1 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando il numero assoluto

In tabella 39 è possibile osservare la matrice di correlazione in cui l'eterogeneità delle caratteristiche dei componenti del Board è misurata attraverso il numero assoluto di donne e di stranieri e mediante la deviazione standard dell'età e della durata del mandato.

In prima analisi, per quanto riguarda il rapporto esistente fra misure di performance e innovazione, non si individuano correlazioni statisticamente significative. Da un primo studio delle correlazioni sembrerebbe quindi non verificata la condizione necessaria prescritta dal terzo step per individuare gli effetti di mediazione. Non viene individuato supporto all'ipotesi *H19*.

#### *ROA*

Analizzando le correlazioni fra caratteristiche del Board e ROA si trova supporto a tutte le ipotesi formulate nel paragrafo 5.1, ad eccezione dell'eterogeneità in termini di nazionalità (*H14*). I p-value osservati, in tutti i casi, sono minori dell'1%.

In particolare, tutte le variabili rappresentative della diversità delle caratteristiche degli amministratori hanno un impatto positivo e significativo sulla redditività aziendale (ipotesi: *H13*, *H15* e *H16*).

Infine, all'aumentare dell'età e della durata media del mandato aumenta la redditività dell'impresa. Sia l'esperienza lavorativa fornita dagli anni di lavoro che la "riserva di informazioni" costituiscono due fattori importanti per determinare la positività delle performance aziendali (*H17* e *H18*).

Con riferimento alle relazioni osservabili fra variabili di controllo e l'indicatore di performance si osservano delle correlazioni positive e significative con tutte le variabili,

---

<sup>220</sup> Non si commenteranno quindi le relazioni fra caratteristiche del Board e variabili di controllo.

ad eccezione del flusso di cassa. L'età dell'impresa è significativa al 10% mentre le altre caratteristiche dell'impresa lo sono all'1%.

In conclusione, la correlazione fra ROA e dimensione del Board è positiva e statisticamente significativa all'1%: viene individuato supporto all'ipotesi quantitativa della RDT.

### *Tobin's Q*

Quando la redditività aziendale viene misurata attraverso il Tobin's Q si osservano delle variazioni rispetto alle correlazioni commentate precedentemente. In primis, entrambe le dimensioni relative all'età degli amministratori perdono di significatività. Non viene individuato supporto alle ipotesi *H13* e *H17*.

Per quanto riguarda invece la presenza di amministratori di genere femminile e le due dimensioni della tenure non si riscontrano differenze rispetto alla relazione con il ROA. Le caratteristiche appena citate sono infatti correlate positivamente con il Tobin's Q. Si trova supporto alle ipotesi *H15* e *H16* e *H18*.

In aggiunta, assume significatività il coefficiente relativo all'eterogeneità in termini di nazionalità. La relazione individuata è positiva e statisticamente significativa al 5%. Contrariamente a quanto osservato nella relazione con il ROA, in questo caso viene individuato supporto all'ipotesi *H14*.

In conclusione, anche considerando il Tobin's Q come approssimazione delle performance aziendali si trova supporto all'ipotesi quantitativa della RDT: il coefficiente della relazione è infatti positivo e significativo all'1%. In aggiunta, il flusso di cassa non assume una relazione significativa neppure in questa analisi.

Con riferimento alle altre variabili di controllo si osservano però delle differenze rispetto a quanto individuato nella relazione con il ROA. In primis, risulta non significativo il settore di appartenenza. Inoltre, l'età e la grandezza dell'impresa assumono dei coefficienti negativi. Il primo significativo al 5% mentre il secondo all'1%.

Tabella 39 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso il numero assoluto

Correlation Probability	INNOVAZIONE	ROA	TOBIN	ETA_MEDIA	TENURE_MEDIA	DEV_ST_ETA	DEV_ST_TENURE	DONNE_ASS	STRANIERI_ASS	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000 -----														
ROA	0.048 0.114	1.000 -----													
TOBIN	0.023 0.453	0.267 0.000	1.000 -----												
ETA_MEDIA	0.070 0.019	0.103 0.001	0.030 0.315	1.000 -----											
TENURE_MEDIA	0.001 0.984	0.188 0.000	0.069 0.023	0.337 0.000	1.000 -----										
DEV_ST_ETA	0.020 0.517	0.084 0.005	0.002 0.956	0.194 0.000	0.285 0.000	1.000 -----									
DEV_ST_TENURE	0.001 0.978	0.159 0.000	0.106 0.000	0.220 0.000	0.704 0.000	0.302 0.000	1.000 -----								
DONNE_ASS	0.066 0.028	0.086 0.004	0.134 0.000	-0.013 0.657	-0.095 0.002	-0.008 0.788	0.178 0.000	1.000 -----							
STRANIERI_ASS	-0.038 0.210	-0.014 0.651	0.061 0.042	0.007 0.826	-0.170 0.000	-0.064 0.034	-0.081 0.007	0.151 0.000	1.000 -----						
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.106 0.000	0.083 0.006	0.307 0.000	-0.039 0.196	0.069 0.021	0.017 0.581	0.485 0.000	0.196 0.000	1.000 -----					
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.044 0.140	-0.025 0.409	0.055 0.067	-0.171 0.000	-0.128 0.000	-0.168 0.000	0.056 0.061	0.141 0.000	0.125 0.000	1.000 -----				
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	0.056 0.063	-0.113 0.000	0.111 0.000	0.192 0.000	0.119 0.000	0.219 0.000	0.111 0.000	0.056 0.062	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000 -----			
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.223 0.000	-0.077 0.011	0.251 0.000	-0.167 0.000	-0.087 0.004	-0.125 0.000	0.198 0.000	0.139 0.000	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000 -----		
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	0.351 0.000	0.150 0.000	0.205 0.000	0.056 0.064	-0.023 0.440	0.070 0.020	0.083 0.006	0.083 0.006	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000 -----	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.156 0.000	-0.006 0.841	-0.167 0.000	-0.188 0.000	-0.212 0.000	-0.163 0.000	-0.005 0.879	0.034 0.256	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	1.000 -----

### 5.3.2 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando la percentuale

In tabella 40 è riportato un estratto della matrice di correlazione completa in cui l'eterogeneità in termini di genere e di nazionalità viene espressa attraverso il valore percentuale. Dato che le uniche correlazioni che variano rispetto alla tabella 39 sono appunto quelle relative alle misurazioni percentuali si riportano solo questi valori.

Rispetto a quanto individuato in tabella 39 si riscontrano le seguenti differenze:

1. Perde significatività la correlazione fra presenza di amministratori di genere femminile e ROA;
2. Perde significatività la correlazione fra presenza di amministratori appartenenti ad una minoranza nazionale e Tobin's Q.

*Tabella 40 Estratto della matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso la percentuale.*

Correlation Probability	ROA	TOBIN
DONNE_PER	0.030 0.323	0.097 0.001
STRANIERI_PER	-0.021 0.484	0.044 0.140

### 5.3.3 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando l'indice di Blau

In tabella 41 è possibile analizzare le correlazioni fra eterogeneità delle caratteristiche dei membri del Board misurate attraverso l'indice di diversità proposto da Blau e le performance aziendali. Si sottolinea come, in questo caso, l'età e la durata del mandato media vengano calcolate attraverso le osservazioni trasformate nella variabile che assume valori da 1 a 5.

#### *ROA*

In prima analisi, entrambe le variabili trasformate (età e tenure) hanno un impatto positivo e significativo sul ROA. Si trova quindi, anche in questo caso, supporto alle ipotesi *H17* e *H18*. Inoltre, il livello di significatività è per ambedue dell'1%.

Dei quattro indici di Blau relativi alle singole caratteristiche, solamente due assumono correlazioni statisticamente significative: ETA\_BLAU e TENURE\_BLAU. Il livello di significatività è per il primo pari al 5% mentre dell'1% per il secondo. Per quanto riguarda le ipotesi relative all'eterogeneità del Board si trova supporto esclusivamente alla *H13* e alla *H16*.

Analizzando invece le correlazioni fra ROA e indici complessivi di diversità, si osservano delle relazioni significative all'1% e positive. Escludendo l'eterogeneità in termini di età sia il livello di significatività che la magnitudo diminuiscono. Questo è un importante indizio sull'importanza della diversità in termini di età sugli effetti dell'eterogeneità complessiva sulla redditività aziendale.

### *Tobin's Q*

Le correlazioni fra Tobin's Q e caratteristiche del Board, che si possono osservare in tabella 41, rappresentano una situazione diversa rispetto a quanto appena discusso considerando il ROA.

In primo luogo, delle due variabili relative al livello medio dei tratti degli amministratori, solamente la durata del mandato è correlata significativamente con il Tobin's Q. Inoltre, mentre precedentemente il p-value era inferiore all'1% ora è pari al 4,5%. Il coefficiente mantiene però il segno positivo. Si trova supporto esclusivamente all'ipotesi *H18*.

In secondo luogo, risultano due indici di Blau non significativi e sono relativi all'età e alla durata del mandato. Invece, la presenza di donne è correlata con coefficiente positivo e significativo all'1% con il Tobin's Q. Infine, l'indice di Blau corrispondente alla nazionalità è anch'esso correlato con un coefficiente positivo e significativo al 5% con la redditività dell'impresa. Si trova supporto esclusivamente alle ipotesi *H14* e *H15*.

In conclusione, entrambi gli indici di Blau complessivi assumono delle correlazioni positive e significative all'1% con il Tobin's Q. L'eterogeneità in termini di età però sembra non influenzare la relazione. Infatti, escludendo la caratteristica non variano né il p-value né la magnitudo della correlazione (quest'ultima per lo meno non di un valore significativo).

Tabella 41 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso l'indice di Blau

Correlation Probability	INNOVAZIONE	ROA	TOBIN	ETA_MEDIA_INDICE	TENURE_MEDIA_INDICE	ETA_BLAU	TENURE_BLAU	DONNE_BLAU	STRANIERI_BLAU	TOT_BLAU	EX_ETA_BLAU	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000 ----																
ROA	0.048 0.114	1.000 ----															
TOBIN	0.023 0.453	0.267 0.000	1.000 ----														
ETA_MEDIA_INDICE	0.066 0.029	0.097 0.001	0.025 0.400	1.000 ----													
TENURE_MEDIA_INDICE	0.007 0.812	0.185 0.000	0.060 0.045	0.294 0.000	1.000 ----												
ETA_BLAU	0.048 0.113	0.071 0.019	0.039 0.192	-0.025 0.413	0.006 0.829	1.000 ----											
TENURE_BLAU	0.055 0.067	0.157 0.000	0.043 0.151	0.204 0.000	0.550 0.000	0.175 0.000	1.000 ----										
DONNE_BLAU	0.035 0.247	0.045 0.138	0.101 0.001	-0.167 0.000	-0.128 0.000	0.133 0.000	0.074 0.014	1.000 ----									
STRANIERI_BLAU	-0.043 0.156	0.003 0.918	0.068 0.023	0.003 0.922	-0.166 0.000	-0.008 0.785	-0.035 0.248	0.044 0.143	1.000 ----								
TOT_BLAU	0.034 0.264	0.116 0.000	0.123 0.000	-0.007 0.814	0.088 0.003	0.404 0.000	0.519 0.000	0.655 0.000	0.546 0.000	1.000 ----							
EX_ETA_BLAU	0.023 0.441	0.105 0.001	0.122 0.000	-0.001 0.976	0.094 0.002	0.161 0.000	0.512 0.000	0.670 0.000	0.591 0.000	0.968 0.000	1.000 ----						
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.106 0.000	0.083 0.006	0.282 0.000	-0.043 0.158	0.275 0.000	0.202 0.000	0.085 0.005	0.070 0.021	0.246 0.000	0.190 0.000	1.000 ----					
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.044 0.140	-0.025 0.409	0.077 0.011	-0.173 0.000	0.012 0.683	-0.104 0.001	-0.031 0.296	0.097 0.001	-0.009 0.763	-0.013 0.662	0.125 0.000	1.000 ----				
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	0.056 0.063	-0.113 0.000	0.087 0.004	0.154 0.000	0.068 0.024	0.101 0.001	0.125 0.000	0.007 0.820	0.137 0.000	0.129 0.000	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000 ----			
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.223 0.000	-0.077 0.011	0.259 0.000	-0.164 0.000	0.106 0.000	0.025 0.410	-0.032 0.295	0.090 0.003	0.069 0.023	0.045 0.135	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000 ----		
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	0.351 0.000	0.150 0.000	0.204 0.000	0.050 0.095	0.073 0.015	0.131 0.000	-0.042 0.161	0.052 0.082	0.082 0.006	0.069 0.023	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000 ----	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.156 0.000	-0.006 0.841	-0.142 0.000	-0.187 0.000	-0.153 0.000	-0.147 0.000	-0.009 0.767	0.016 0.588	-0.102 0.001	-0.068 0.025	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	1.000 ----

### 5.3.4 Misurazione dell'eterogeneità utilizzando le variabili Dummy

L'ultima matrice di correlazione commentata, riportata in tabella 42, è relativa alle misurazioni delle caratteristiche del Board attraverso le variabili Dummy. Si ricorda come in questa analisi l'eterogeneità dell'età e della durata del mandato vengano espresse attraverso lo scarto quadratico medio.

#### *ROA*

Sia l'età che la durata del mandato media sono correlate con un coefficiente statisticamente significativo con il ROA. Per entrambe le caratteristiche il p-value è minore dell'1%. Si trova supporto alle ipotesi *H17* e *H18*.

Per quanto riguarda l'eterogeneità dei tratti, né la variabile relativa alla diversità di genere né quella inerente alla presenza di minoranze nazionali assumono valori significativi. Non viene quindi trovato supporto alle ipotesi *H14* e *H15*.

#### *Tobin's Q*

Misurando le performance attraverso il Tobin's Q, le correlazioni osservate in tabella 42 registrano delle variazioni. In prima analisi, perde significatività la variabile relativa all'età media. Non viene individuata quindi una correlazione in linea con quanto ipotizzato in *H17*.

Inoltre, anche se la tenure media dei componenti del Board mantiene il proprio coefficiente positivo, essa perde significatività: il p-value è in questo caso minore del 5%. Si trova comunque supporto all'ipotesi *H18*.

In conclusione, mentre rimane non significativa la correlazione fra Tobin's Q e minoranze di genere, assume significatività il coefficiente relativo alla presenza di direttori non nazionali: la relazione è positiva e significativa al 5%. Viene individuato supporto all'ipotesi *H14*.

Tabella 42 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso le variabili Dummy

Correlation Probability	INNOVAZIONE	ROA	TOBIN	ETA_DUMMY	TENURE_DUMMY	DEV_ST_ETA	DEV_ST_TENURE	DONNE_DUMMY	STRANIERI_DUMMY	BOARD_SIZE	FLUSSO_GESTIONE	LN_ETA_IMPRESA	LN_TOT_ATTIVITA	LN_TOT_VAL_PROD	SETTORE
INNOVAZIONE	1.000 -----														
ROA	0.048 0.114	1.000 -----													
TOBIN	0.023 0.453	0.267 0.000	1.000 -----												
ETA_DUMMY	0.095 0.002	0.082 0.006	0.039 0.201	1.000 -----											
TENURE_DUMMY	0.008 0.789	0.183 0.000	0.074 0.014	0.226 0.000	1.000 -----										
DEV_ST_ETA	0.020 0.517	0.084 0.005	0.002 0.956	0.181 0.000	0.267 0.000	1.000 -----									
DEV_ST_TENURE	0.001 0.978	0.159 0.000	0.106 0.000	0.189 0.000	0.632 0.000	0.302 0.000	1.000 -----								
DONNE_DUMMY	-0.042 0.159	-0.036 0.236	-0.023 0.451	-0.199 0.000	-0.043 0.152	-0.018 0.561	0.030 0.317	1.000 -----							
STRANIERI_DUMMY	-0.048 0.112	0.012 0.696	0.074 0.014	0.051 0.092	-0.116 0.000	-0.024 0.435	-0.034 0.253	0.020 0.506	1.000 -----						
BOARD_SIZE	0.063 0.038	0.106 0.000	0.083 0.006	0.292 0.000	-0.031 0.308	0.069 0.021	0.017 0.581	-0.052 0.083	0.086 0.004	1.000 -----					
FLUSSO_GESTIONE	0.025 0.404	0.044 0.140	-0.025 0.409	0.051 0.091	-0.156 0.000	-0.128 0.000	-0.168 0.000	-0.013 0.664	0.098 0.001	0.125 0.000	1.000 -----				
LN_ETA_IMPRESA	0.099 0.001	0.056 0.063	-0.113 0.000	0.135 0.000	0.219 0.000	0.119 0.000	0.219 0.000	-0.007 0.819	-0.031 0.308	0.034 0.262	0.028 0.346	1.000 -----			
LN_TOT_ATTIVITA	0.114 0.000	0.223 0.000	-0.077 0.011	0.261 0.000	-0.151 0.000	-0.087 0.004	-0.125 0.000	-0.125 0.000	0.100 0.001	0.492 0.000	0.482 0.000	0.025 0.411	1.000 -----		
LN_TOT_VAL_PROD	0.150 0.000	0.351 0.000	0.150 0.000	0.204 0.000	0.085 0.005	-0.023 0.440	0.070 0.020	-0.091 0.002	0.081 0.007	0.244 0.000	0.336 0.000	0.086 0.004	0.551 0.000	1.000 -----	
SETTORE	-0.078 0.010	-0.156 0.000	-0.006 0.841	-0.153 0.000	-0.178 0.000	-0.212 0.000	-0.163 0.000	-0.011 0.716	0.008 0.783	-0.004 0.894	-0.017 0.580	-0.219 0.000	-0.098 0.001	-0.141 0.000	1.000 -----



### 5.3.5 Conclusioni analisi delle correlazioni

Da una prima analisi delle correlazioni non si osservano dei rapporti significativi fra innovazione e redditività aziendale. Questo potrebbe escludere un effetto di mediazione della politica finanziaria sulla relazione esistente fra caratteristiche dei componenti del Board e performance dell'impresa.

In compenso, vengono individuate alcune relazioni dirette statisticamente significative fra caratteristiche dei membri del Board e performance finanziarie. La significatività delle correlazioni individuate varia però al variare della metodologia adottata per misurare sia i tratti degli amministratori che la redditività dell'impresa.

Si propongono per questi motivi due tabelle riassuntive differenti. La prima è rappresentativa delle correlazioni individuate fra le variabili e il ROA mentre la seconda è relativa alle relazioni con il Tobin's Q.

*Tabella 43 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni con ROA.*

Variabile	H13	H14	H15	H16	H17	H18
Eta_Media					V	
Dev_St_Eta	V					
Eta_Dummy					V	
Eta_Media_Indice					V	
Eta_Blau	V					
Tenure_Media						V
Dev_St_Tenure				V		
Tenure_Dummy						V
Tenure_Media_Indice						V
Tenure_Blau				V		
Donne_Ass			V			
Donne_Per			/			

Donne_Blau			/			
Donne_Dummy			/			
Stranieri_Ass		/				
Stranieri_Per		/				
Stranieri_Blau		/				
Stranieri_Dummy		/				

Legenda: “V”=ipotesi verificata; “/”=relazione non significativa; “X”=relazione opposta a quanto ipotizzato; cella vuota= ipotesi non relativa alla variabile corrispondente alla riga.

Tabella 44 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni con Tobin's Q.

Variabile	H13	H14	H15	H16	H17	H18
Eta_Media					/	
Dev_St_Eta	/					
Eta_Dummy					/	
Eta_Media_Indice					/	
Eta_Blau	/					
Tenure_Media						V
Dev_St_Tenure				V		
Tenure_Dummy						V
Tenure_Media_Indice						V
Tenure_Blau				/		
Donne_Ass			V			
Donne_Per			V			
Donne_Blau			V			
Donne_Dummy			/			
Stranieri_Ass		V				

Stranieri_Per		/				
Stranieri_Blau		V				
Stranieri_Dummy		V				

Legenda: “V”=ipotesi verificata; “/”=relazione non significativa; “X”=relazione opposta a quanto ipotizzato; cella vuota= ipotesi non relativa alla variabile corrispondente alla riga.

In prima analisi, entrambe le dimensioni dell’età sono significative e coerenti con le ipotesi *H13* e *H17* esclusivamente quando si utilizza il ROA per approssimare le performance.

Sia l’esperienza tipica dei direttori più anziani che l’eterogeneità dei valori e delle esperienze hanno degli impatti positivi sulle performance quando esse vengono misurate attraverso dati storici<sup>221</sup>. Contrariamente, dal punto di vista prospettico gli effetti sono non significativi.

Considerando invece le due dimensioni della durata del mandato si nota come le relazioni individuate siano indipendenti dall’indice adottato per approssimare le performance dell’impresa<sup>222</sup>. La riserva di informazioni tipica dei direttori che ricoprono il loro incarico da più tempo, e la diversità in termini di “legame” con lo *status quo*, hanno un impatto positivo sulle performance aziendali.

Con riferimento alle minoranze di genere e di nazionalità risulta una sola correlazione significativa con il ROA: la presenza di amministratori di genere femminile misurata attraverso il numero assoluto.

In contrasto, quando si analizzano i risultati ottenuti dalle correlazioni con il Tobin’s Q si individua un numero maggiore di relazioni significative. In primo luogo, la presenza di amministratrici ha un impatto positivo e significativo sulle performance finanziarie, indipendentemente dalla metodologia sfruttata per rappresentare l’incidenza del tratto (ad eccezione della variabile Dummy).

<sup>221</sup> I dati di bilancio rappresentano appunto una situazione storica.

<sup>222</sup> Ad eccezione della relazione esistente fra l’indice *Tenure\_Blau* e il Tobin’s Q che risulta essere non significativa.

In secondo luogo, la presenza di stranieri ha un impatto positivo e significativo sul Tobin's Q in tutte le circostanze, ad eccezione della tabella 40 dove il tratto viene misurato attraverso la sua incidenza percentuale sul totale componenti del Board.

Si nota quindi come l'eterogeneità in termini di culture, valori, e Capitale Sociale venga maggiormente percepita come benefica dal mercato. Si trova quindi supporto a quanto ipotizzato da Backhaus et Al. (2002) sugli effetti benefici dell'inclusione di minoranze: la loro presenza nel Board migliora la reputazione della società nel mercato con un conseguente impatto positivo sulla redditività.

Si riassume che in base a quanto emerso nelle tabelle 43 e 44 si osservano le seguenti dinamiche:

1. Gli effetti dell'età sulle performance aziendali dipendono dalla misura di redditività adottata ma sono invariate rispetto alla metodologia di calcolo delle due dimensioni dell'età;
2. Gli effetti della durata del mandato sulle performance aziendali sono indipendenti sia dalla metodologia di calcolo della redditività sia dalle misurazioni della media e della diversità del tratto adottate<sup>223</sup>;
3. Gli effetti delle minoranze di genere e di nazionalità sulle performance finanziarie dipendono sia dalla misura di redditività sfruttata che dalla metodologia di rappresentazione delle suddette minoranze.

In conclusione, si evidenzia come la presenza di amministratori di genere femminile sia, come nelle relazioni individuate nel capitolo precedente<sup>224</sup>, un elemento fondamentale nel garantire il successo dell'impresa.

## **5.4 Modelli di Regressione**

In questo paragrafo verranno presentati i risultati dei modelli di regressione svolti sia nella ricerca della relazione diretta che in quella di mediazione. Verranno prima commentati i coefficienti della relazione "caratteristiche del Board – Firm Value" e successivamente verrà ricercata la relazione esistente fra innovazione e redditività aziendale.

---

<sup>223</sup> Vedi Nota precedente.

<sup>224</sup> Si vedano tabelle 28, 29, 30 e 31.

La metodologia econometrica adottata è la stessa del capitolo precedente. Verranno svolti dei modelli di regressione con effetti fissi. Si tengono in questo modo in considerazione le variabili non osservabili omesse per ogni singola impresa inclusa nel campione<sup>225</sup>.

#### 5.4.1 Relazione fra caratteristiche del Board e redditività aziendale

Nel presente sotto paragrafo saranno commentati i risultati delle regressioni in cui il valore dell'impresa costituisce la variabile endogena e le caratteristiche del Board rappresentano le variabili esogene. Si tratta del primo step del modello proposto da Baron & Kenny (1986).

##### *Variabile dipendente ROA*

In tabella 45 si possono osservare i risultati dei primi quattro modelli. In questi modelli la redditività aziendale viene approssimata mediante il ROA. In prima analisi, due variabili di controllo sono sempre statisticamente significative all'1%: il Totale Attività e il Totale Valore della Produzione. Il segno dei coefficienti è coerente con le aspettative<sup>226</sup>.

Per quanto riguarda invece le caratteristiche del Board, in nessun caso l'età e la durata del mandato assumono dei coefficienti statisticamente significativi. Quanto appena affermato è vero per entrambe le dimensioni delle due variabili: media ed eterogeneità.

Contrariamente, le variabili inerenti alla presenza di minoranze di genere e di nazionalità assumono coefficienti significativi e positivi in tutti e quattro i modelli in analisi. L'unica eccezione riguarda il coefficiente della variabile Dummy rappresentativa dell'incidenza di amministratori di genere femminile che risulta essere non significativo (modello 4D).

I segni dei coefficienti sono in linea con quanto ipotizzato: la presenza di amministratori appartenenti a minoranze nazionali o di genere ha un impatto positivo sulle performance dell'impresa.

---

<sup>225</sup> Vedi paragrafo 4.4.

<sup>226</sup> Vedi paragrafo 5.2.1.

Tabella 45 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → ROA

Variabile dipendente ROA								
	Modello 1D		Modello 2D		Modello 3D		Modello 4D	
	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value
ETA_MEDIA	0.020	0.787	0.037	0.624				
TENURE_MEDIA	0.204	0.131	0.218	0.107				
DEV_ST_ETA	0.022	0.822	0.018	0.851			0.020	0.836
DEV_ST_TENURE	-0.189	0.173	-0.206	0.137			-0.149	0.275
DONNE_ASS	0.392	0.0947*						
STRANIERI_ASS	0.778	0.0049***						
DONNE_PER			5.337	0.0178**				
STRANIERI_PER			5.771	0.0229**				
ETA_MEDIA_INDICE					0.910	0.207		
TENURE_MEDIA_INDICE					0.410	0.432		
ETA_BLAU					-1.257	0.556		
TENURE_BLAU					-1.530	0.302		
DONNE_BLAU					3.913	0.0327**		
STRANIERI_BLAU					4.247	0.0312**		
ETA_DUMMY							0.091	0.865
TENURE_DUMMY							-0.897	0.187
DONNE_DUMMY							0.061	0.878
STRANIERI_DUMMY							1.163	0.0434**
BOARD_SIZE	-0.067	0.663	0.064	0.660	0.092	0.538	0.034	0.813
LN_ETA_IMPRESA	-1.802	0.450	-3.172	0.199	-2.910	0.213	1.521	0.359
LN_TOT_ATTIVITA	3.183	0.000***	3.283	0.000***	3.377	0.000***	3.325	0.000***
LN_TOT_VAL_PROD	1.424	0.000***	1.458	0.000***	1.467	0.000***	1.474	0.000***
C	-53.086	0.000***	-52.496	0.000***	-54.726	0.000***	-63.880	0.000***
Ajusted R-squared	0.63172		0.631637		0.630681		0.629301	

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

In tabella 46 si osservano i risultati delle regressioni in cui la diversità dei componenti del Board viene calcolata attraverso un indice sintetico. Mentre nel modello 5D l'indice di Blau è inclusivo di tutte e quattro le caratteristiche inserite nei modelli precedenti, nel modello 6D viene scissa, dall'indice totale, la componente relativa all'età.

Come in tabella 45, anche nei modelli in analisi le variabili di controllo mantengono un coefficiente statisticamente significativo e positivo. Inoltre, rimangono non significativi i due coefficienti relativi all'età e alla tenure media.

Analizzando ora i risultati concernenti l'indice sintetico, si osserva come nel modello 5D la diversità complessiva sia significativamente, al 10%, relazionata con le performance dell'impresa.

Quando nel modello 6D viene scorporata dall'indice complessivo la componente relativa all'età, si osserva una situazione interessante. L'indice di diversità in cui sono compresi i rimanenti tre tratti (Ex\_Eta\_Blau) non solo rimane significativo ma vede il suo p-value

più che dimezzarsi. Contrariamente, la componente rappresentativa dell'eterogeneità in termini di età (Eta\_Blau) risulta non significativa.

Quanto appena individuato ha un significato molto importante: la diversità in termini di età non ha alcun impatto sulle performance dell'impresa. Unendo quanto appena ricavato con la non significatività dei coefficienti relativi all'età media, si può affermare che l'età degli amministratori non ha alcun impatto sulle performance aziendali misurate attraverso il ROA.

Tabella 46 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → ROA

Variabile dipendente ROA				
	Modello 5D		Modello 6D	
	Coeff	P-value	Coeff	P-value
ETA_MEDIA_INDICE	0.801	0.261	0.748	0.295
TENURE_MEDIA_INDICE	-0.221	0.619	-0.241	0.586
TOT_BLAU	0.956	0.073*		
EX_ETA_BLAU			1.247	0.0334**
ETA_BLAU			-1.238	0.562
BOARD_SIZE	0.010	0.946	0.038	0.796
LN_ETA_IMPRESA	-1.128	0.558	-1.909	0.348
LN_TOT_ATTIVITA	3.226	0.000***	3.213	0.000***
LN_TOT_VAL_PROD	1.453	0.000***	1.479	0.000***
C	-58.112	0.000***	-54.528	0.000***
Ajusted R-squared	0.629037		0.629207	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

In conclusione, gli indici di bontà della regressione sono elevati in tutti i modelli presentati. Dei sei modelli di regressione quello che spiega meglio la varianza del ROA è il modello 1D, regressione in cui la diversità in termini di genere e di nazionalità viene espressa attraverso il numero assoluto.

#### *Variabile dipendente Tobin's Q*

In tabella 47 si possono osservare i risultati dei primi quattro modelli in cui la redditività viene espressa attraverso il Tobin's Q. In prima analisi, delle quattro variabili di controllo tre sono statisticamente significative.

I coefficienti dell'età dell'impresa e del Totale Valore della Produzione sono entrambi positivi. Invece, contrariamente a quanto osservato nella relazione con il ROA, il coefficiente del Totale Attività è negativo. Il livello di significatività, per tutte e tre le variabili, non è mai inferiore del 5%.

Gli effetti delle variabili di controllo sono parzialmente in linea con quanto discusso precedentemente nel paragrafo 5.2.1. In primis, prevalgono gli effetti negativi della *firm size* rispetto alle probabili economie di scala. In secondo luogo, all'aumentare della liquidità generata aumentano le performance di mercato registrate.

Contrariamente alle aspettative, all'aumentare dell'età dell'impresa aumentano le performance aziendali. Questo è probabilmente dovuto al fatto che alcune imprese incluse nel campione, essendo leader di mercato da molti anni, hanno solidificato la propria posizione garantendosi performance superiori rispetto alla concorrenza.

Analizzando i risultati con riferimento alle caratteristiche degli amministratori non si individua nessun coefficiente significativo relativo alle variabili rappresentative dell'età media del Board e della sua eterogeneità.

In contrasto, i coefficienti delle variabili che rappresentano l'incidenza del genere femminile risultano essere significativi e positivi nei primi tre modelli. Il p-value è minore dell'1% nei modelli 1E e 2E mentre inferiore al 5% nel modello 3E.

La presenza di stranieri è legata significativamente al Tobin's Q solamente quando misurata attraverso il peso percentuale oppure mediante l'indice di Blau. Si sottolinea però come il p-value, nel primo caso, sia molto elevato: è pari al 9,06%<sup>227</sup>. Il segno dei coefficienti è negativo.

Infine, nei modelli 3E e 4E assume significatività anche un'altra caratteristica degli amministratori: la durata del mandato. Nel modello 3E è significativo all'1% e con segno negativo il coefficiente relativo all'eterogeneità.

Nel modello 4E è invece significativa al 5%, sempre con segno negativo, la durata media del mandato. Si osservano quindi delle relazioni opposte rispetto a quanto ipotizzato nel paragrafo 5.1.

---

<sup>227</sup> Si rammenta come un p-value elevato è indicativo di un impatto limitato sulla variabile dipendente.



Tabella 47 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Tobin's Q

Variabile dipendente TOBIN'S Q								
	Modello 1E		Modello 2E		Modello 3E		Modello 4E	
	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value	Coeff	p-value
ETA_MEDIA	0.005	0.321	0.006	0.321				
TENURE_MEDIA	-0.003	0.797	-0.004	0.710				
DEV_ST_ETA	0.003	0.698	0.002	0.758			0.001	0.852
DEV_ST_TENURE	0.007	0.517	0.007	0.484			0.010	0.321
DONNE_ASS	0.050	0.0039***						
STRANIERI_ASS	-0.025	0.213						
DONNE_PER			0.468	0.0048***				
STRANIERI_PER			-0.316	0.0906*				
ETA_MEDIA_INDICE					0.056	0.290		
TENURE_MEDIA_INDICE					-0.007	0.858		
ETA_BLAU					-0.049	0.753		
TENURE_BLAU					-0.303	0.0053***		
DONNE_BLAU					0.302	0.0242**		
STRANIERI_BLAU					-0.289	0.0451**		
ETA_DUMMY							0.004	0.928
TENURE_DUMMY							-0.098	0.0498**
DONNE_DUMMY							-0.032	0.273
STRANIERI_DUMMY							-0.057	0.177
BOARD_SIZE	0.001	0.944	0.009	0.386	0.016	0.154	0.010	0.343
LN_ETA_IMPRESA	0.388	0.0276**	0.385	0.0345**	0.547	0.0014***	0.753	0.000***
LN_TOT_ATTIVITA	-0.136	0.0061***	-0.126	0.0107**	-0.111	0.0244**	-0.133	0.0069***
LN_TOT_VAL_PROD	0.076	0.0002***	0.080	0.0001***	0.081	0.0001***	0.076	0.0003***
C	-0.270	0.763	-0.487	0.576	-0.924	0.260	-1.165	0.105
Ajusted R-squared	0.746352		0.746611		0.748669		0.745464	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1								

In tabella 48 si possono osservare i risultati delle regressioni in cui la diversità viene misurata attraverso gli indici di Blau complessivi. La significatività e il segno delle variabili di controllo sono invariati rispetto alla tabella precedente.

Contrariamente ai primi tre modelli della tabella 47, nei modelli 5E e 6E la tenure media dei componenti del Board risulta essere relazionata al Tobin's Q con un livello di significatività del 5%. Il coefficiente ha segno negativo.

Per quanto riguarda invece la significatività dei coefficienti rappresentativi la diversità complessiva del Board, nessuno di essi risulta essere statisticamente significativo, indipendentemente dalle variabili incluse nel calcolo.

Tabella 48 Modelli di regressione: Indici sintetici di diversità → Tobin's Q

Variabile dipendente TOBIN'S Q				
	Modello 5E		Modello 6E	
	Coeff	P-value	Coeff	P-value
ETA_MEDIA_INDICE	0.024	0.643	0.025	0.634
TENURE_MEDIA_INDICE	-0.065	0.0455**	-0.065	0.0467**
TOT_BLAU	-0.041	0.298		
EX_ETA_BLAU			-0.045	0.300
ETA_BLAU			-0.019	0.905
BOARD_SIZE	0.012	0.277	0.011	0.299
LN_ETA_IMPRESA	0.854	0.000***	0.864	0.000***
LN_TOT_ATTIVITA	-0.125	0.0116**	-0.125	0.0117**
LN_TOT_VAL_PROD	0.081	0.0001***	0.081	0.0001***
C	-1.535	0.0448**	-1.583	0.0469**
Ajusted R-squared	0.745486		0.745232	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

In conclusione, analizzando l'indice di Bontà  $R^2$  aggiustato, il modello che meglio spiega la varianza della variabile endogena è quello in cui l'eterogeneità delle minoranze nazionali e di genere viene misurata attraverso l'indice di Blau: il modello 3E.

#### 5.4.2 Relazione fra innovazione e misure di performance

Nel presente sotto paragrafo verrà ricercata l'esistenza di una relazione fra politiche di innovazione dell'impresa e performance finanziarie. Come ipotizzato nel paragrafo 5.1 ci si attende una relazione positiva.

I risultati in tabella 49 rappresentano una situazione inaspettata: il coefficiente delle politiche di innovazione è negativamente relazionato con il ROA, il p-value è pari al 8,75%. Non significativa la relazione con il Tobin's Q.

Tabella 49 Modello di regressione: innovazione → performance finanziarie

Variabile dipendente PERFORMANCE AZIENDALE				
	Modello 1F-ROA		Modello 2F-TOBIN'S Q	
	Coeff	P-value	Coeff	P-value
INNOVAZIONE	-0.0000207	0.0875*	-0.000000562	0.529
BOARD_SIZE	0.055	0.700	0.012	0.257
LN_ETA_IMPRESA	1.070	0.478	0.785	0.000***
LN_TOT_ATTIVITA	3.266	0.000***	-0.129	0.0089***
LN_TOT_VAL_PROD	1.575	0.000***	0.083	0.0001***
C	-63.344	0.000***	-1.445	0.0373**
Ajusted R-squared	0.629459		0.744704	
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

Il p-value della relazione individuata è alto: come affermato in nota 227 esso è rappresentativo di una relazione con una magnitudo lieve. Dato che il p-value potrebbe essere distorto dal fenomeno della multicollinearità si è calcolato il VIF. I risultati sono riportati in tabella 50.

Tabella 50 VIF regressioni innovazione → performance finanziarie

	VIF
INNOVAZIONE	1.089
BOARD_SIZE	1.033
LN_ETA_IMPRESA	1.010
LN_TOT_ATTIVITA	1.122
LN_TOT_VAL_PROD	1.179
C	NA

Come è evidente dalla tabella 50, nessun valore è superiore a 5. Si può quindi escludere la presenza di multicollinearità fra le variabili indipendenti. Di conseguenza, i coefficienti, i p-value e l' $R^2$  aggiustato sono non distorti: si può affermare che, per quanto riguarda le società incluse nel campione, gli investimenti in innovazione hanno un impatto negativo sulla redditività aziendale se misurata attraverso il ROA.

#### 5.4.3 Effetti di mediazione

Si è affermato nel paragrafo 5.1 che per individuare una relazione di mediazione devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

1. Almeno una relazione significativa nel rapporto esistente fra “caratteristiche del Board – Firm Performance”;
2. Relazione significativa fra “politiche innovative – Firm Performance”;
3. Coerenza dei segni nelle relazioni individuate nei punti precedenti.

Mentre le prime due condizioni sono rispettate, questo non avviene per la terza. Infatti, siccome tutte le caratteristiche del Board significative (nella relazione prescritta nel punto 1.) hanno un impatto positivo sul ROA, queste relazioni non possono essere mediate da una variabile con coefficiente negativo. Nel caso in analisi l'innovazione.

## 5.5 Analisi dei risultati ottenuti

Nell'analisi svolta in questo capitolo si è andati prima alla ricerca degli effetti della composizione del Board sulle performance finanziarie (paragrafo 5.4.1) e

successivamente di un possibile ruolo di mediazione degli investimenti in innovazione all'interno della relazione appena indicata (paragrafi 5.4.2 e 5.4.3).

Mentre i risultati ottenuti dall'analisi della relazione diretta sono, in parte, in linea con quanto ipotizzato nel paragrafo 5.1, gli impatti della variabile di mediazione sulla redditività aziendale sono opposti sia rispetto all'ipotesi *H19* che a quanto individuato precedentemente in letteratura (e.g. Miller & Triana, 2009). Si propone di seguito un'analisi dei principali risultati ottenuti nei modelli precedenti.

### 5.5.1 Analisi delle correlazioni

Da una prima analisi delle relazioni esistenti fra caratteristiche degli amministratori e performance aziendali, l'analisi delle correlazioni, si può osservare un fenomeno importante: in base all'indice di redditività adottato, variano le caratteristiche del Board che risultano essere correlate significativamente con il *firm value*.

Questo è evidente soprattutto considerando entrambe le dimensioni dell'età dei componenti del Board. Qualora si misurasse la redditività attraverso il ROA tutte le ipotesi sarebbero verificate. Quando invece si adotta il Tobin's Q nessuna correlazione assume valori statisticamente significativi.

L'unica relazione che non risente né della modalità di misurazione dei tratti dell'amministratore né dell'indice di redditività adottato è quella esistente fra durata del mandato e *firm value*. Le relazioni sono sempre significative e con segno coerente alle ipotesi formulate<sup>228</sup>.

Infine, la presenza di direttori appartenenti ad una minoranza di genere o di nazionalità è correlata in maniera positiva prevalentemente con il Tobin's Q. Lo studio delle correlazioni conferma che il mercato reagisce positivamente all'inclusione di minoranze all'interno del Board.

In linea generale, l'analisi delle correlazioni evidenzia gli effetti positivi dell'eterogeneità di valori, culture, esperienze e Capitale Sociale sulla redditività aziendale. Si individuano quindi delle relazioni a supporto dell'utilità economica della diversità all'interno del Board.

---

<sup>228</sup> Vedi nota 222.

### 5.5.2 Analisi dei coefficienti delle regressioni

Per analizzare con più precisione le relazioni esistenti fra caratteristiche dei componenti del Board e redditività aziendale si è svolta l'analisi dei coefficienti risultanti dalle regressioni fra le variabili. I modelli econometrici implementati prevedono effetti fissi.

#### *Età*

In primo luogo, i coefficienti relativi all'età media e alla sua eterogeneità non assumono mai coefficienti statisticamente significativi. La caratteristica principale oggetto dell'elaborato risulta quindi non influire sulle performance aziendali. Quanto individuato nel presente capitolo è probabilmente dovuto alla scarsa eterogeneità in termini di età osservabile nei Board delle società incluse nel campione.

In altre parole, le due dimensioni dell'età (media e diversità) osservate sono simili. Di conseguenza è difficile analizzare il loro effetto sulle performance aziendali mediante dei modelli di regressione.

Un'anticipazione di questa dinamica è stata fornita dal grafico 7 in cui l'Italia è l'unica Nazione europea in cui gli amministratori esecutivi e non esecutivi registrano, in media, la stessa età.

La non significatività dell'età media dei componenti del Board dimostra che non prevale né la produttività né l'esperienza<sup>229</sup> nella relazione esistente fra età degli amministratori e performance. Si può quindi concludere che entrambi i fattori sono importanti per il successo della società.

I risultati, con riguardo alla caratteristica in discussione, sono in linea con quanto individuato dalla letteratura. A titolo esemplificativo non vengono individuate relazioni significative da: Ararat et Al. (2010)<sup>230</sup>, Carter et Al. (2010) e Ciavarella (2017). Risulta invece una relazione significativa fra eterogeneità in termini di età e ROA dall'analisi svolta da Li et Al. (2011).

Sebbene i risultati ottenuti non soddisfino le aspettative rispetto al focus della tesi, la non significatività dei coefficienti relativi alle due dimensioni dell'età permette di affrontare,

---

<sup>229</sup> La prima tipica dei direttori giovani, la seconda caratteristica degli amministratori anziani. Questa dicotomia è stata proposta da Kim e Lim (2010).

<sup>230</sup> Per quanto riguarda i risultati della ricerca svolta da Ararat e colleghi, si sottolinea come gli autori individuano una relazione significativa con il ROE (indice non incluso in questa sede) mentre non significativa la relazione fra eterogeneità dell'età del gruppo e Tobin's Q.

senza ripercussioni economiche, una delle problematiche più rilevanti dei prossimi anni: l'assenza di persone con competenze adeguate a rimpiazzare chi nel prossimo futuro avrà raggiunto l'età pensionabile<sup>231</sup>.

Includere nei gruppi soggetti giovani non ha alcun impatto negativo sulle performance, trasmettere le competenze necessarie per gestire un'impresa a chi ne avrà la responsabilità è un fattore importante per garantire la continuità aziendale.

### *Genere*

Contrariamente, le variabili rappresentative la presenza del genere femminile nel Board assumono sempre coefficienti positivi e statisticamente significativi<sup>232</sup>. Si trova quindi un importante supporto agli effetti economici positivi conseguenti alla presenza del genere femminile nel gruppo.

Il punto di vista differente apportato dalle donne nel processo decisionale rispetto agli amministratori tradizionali migliora il processo stesso e le conseguenti performance. La diversità in termini di genere alimenta all'interno del Board dei dibattiti che migliorano la qualità delle scelte adottate dal team.

Inoltre, come osservato nel capitolo precedente, gli amministratori di genere femminile apportano un Capitale Sociale migliore rispetto agli uomini. Questo permette alle donne di fornire un insieme di risorse qualitativamente superiori rispetto agli altri componenti del Board creando un vantaggio competitivo fondamentale per l'impresa.

I risultati ottenuti con riferimento al suddetto tratto sono concordi con quanto osservato in letteratura. Viene infatti individuata una relazione positiva fra genere femminile e ROA, a titolo esemplificativo, da Carter et Al. (2010), Erhardt et Al. (2003) e Garcia Martin & Herrero (2018).

Si ricavano inoltre delle relazioni positive e significative fra eterogeneità in termini di genere e Tobin's Q. Questa tipologia di relazione è stata raramente osservata in precedenza. Come si è già discusso, spesso sostituendo nell'analisi le misure di

---

<sup>231</sup> Si veda l'esempio relativo alla NASA proposto nel paragrafo 1.2.4.

<sup>232</sup> Ad eccezione dei modelli in cui l'eterogeneità in termini di genere e di nazionalità viene misurata attraverso le variabili Dummy.

performance basate su dati di bilancio con indicatori ricavati da dati di mercato le relazioni perdono di significatività<sup>233</sup>.

Si sottolinea inoltre, come gli impatti positivi dell'eterogeneità in termini di genere sul Tobin's Q siano maggiori rispetto agli effetti sul ROA<sup>234</sup>. La presenza di donne nel Board è quindi, oltre che economicamente conveniente, un fattore che il mercato premia (e.g. Ferrier, 1997).

Infatti, in accordo con Backhaus et Al. (2002) si può associare l'eterogeneità del Board con la reputazione dell'impresa. Promuovere la diversità fornisce un messaggio positivo all'ambiente esterno sulla governance. I risultati ottenuti evidenziano che il mercato, non avendo difficoltà ad osservare la composizione del Board, reagisce positivamente a questa tipologia di segnali forniti dall'impresa<sup>235</sup>.

Infine, come è possibile osservare sia in tutte le tabelle di correlazione presentate che nella tabella 26, le amministratrici sono più giovani dei colleghi uomini. Di conseguenza, l'aumento della presenza di donne si accompagna spesso ad una maggiore eterogeneità in termini di età. All'interno dei coefficienti positivi e significativi osservati potrebbe essere incluso anche questo fattore.

### *Nazionalità*

La relazione fra presenza di minoranze nazionali e risultati aziendali è più complessa di quelle analizzate in precedenza. Infatti, mentre per l'incidenza di donne il segno del coefficiente rimane invariato, la presenza di stranieri ha degli impatti opposti a seconda dell'indice adottato come variabile dipendente.

In particolare, si osservano coefficienti positivi e significativi nelle regressioni in cui la variabile endogena è rappresentata dal ROA (indipendentemente dalla modalità adottata per misurare l'incidenza dei direttori non nazionali). Si individuano quindi dei risultati in linea con, a titolo esemplificativo, Erhardt et Al. (2003), Carter et Al. (2010) e Miller e Triana (2009).

---

<sup>233</sup> Vedi paragrafo 2.5.1.1.

<sup>234</sup> I p-value nella tabella in cui la variabile dipendente è la performance di mercato sono, in media, più bassi.

<sup>235</sup> Inviare al mercato i segnali in questione è inoltre semplice. Lo "sforzo" dell'impresa è esclusivamente quello di nominare i componenti giusti.

La presenza all'interno del Board di soggetti diversi in termini di esperienze, abilità, basi culturali e informazioni apportate, migliora la qualità delle decisioni approvate dal gruppo impattando positivamente sulle performance dell'impresa.

Contrariamente, quando si analizzano gli effetti della composizione del Board in termini di nazionalità sul Tobin's Q, la presenza di direttori stranieri risulta incidere negativamente sulle performance aziendali. Quanto appena affermato è osservabile nei modelli 2E e 3E, cioè esclusivamente quando l'eterogeneità in termini di nazionalità viene misurata attraverso l'incidenza percentuale oppure mediante l'indice di Blau.

I risultati ottenuti dalla ricerca della relazione esistente fra presenza di minoranze nazionali e Tobin's Q sono opposti rispetto sia alle ipotesi formulate nel paragrafo 5.1 che a quanto individuato da Ciavarella (2017). In compenso, le relazioni individuate, in particolar modo nel modello 3E, sono rappresentative di un impatto di lieve magnitudo sulla variabile dipendente.

Infatti, gli impatti positivi della presenza di direttori appartenenti ad una minoranza nazionale sul ROA sono maggiori degli effetti negativi della stessa caratteristica sulle performance di mercato. Quanto appena commentato si basa sull'analisi dei p-value dei coefficienti risultati nelle tabelle 45 e 47.

I risultati ottenuti evidenziano che, contrariamente sia a quanto osservato nell'analisi degli impatti dell'eterogeneità di genere che a quanto ipotizzato precedentemente dalla letteratura (e.g. Backhaus et Al., 2002), considerando la nazionalità, il mercato non premia la presenza di direttori stranieri. Non si individua di conseguenza una relazione positiva fra diversità in termini di nazionalità e qualità della governance percepita all'esterno dell'impresa.

Si sottolinea però come la letteratura prenda in considerazione la diversità etnica e non di nazionalità come nel caso in esame. Questa differenza potrebbe essere fondamentale dal punto di vista degli investitori di mercato.

Ad esempio, una delle conseguenze benefiche ipotizzate dalla letteratura dovute alla presenza di minoranze etniche deriva dall'inclusione di soggetti appartenenti ad una cultura cooperativa. Stando alle classificazioni proposte nel paragrafo 1.2.1 tutte le popolazioni europee appartengono alla cultura individualista. Di conseguenza, un direttore straniero non è con certezza assoluta più cooperativo rispetto ai direttori italiani:



è probabile, data l'integrazione europea, che esso appartenga all'etnia degli anglo-americani (Cox & Blake, 1991).

Si ipotizza quindi che la non stabilità del segno dei coefficienti significativi nelle tabelle 45 e 47 sia dovuta esattamente a questo fattore: si è presa in considerazione l'eterogeneità in termini di nazionalità e non di etnicità.

In conclusione, analizzando i risultati dell'eterogeneità culturale (di genere e di nazionalità) nel complesso non si individua un tratto che prevale sull'altro, indipendentemente dal segno. Mentre gli effetti della presenza di direttori stranieri sono prevalenti degli impatti delle minoranze di genere sul ROA, considerando il Tobin's Q si osserva una dinamica opposta.

### *Tenure*

Le due dimensioni della tenure, l'unico tratto non osservabile incluso nei modelli, risultano non significative quando la variabile dipendente è costituita dal ROA. Passando invece all'analisi della relazione con il Tobin's Q, si individuano delle relazioni negative sia con la tenure media che con la sua eterogeneità.

I risultati ottenuti non sono in linea con quanto teorizzato e individuato da Bonini et Al. (2017) sull'importanza della "riserva di informazioni" degli amministratori che ricoprono lo stesso incarico da molti anni: con riguardo alle imprese quotate nel MAT l'aumento della durata del mandato impatta negativamente sul Tobin's Q.

Non si individuano quindi delle relazioni a supporto dell'ipotesi dell'esperienza dei direttori con una durata del mandato lunga. La conoscenza delle dinamiche interne all'impresa e dell'ambiente in cui essa opera non impatta positivamente sulle performance.

Per quanto riguarda la tipologia di imprese incluse nel campione prevale quindi l'ipotesi "dell'amicizia". All'aumentare della tenure aumenta il legame fra l'amministratore e la struttura interna dell'impresa. Il direttore, in questi casi, prende delle decisioni nell'interesse di chi le propone e non della proprietà con conseguenze negative sulla redditività.

Quanto appena asserito può essere confermato inoltre dagli impatti negativi dell'eterogeneità in termini di durata del mandato. I nuovi amministratori, essendo più indipendenti, hanno come obiettivo la massimizzazione del valore per gli azionisti, quelli

in carica da più tempo no. Questa asimmetria di obiettivi da vita ai conflitti di attività che, rallentando il processo decisionale, impattano negativamente sulle performance di mercato.

La non significatività degli impatti delle due dimensioni della durata del mandato sulle misure di redditività basate su dati di bilancio fa presumere che vi sia un “timore” da parte del mercato e non un effettivo impatto negativo. Gli investitori temono che un Board composto costantemente dagli stessi membri sia troppo legato allo *status quo*, oppure con l’interno della società, e quindi penalizza le imprese in questione.

Infatti, dal punto di vista dei risultati di bilancio, che prendono in considerazione dei valori storici e non prospettici, la durata del mandato è ininfluenza sul valore della società. In questi casi non prevale né l’ipotesi dell’amicizia né quella dell’esperienza.

#### *Indice di diversità complessivo*

In conclusione, quando l’eterogeneità del Board viene misurata attraverso l’indice di Blau complessivo, si individuano delle relazioni significative solo quando le performance finanziarie sono rappresentate dal ROA.

Gli effetti della diversità in termini di età si possono osservare nel modello 6D dove l’indice complessivo viene scisso in due parti: una relativa esclusivamente all’età (Eta\_Blau) e una in cui sono incluse le tre caratteristiche rimanenti (Ex\_Eta\_Blau). In seguito a questa separazione l’indice di Blau relativo all’età risulta non essere significativo mentre il coefficiente della componente rimanente vede più che dimezzare il proprio p-value.

I risultati appena esposti possono essere interpretati in questo modo: anche se l’indice di Blau complessivo (Tot\_Blau) risulta essere significativo, la componente relativa all’età influisce negativamente sul suo p-value. Infatti, una volta esclusa questa componente, il livello di significatività passa dal 10% al 5%. Si può quindi affermare che l’eterogeneità in termini di età non influisce sulle performance finanziarie.

La dinamica dei risultati appena commentati era attesa. Infatti, nei modelli in tabella 45 l’eterogeneità in termini di età non assume mai dei coefficienti statisticamente significativi. È per questo che la componente relativa all’età nell’indice di diversità complessivo influisce negativamente sul suo p-value.

La non significatività dell'indice di diversità complessivo nei modelli proposti in tabella 48 è conseguenza della non unidirezionalità degli impatti sul Tobin's Q delle singole caratteristiche incluse nell'analisi. In altre parole, gli effetti positivi sulla performance delle donne vengono compensati dalla magnitudo negativa osservata nella relazione fra redditività e diversità sia in termini di tenure che di nazionalità (modello 3E).

In conclusione, si sottolinea l'importanza degli impatti positivi della presenza del genere femminile: essi sono almeno pari alla somma degli effetti negativi dovuti all'eterogeneità in termini delle rimanenti due caratteristiche.

### 5.5.3 Effetti di mediazione

Il secondo obiettivo di questo capitolo era quello di analizzare il ruolo dell'innovazione all'interno rapporto esistente fra caratteristiche dei componenti del Board e performance finanziarie. Il ruolo ipotizzato era quello di mediazione.

Da un punto di vista teorico, e in accordo con quanto individuato empiricamente da Miller & Triana (2009), ci si aspettavano le seguenti relazioni:

1. Impatto positivo delle caratteristiche del Board sull'innovazione;
2. Impatto positivo delle caratteristiche del Board sulle performance finanziarie;
3. Impatto positivo dell'innovazione sulle performance finanziarie;

Sebbene con riferimento ai primi due punti siano state individuate delle relazioni in grado di soddisfare le aspettative, la terza ipotesi non è verificata. Anche se la presenza di donne ha un impatto positivo sia sull'innovazione dell'impresa che sulle performance finanziarie, questa relazione non può essere mediata dalle politiche di innovazione. Questo perché quest'ultime hanno un impatto negativo sulla redditività aziendale<sup>236</sup>.

Con il fine di analizzare le motivazioni sottostanti alla relazione inversa individuata in tabella 49 si propongono di seguito tre giustificazioni diverse ma allo stesso tempo complementari.

In primis, ci si è chiesti come fosse possibile una relazione negativa. L'ipotesi è che essa sia influenzata dalla metodologia di rappresentazione dell'innovazione adottata. Le

---

<sup>236</sup> Si specifica che l'impatto negativo è significativo solamente quanto la variabile dipendente è rappresentata del ROA e non dal Tobin's Q.

politiche innovative sono state rappresentate attraverso i Costi per Ricerca, Sviluppo e Pubblicità.

La proxy sfruttata, probabilmente, non è quella più rappresentativa del fenomeno. Essa è influenzata da altri fattori come, ad esempio, dalle politiche di bilancio oppure dai principi contabili applicati. In base a quanto discusso nel paragrafo 2.5.2 è verosimilmente più opportuno rappresentare le politiche di innovazione attraverso altre misure come, a titolo esemplificativo, il numero di brevetti prodotti/citati l'anno.

Infatti, a rigor di logica, se la presenza di minoranze di genere ha un impatto positivo sull'innovazione e quest'ultima ha effetti negativi sulla redditività aziendale, ci si aspetterebbe una relazione negativa fra incidenza del genere femminile nel Board e performance aziendali.

Questa relazione non si osserva. Anzi, indipendentemente dalla metodologia adottata per misurare la redditività, la presenza di donne ha impatti positivi sul *firm value*. Per giustificare quanto osservato si ipotizza che gli impatti positivi della presenza di donne sul valore aziendale siano maggiori rispetto agli effetti negativi conseguenti a maggiori investimenti in innovazione.

Per testare quanto appena affermato si è inserita la variabile rappresentativa dell'innovazione nei modelli riassunti in tabella 45<sup>237</sup>. In tutti e quattro i modelli l'innovazione è significativa con segno negativo. Il p-value relativo alla presenza amministratori di genere femminile però diminuisce.

Questo significa che la variabile, a parità di condizioni, ha un impatto positivo maggiore sulle performance. In altre parole, l'effetto negativo della presenza di amministratori di genere femminile sulla redditività, dovuto a maggiori investimenti in innovazione, è compensato da una maggior magnitudo positiva risultante dalla relazione diretta "presenza di donne – *firm performance*". L'ipotesi sopra formulata è quindi verificata.

In secondo luogo, il livello di significatività è molto alto, il p-value è pari all'8,75%. Più è alto il p-value meno rilevante è la magnitudo della relazione esistente fra le due variabili. Si può quindi affermare che l'impatto negativo individuato è di lieve entità.

---

<sup>237</sup> Non si riporta la tabella riassuntiva dei risultati per questione di sintesi.

In conclusione, in questa tesi si è andati alla ricerca di una relazione esistente fra investimenti in innovazione nell'anno  $t$  con le performance aziendali nello stesso anno. Gli effetti benefici degli investimenti in ricerca e sviluppo potrebbero però manifestarsi nel lungo periodo (Cremers et Al., 2017).

In altre parole, investire delle risorse oggi in innovazione potrebbe non soddisfare le aspettative di performance per gli investitori miopi: nel breve periodo è probabile che si registrino delle perdite. In contrasto, nel lungo periodo i suddetti investimenti potrebbero essere in grado di massimizzare il valore della società.

#### 5.5.4 Dinamica complessiva

Osservando l'andamento dei p-value relativi alle variabili di controllo si può fornire un'analisi sistematica dei risultati ottenuti dai modelli di regressione. In prima analisi, le variabili di controllo hanno un impatto maggiore sul ROA rispetto al Tobin's Q. Infatti, nei modelli riassunti in tabella 45 e 46 i p-value mostrano un andamento stabile e prossimo allo zero<sup>238</sup>.

Contrariamente, nei modelli che hanno come obiettivo lo studio delle performance di mercato si osservano dei livelli di significatività che variano al variare delle caratteristiche degli amministratori significative (ad eccezione del coefficiente relativo al totale valore della produzione la cui significatività è pressoché stabile).

Come osservato nel capitolo precedente, la presenza di donne si concentra in imprese più vecchie, in aggiunta, si individua la stessa relazione fra età dell'impresa ed entrambe le dimensioni della durata del mandato<sup>239</sup>.

Gli impatti maggiori dell'età della società si osservano nei modelli in cui sono significative, con coefficiente negativo, le due dimensioni della tenure. Questa dinamica può essere interpretata come segue: gli effetti negativi dovuti alla presenza sia di amministratori eccessivamente legati allo *status quo* che ai conflitti di attività vengono compensati da un maggior impatto positivo sulle performance dell'età dell'impresa.

---

<sup>238</sup> Relazione simile a quella osservata nei modelli in cui la variabile dipendente era rappresentata dall'innovazione.

<sup>239</sup> Non significative la relazione fra la variabile di controllo in analisi e la presenza di stranieri.

Si comprende quindi come il mercato da un lato penalizza le società con un Board troppo legato con la propria struttura interna e in cui si potrebbero registrare più conflitti, dall'altro premia la solidità di un'impresa che ha alle spalle anni di storia.

L'aumento della significatività della variabile di controllo indica che gli investitori ritengono più importante la reputazione di un'impresa storica rispetto a quella di chi l'amministra.

Quando nei modelli assume significatività la presenza di amministratori di genere femminile, il p-value della variabile di controllo in discussione aumenta: diminuisce di conseguenza il suo impatto sul Tobin's Q. In questi casi quindi il mercato premia di più l'eterogeneità in termini di genere rispetto alla solidità data dalla "vecchiaia" dell'impresa.

Analizzare i risultati in maniera sistematica considerando il totale attività è invece più complesso. In questo caso l'impatto della variabile diminuisce all'aumentare delle caratteristiche del Board significative. Parte del contenuto informativo apportato dalla singola variabile viene quindi traslato sulle caratteristiche del Board.

Questo rende i modelli più efficienti dal punto di vista dell' $R^2$  aggiustato. Come precedentemente discusso, l'indice di bontà tiene conto della numerosità dei regressori preferendo modelli con meno variabili indipendenti. Il contenuto informativo spiegato dai tratti degli amministratori, sebbene in parte sia "recuperato" dal totale attività, rende le stime del modello più efficienti.

Quanto appena asserito è vero per due caratteristiche del Board: la presenza di stranieri e la durata media del mandato. Infatti, si osserva una correlazione positiva fra totale attività e la presenza di stranieri. Non è quindi la *firm size* che impatta negativamente sulle performance (in maniera prevalente) ma il fatto che nei Board delle imprese di più grandi dimensioni si osserva un'importante presenza di amministratori non nazionali.

Viceversa, nelle imprese di più piccole dimensioni vi sono direttori con una tenure più lunga. L'aumento del p-value relativo alla *firm size* fa quindi diminuire la magnitudo dell'impatto negativo della variabile. Essa viene però recuperata dalla significatività della durata media del mandato degli amministratori, che appunto ha un impatto negativo sulle performance.

In altre parole, parte degli impatti negativi della *firm size* nelle imprese piccole è dovuto alla presenza di amministratori con una durata del mandato superiore rispetto alle società più grandi.

## **5.6 Conclusioni: Chi dovrebbe sedere nel Board?**

Nel capitolo 2 si sono analizzate due differenti utilità che potrebbero essere soddisfatte grazie all'implementazione di meccanismi volti a promuovere l'eterogeneità del Board: l'utilità sociale e quella economica<sup>240</sup>. Si è anche affermato che chi si occupa della nomina degli amministratori pone prevalentemente attenzione alle conseguenze economiche di una composizione diversa del gruppo.

Infatti, l'obiettivo è quello di comporre un Board in grado di massimizzare la ricchezza degli azionisti, o più in generale dei portatori di interesse, non di costruire una "società" più equa e giusta.

Lo Stato, di contro, ha come fine la tutela di entrambe le dimensioni. Il principio di libertà economica indirizza il potere legislativo a non approvare Leggi che con certezza impattano negativamente sull'economicità di un'impresa. Il principio di uguaglianza, dall'altro lato, porta il Legislatore a promulgare Norme a tutela delle pari opportunità (un esempio è la legge sulle "quote-rosa").

I risultati ottenuti sono utili quindi non solo a chi si occupa della composizione del Board ma possono indirizzare il Legislatore verso la risoluzione del trade-off che rischierebbe di affrontare: libertà economica vs principio di uguaglianza.

Nel presente capitolo si sono individuati tre tratti dei componenti del Board che hanno degli impatti sulla redditività aziendale e che possono quindi influire sulle scelte ottime per i vari decisori:

1. Genere;
2. Nazionalità;
3. Tenure (sia nella sua media che eterogeneità).

---

<sup>240</sup> Vedi paragrafo 2.3.

### *Composizione ottima dal punto di vista di chi si occupa della nomina degli amministratori*

In prima analisi, indipendentemente dalla metodologia adottata per approssimare la redditività dell'impresa, chi si occupa della nomina dei componenti del Board deve promuovere la presenza di donne all'interno del team<sup>241</sup>. In sede di rinnovo della composizione del gruppo è opportuno sostituire membri di genere maschile con donne.

In secondo luogo, la presenza di direttori stranieri ha delle conseguenze incerte sulla redditività. Si possono però immaginare due scenari differenti:

1. Se l'impresa non fosse quotata allora bisognerebbe far riferimento al ROA<sup>242</sup>. In base ai risultati in tabella 45 la presenza di direttori non nazionali ha degli effetti benefici sulla suddetta misura di performance.

In accordo con quanto asserito, la scelta giusta sarebbe quella di sostituire amministratori italiani (nel caso in analisi si studiano appunto società italiane) con direttori stranieri;

2. Nel caso in cui l'impresa fosse quotata vi è la necessità di stabilire, secondo chi è chiamato ad effettuare la scelta, quale misura di redditività sia più vicina a quella "vera". La scelta giusta può quindi variare in base al contesto.

Nel caso in cui l'indice più appropriato fosse il Tobin's Q allora sarebbe necessario ridurre la presenza di direttori stranieri all'interno del gruppo. Contrariamente, se si ritenesse opportuno l'utilizzo del ROA si rimanda al punto precedente per le scelte di composizione del team da adottare.

Infine, entrambe le dimensioni della durata del mandato hanno degli effetti negativi esclusivamente sul Tobin's Q. Si sottolinea però come l'eterogeneità sia significativa esclusivamente quando viene misurata attraverso l'indice di Blau.

Chi si occupa della nomina dei componenti del Board, qualora ritenesse il Tobin's Q la misura più adatta per rappresentare le performance aziendali, dovrebbe sostituire i membri in carica da più tempo con amministratori nuovi. In questo modo si agirebbe sia sulla tenure media del Board (diminuendola) sia sulla sua eterogeneità (diminuirebbe anch'essa).

---

<sup>241</sup> Vedi tabelle 45 e 47.

<sup>242</sup> Infatti, il Tobin's Q è stato calcolato inserendo nel quoziente un valore di mercato, tipico delle imprese quotate: la capitalizzazione di mercato.



Nel complesso, combinando tutti i risultati appena commentati, in sede di rinnovo del Board la scelta giusta sarebbe quella di sostituire i direttori in carica da più tempo con amministratori di genere femminile e/o stranieri<sup>243</sup>.

Infatti, la sostituzione dei membri con una tenure lunga è sempre positiva per la redditività dell'impresa. La durata del mandato non ha effetti sul ROA e impatta negativamente il Tobin's Q. Sostituire quindi i direttori con una tenure lunga con amministratori di genere femminile porta sempre, a parità di condizioni, ad un miglioramento delle performance finanziarie dell'impresa.

#### *Composizione ottima dal punto di vista degli stakeholders*

Si rammenta che tutti i risultati appena commentati sono utili non solo per i soggetti interni all'impresa ma anche per gli stakeholders, oppure per i nuovi possibili investitori. Chi ha l'intenzione di investire del proprio denaro in un'impresa (che sia per acquistare partecipazioni oppure concedere semplicemente un finanziamento) ha degli strumenti supplementari per analizzare le performance attuali e/o prospettiche.

Una volta studiati i fondamentali della società, elementi comunque base per l'analisi della redditività<sup>244</sup>, si può porre l'attenzione alla composizione del gruppo che si trova al vertice della sua gestione. L'investitore sarebbe soddisfatto qualora nel Board ci fosse un'importante presenza di eterogeneità culturale (genere e nazionalità) e scarsa diversità in termini di durata del mandato. Infine, è preferibile un gruppo in cui la tenure media è bassa.

#### *Composizione ottima dal punto di vista del Legislatore*

Dal punto di vista del Legislatore i risultati ottenuti in questa ricerca sono utili sia per la risoluzione del *trade-off* fondamentale che esso deve affrontare sia per presentare una giustificazione empirica a supporto di determinate limitazioni imposte ai componenti del Board.

In primis, le Leggi che obbligano i consigli di amministrazione a rispettare determinate quote di genere al proprio interno (ad esempio la Legge 120/2011 detta "Golfo Mosca sulle "quote rosa") non consentono esclusivamente di sviluppare una "società" più equa

---

<sup>243</sup> Si rammenta quanto si è appena discusso su quando la nomina di amministratori stranieri apporta effettivamente benefici.

<sup>244</sup> Si notino i livelli di significatività delle variabili di controllo.

e giusta ma ottimizzano le performance registrate dall'impresa. Queste Leggi permettono quindi di soddisfare sia le utilità sociali che economiche.

In conclusione, tutte le Norme volte a limitare la durata del mandato dei componenti del Board possono trovare una giustificazione empirica nei risultati ottenuti nel presente capitolo.

#### *Ultime considerazioni*

I coefficienti relativi all'eterogeneità della tenure degli amministratori sono negativi (quando significativi) sia nelle regressioni svolte in questo capitolo che in quello precedente. Si può quindi affermare che i conflitti di attività siano un fattore fondamentale da gestire per garantire un processo decisionale ottimo. Armonizzare le modalità attraverso le quali gli amministratori vogliono condurre il business e i relativi obiettivi è un passo fondamentale per ottimizzare le performance.

In contrasto, la presenza di amministratori di genere femminile ha sempre degli impatti positivi. Si sono ricavati in questa tesi dei risultati importanti a supporto dell'utilità economica dell'inclusione delle donne. Le società devono quindi investire sulla presenza di direttori di genere femminile all'interno del Board non solo per questioni di equità ma anche perché è economicamente conveniente.

Infine, gli effetti della durata del mandato dipendono dalla variabile dipendente analizzata: positivi sull'intensità del capitale e negativi sulle performance aziendali (Tobin's Q). Gli effetti opposti possono essere analizzati e giustificati come segue.

Il Capitale Sociale dell'amministratore e la sua reputazione sono dei fattori importanti per gestire il capitale di debito. I rapporti stretti con gli istituti finanziari negli anni sono un asset importante da conservare. Dall'altro lato il mercato azionario non ha fiducia degli amministratori troppo legati con l'interno dell'impresa.

Quanto appena commentato non è contraddittorio, ci si riferisce infatti a due mercati diversi. Da una parte si prende in considerazione il capitale di debito, dall'altra del capitale di rischio. Dato che il rischio sopportato dalle due tipologie di investitori è diverso, diverse sono anche le modalità attraverso le quali le caratteristiche degli amministratori possono influire sulle loro scelte.

## Conclusioni

L'obiettivo di questa tesi era quello di analizzare, sia da un punto di vista teorico che empirico, gli impatti delle caratteristiche degli amministratori prima sulle politiche finanziarie e successivamente sulla redditività dell'impresa. Si è voluto inoltre porre particolare riguardo agli effetti dell'età.

Per raggiungere quanto prefissato, nel primo capitolo si è analizzata la principale letteratura esistente in tema di Board Diversity. Sono state discusse le più importanti caratteristiche demografiche (etnia, genere ed età) e cognitive (background accademico, esperienze lavorative e durata del mandato) degli amministratori. La presenza di tratti differenti all'interno del Board apre sia a conseguenze benefiche che negative per l'impresa.

Fra le prime vi entrano, ad esempio, una maggiore cooperazione fra i membri e innovazione delle scelte strategiche, una migliore rappresentazione del mercato e dei lavoratori e infine una base cognitiva di gruppo più ampia che consente di adempiere più efficientemente ai compiti che il Board è chiamato a svolgere.

In contrasto, nelle relazioni fra persone diverse potrebbero emergere dei conflitti, o delle difficoltà di comunicazione, che renderebbero da un lato il processo decisionale inefficiente dall'altro la presenza delle minoranze un token: tutti preferiamo rapportarci con persone il più simile possibile a noi.

Successivamente, nel secondo capitolo, si è affrontato un problema che si potrebbe collocare a monte del concetto della Board Diversity: il Board ha degli impatti sulla gestione dell'impresa?

Esiste in letteratura infatti un filone teorico che vede le scelte strategiche dell'impresa, e quindi le conseguenti performance, come il risultato di una serie di pressioni interne ed esterne alla società fra cui il Board non è compreso. A supporto di questa visione viene solitamente richiamata la teoria dell'inerzia.

In contrasto, vi è il filone di pensiero che vede il Board come mezzo attraverso il quale l'impresa entra in contatto con la realtà. Esso è formato da persone caratterizzate da un Capitale Umano e Sociale unico. I soggetti, che sono tutti diversi fra di loro, apportano delle risorse nel processo decisionale fondamentali per garantire la sopravvivenza della società.

Compreso il meccanismo attraverso il quale il Board influisce sulle scelte strategiche dell'impresa si è affrontato il problema della sua composizione ottima. Come è possibile comprendere dalla lettura del primo capitolo, in letteratura vi è chi supporta una composizione eterogenea del gruppo e chi invece propone come composizione ottima la più omogenea possibile.

Per questi motivi nella seconda parte del secondo capitolo si sono analizzati questi due filoni di pensiero contrapposti dal punto di vista teorico. La differenza rispetto a quanto presentato nel primo capitolo è che in questa parte non si fa riferimento ad una caratteristica in particolare ma all'insieme di tutte le diversità che possono esistere fra gli amministratori.

Nella terza parte del secondo capitolo si sono analizzati i risultati ottenuti dalla letteratura e successivamente la metodologia adottata nella misurazione sia dei tratti degli amministratori che delle performance e delle politiche finanziarie. I risultati ottenuti dalla ricerca non sono univoci. Vi sono evidenze sia a supporto dell'eterogeneità che in contrasto con l'ipotesi dell'utilità economica di un Board diverso.

La motivazione alla base della non unidirezionalità dei risultati può essere ben riassunta dalla *Contingency Theory*. Si afferma che i risultati ottenuti dipendono dal contesto storico e geografico in cui si posizionano le società in analisi. In altre parole, analisi svolte su campioni e periodi diversi possono fornire dei risultati contrastanti con riferimento alla medesima caratteristica.

Alla luce di quanto esposto nei primi due capitoli, nel terzo capitolo si fornisce una rappresentazione della composizione dei Board in Italia. Si propone inoltre un confronto della composizione dei team delle maggiori società italiane con le concorrenti a livello europeo.

Concentrandosi sulle società italiane i Board più eterogenei sono quelli appartenenti al settore dei servizi, inoltre, gli stessi gruppi, registrano un'età media inferiore rispetto alle altre industrie.

Analizzando più nel dettaglio il ruolo e il Capitale Umano degli amministratori di genere femminile si ricavano i seguenti risultati:

1. Circa il 70% delle donne assume l'incarico di direttore indipendente;
2. Siedono in un numero maggiore di Board (numero di interlokera pari a 1,56);

3. Sono più giovani rispetto agli uomini;
4. Hanno un grado di istruzione superiore rispetto agli uomini.

Infine, analizzando il background accademico degli amministratori, sebbene vi siano delle specializzazioni dominanti (economia e giurisprudenza), vengono nominati sempre più spesso direttori con un percorso di studi diverso da quello tipico (variazione della voce “altre lauree” dal 2006 al 2016 +1,4%).

Nel confronto con i Board di società con sede nelle principali Nazioni europee si sono ricavati i seguenti risultati (i dati sono aggiornati al 2016):

1. Nei Board italiani vi è meno incidenza delle minoranze nazionali: 12,5% in Italia contro circa il 30% nel Regno Unito;
2. I Board italiani sono i secondi per presenza di amministratori di genere femminile: circa il 30% in Italia contro il 37,5% in Francia e il 17% in Spagna;
3. I Board italiani sono i più giovani d’Europa: 57 anni di media in Italia contro i 61 della Spagna;
4. Con riferimento al punto precedente vi è qualche evidenza che nei Board italiani sia presente un’eterogeneità in termini di età limitata: l’età media è di 57 anni sia per i direttori esecutivi che per i non esecutivi contro una disparità di 6 anni fra le due categorie in Germania (nazione in cui i direttori esecutivi sono i più giovani con un’età media di 52 anni);
5. La durata del mandato dei Board italiani è in linea con la media europea. Lo stesso vale per l’esperienza lavorativa misurata in termini di anni e di volte in cui si è stati componenti del Board di società quotate;
6. I Board italiani hanno un livello educativo superiore rispetto alla media europea.

Negli ultimi due capitoli si propone invece un’analisi empirica degli effetti della composizione del Board sia sulle politiche finanziarie (capitolo 4) che sulla redditività (capitolo 5). Le caratteristiche degli amministratori prese in considerazione sono le seguenti: nazionalità, genere, età e durata del mandato.

Discutendo prima della relazione esistente fra tratti degli amministratori e politiche finanziarie, se non per qualche evidenza nell’analisi delle correlazioni, le regressioni non evidenziano alcun effetto dell’età media degli amministratori e della sua eterogeneità su entrambe le politiche finanziarie incluse (investimenti in innovazione e struttura del capitale).

In contrasto, qualora la società volesse innovare dovrebbe promuovere all'interno del Board la presenza di amministratori di genere femminile e allo stesso tempo ridurre i conflitti di attività (eterogeneità della durata del mandato). In sede di rinnovo del gruppo è quindi opportuno sostituire i membri di genere maschile, preferibilmente con una tenure lunga, con nuove direttrici.

Se invece la problematica riguardasse la disponibilità di capitale di debito, la scelta giusta sarebbe quella di investire nella reputazione della società e contemporaneamente migliorare il Capitale Sociale apportato nel processo decisionale. In questo caso è opportuno promuovere l'eterogeneità in termini di genere e mantenere in carica i direttori con una durata del mandato più lunga. In sede di rinnovo del gruppo è quindi coerente sostituire i membri in carica da meno tempo con amministratrici.

Nell'ultimo capitolo si è andati alla ricerca degli effetti della composizione del Board, considerando le medesime caratteristiche del capitolo 4, sulle performance dell'impresa. Ugualmente a quanto osservato nello studio delle politiche finanziarie, si individuano delle correlazioni positive fra entrambe le dimensioni dell'età e la redditività (esclusivamente quanto misurata attraverso il ROA) che non vengono però confermate nell'analisi dei coefficienti delle regressioni.

Si ipotizza che la non significatività dei coefficienti relativi ad entrambe le dimensioni dell'età, sia nell'analisi delle politiche finanziarie che in quella delle performance, sia dovuta al fatto che si osserva una scarsa eterogeneità in termini del tratto nei gruppi inclusi nel campione.

In contrasto, si ricavano degli ulteriori risultati a favore dell'utilità economica della presenza di amministratori di genere femminile: si individuano dei coefficienti positivi e significativi fra la caratteristica e sia il Tobin's Q che il ROA.

Con riferimento alle minoranze di nazionalità i risultati sono invece ambigui. Si ricavano dei coefficienti positivi fra presenza di direttori stranieri e ROA ma delle relazioni opposte con il Tobin's Q.

Infine, gli effetti della tenure sono significativi esclusivamente quando si approssimano le performance dell'impresa attraverso il Tobin's Q. Si individuano infatti delle relazioni negative fra l'eterogeneità (esclusivamente quando misurata mediante l'indice di Blau) e la media della tenure e l'indice di redditività.

In linea generale, il mercato sembra premiare la presenza di amministratori di genere femminile mentre punisce le società guidate da un gruppo troppo legato allo *status quo* o in cui i conflitti di attività sono persistenti. Inoltre, l'aver incluso nell'analisi l'eterogeneità in termini di nazionalità e non di etnia potrebbe essere la motivazione alla base della non unidirezionalità degli effetti della presenza di direttori stranieri sulle performance.

In sede di rinnovo del gruppo è quindi opportuno investire nella presenza di amministratori di genere femminile, indipendentemente dall'indice di redditività: è sempre conveniente sostituire membri maschili con donne. Fra tutti i membri di genere maschile è preferibile sostituire gli amministratori in carica di più tempo: seguendo questa impostazione si agirebbe sia sulla tenure media che sulla sua eterogeneità.

Quanto appena affermato deve interpretato alla luce dei risultati ottenuti nel capitolo 4. Infatti, mentre i conflitti di attività impattano negativamente sia sull'innovazione che sulle performance, gli amministratori con una tenure lunga sono fondamentali nello stabilire un legame con i fornitori di capitale di debito. In questo caso, chi si occupa della composizione del Board deve comprendere quali sono effettivamente le necessità dell'impresa: gestire l'intensità del debito oppure registrare delle performance di mercato migliori?

La composizione in termini di nazionalità ottima del team è conseguenza dell'indice di redditività adottato. Qualora si identificasse il ROA come misura di performance adatta sarebbe opportuno incentivare la presenza di direttori stranieri, considerando il Tobin's Q, in contrasto, la composizione ottima sarebbe la più "italiana" possibile.

Concludendo il ragionamento sulle scelte ottime di rinnovo del gruppo si possono individuare due strade alternative a seconda dell'indice di redditività adottato:

1. ROA: sostituire i membri maschili di nazionalità italiana in carica da più anni con amministratori di genere femminile e/o stranieri;
2. Tobin's Q: sostituire i membri maschili stranieri (se presenti) in carica da più anni con amministratori di genere femminile.

Nell'ultima parte del capitolo 5 si è andati alla ricerca degli effetti dell'innovazione nella relazione esistente fra caratteristiche degli amministratori e performance dell'impresa. L'ipotesi di *mediazione* della politica, basata sia su costrutti teorici che su evidenze

empiriche, non è stata però verificata: l'innovazione ha un impatto negativo sulle performance dell'impresa. Si sottolinea però come la relazione individuata sia di lieve magnitudo e significativa esclusivamente quanto la redditività viene approssimata mediante il ROA.

#### *Limiti della ricerca e sviluppi futuri*

Il principale limite del lavoro di ricerca empirica svolto è quello di non aver incluso nell'analisi una variabile rappresentativa dell'indipendenza del Board. Di contro, anche se si è discusso dell'importanza dell'indipendenza dei membri del Board, essa non viene classificata dalla principale letteratura come una caratteristica degli amministratori.

Inoltre, gli impatti dell'indipendenza del team sulle performance e sulle politiche dell'impresa sono incerti: come è possibile osservare dal paragrafo 2.4.2.4 le evidenze empiriche non portano a risultati univoci.

Un ulteriore limite potrebbe essere rappresentato dalla tipologia di imprese incluse nel campione. Si tratta infatti di un gruppo poco numeroso di imprese quotate (di grandi dimensioni). Anche se il campione non è rappresentativo della popolazione (tutte le imprese esistenti al mondo) i risultati empirici ottenuti in questa sede possono essere interpretati come segue.

In prima analisi, fanno riferimento ad una particolare tipologia di società: si è infatti affermato che la presenza di donne, a titolo esemplificativo, ha un impatto positivo per le società quotate nel MAT, non in tutte le imprese del Mondo.

In secondo luogo, l'aver individuato delle relazioni significative nel campione analizzato è in realtà un indizio importante sugli effetti delle caratteristiche degli amministratori sulle performance delle imprese più piccole. Infatti, nelle imprese di grandi dimensioni gli effetti delle pressioni ambientali (teoria dell'inerzia) sono più forti rispetto alle società medio-piccole. Inoltre, i soggetti che amministrano imprese di dimensioni più contenute hanno sicuramente un ruolo più diretto con gli stakeholders dell'impresa rendendo ancora più importanti il loro Capitale Umano e Sociale.

Secondo chi scrive, la ricerca futura si deve concentrare su due fattori fondamentali. Il primo è l'inclusione delle caratteristiche cognitive: sebbene non sia semplice raccogliere le informazioni relative ai suddetti tratti, essi sono fondamentali nello stabilire la base



cognitiva dell'amministratore. Oltre alla loro inclusione è importante individuare la metodologia esatta di rappresentazione di queste caratteristiche.

Infatti, mentre per misurare l'incidenza del genere femminile le misurazioni sono logiche, anche se molteplici, qual è l'indice più adatto per rappresentare il livello medio di istruzione o l'eterogeneità del percorso educativo? Come è evidente sono dimensioni di difficile rappresentazione.

L'ultimo fattore importante è l'individuazione della strada attraverso la quale gli amministratori impattano sulle performance dell'impresa. Oltre all'innovazione esistono altri effetti di mediazione come la reputazione della società. In realtà, a livello teorico, esistono infinite variabili di *mediazione* e *moderazione*, è necessaria quindi un'analisi approfondita, prima dal punto di vista teorico e successivamente empirico, su quali siano i principali meccanismi che collegano le performance dell'impresa con le caratteristiche degli amministratori.

In conclusione, sebbene l'obiettivo principale di questa tesi non sia stato raggiunto (individuare gli effetti dell'età sulle politiche finanziarie e sulla redditività), si sono individuati dei risultati importanti a favore dell'utilità economica della presenza di donne all'interno del Board. Includere minoranze di genere non è solamente socialmente equo e giusto ma anche economicamente conveniente.



## Indice delle figure, dei grafici e delle tabelle

Figura 1 Fonte: Hambrick & Mason (1984).....	69
Figura 2 Fonte: Hambrick & Mason (1984).....	71
Figura 3 Fonte: Hillman et Al. (2000).....	87
Grafico 1 Andamento della dimensione media dei Board.....	141
Grafico 2 Andamento presenza di stranieri nei Board .....	142
Grafico 3 Andamento presenza di donne nei Board.....	143
Grafico 4 Andamento dell'età media dei membri del Board .....	145
Grafico 5 Presenza di donne in base al ruolo ricoperto.....	146
Grafico 6 Presenza di stranieri in base al ruolo ricoperto.....	147
Grafico 7 Età media in base al ruolo ricoperto.....	148
Grafico 8 Livello educativo in base alla percentuale di direttori laureati .....	150
Grafico 9 Livello di esperienza degli amministratori in base al numero di Board di società quotate precedentemente serviti .....	151
Grafico 10 Livello di esperienza degli amministratori in base al numero di anni in cui hanno servito in un Board di società quotate.....	152
Grafico 11 Durata media del mandato in anni.....	153
Tabella 1 Effetto Board. Fonte Lieberman & O'Connor (1972) pagina 123 .....	64
Tabella 2 Board Diversity e performance aziendale Ciavarella (2017) .....	95
Tabella 3 Eterogeneità dei direttori esecutivi e performance aziendale Ciavarella (2017) .....	96
Tabella 4 Matrice correlazioni Erhardt et Al. (2003). All'interno della variabile Board Diversity rientrano sia minoranze etniche che di genere.....	97
Tabella 5 Regressione fra misure di diversità e innovazione (Miller & Triana, 2009)..	98
Tabella 6 Regressione fra misure di diversità e reputazione (Miller & Triana, 2009)...	99
Tabella 7 Regressione variabili di diversità e performance finanziarie dell'impresa Ararat et Al. (2010) .....	99
Tabella 8 Regressione Carter et Al. (2010) .....	100
Tabella 9 Effetti combinati Ararat et Al. (2010) .....	101
Tabella 10 Regressioni, per step, di Li et Al. (2011). Variabile dipendente ROA.....	102
Tabella 11 Matrice correlazioni Wiersema e Bantel (1992).....	103

Tabella 12 Risultati regressioni Wiersema e Bantel (1992).....	104
Tabella 13 Matrice correlazioni Bantel e Jackson (1989).....	105
Tabella 14 Regressioni Bantel e Jackson (1989).....	105
Tabella 15 Modello di regressione Dionne & Triki (2005). MajfinEdu_board è la variabile indipendente che rappresenta il background accademico finanziario. La variabile dipendente è la gestione del rischio.....	107
Tabella 16 Modello di regressione Dionne & Triki (2005). MajfinAct_board è la variabile indipendente che rappresenta l'esperienza lavorativa finanziaria. La variabile dipendente è la gestione del rischio.....	109
Tabella 17 Regressioni Bonini et Al. (2017).....	111
Tabella 18 Regressione Borlea et Al. (2017) .....	112
Tabella 19 Effetti di moderazione della reputazione fra eterogeneità etnica e redditività aziendale (ROA) (Miller e Triana, 2009).....	127
Tabella 20 Grandezza Media degli Organi.....	131
Tabella 21 Numero di Direttori Indipendenti.....	132
Tabella 22 Board Diversity .....	133
Tabella 23 Eterogeneità del Background Accademico.....	135
Tabella 24 Ruoli dei direttori di genere femminile .....	137
Tabella 25 Numero Interlockers .....	138
Tabella 26 Caratteristiche dei direttori dato il genere .....	138
Tabella 27 Descrizione delle variabili .....	175
Tabella 28 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso il numero assoluto.....	182
Tabella 29 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso misure percentuali.....	184
Tabella 30 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso l'indice di Blau.....	187
Tabella 31 Matrice di correlazione tra Politiche finanziarie e misure di eterogeneità attraverso variabili Dummy .....	189
Tabella 32 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni. ....	190
Tabella 33 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Innovazione .....	194
Tabella 34 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → Innovazione.....	196
Tabella 35 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Struttura del capitale	197

Tabella 36 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → Struttura del capitale .....	199
Tabella 37 VIF modelli 1-4 .....	201
Tabella 38 VIF Modelli 5 e 6 .....	201
Tabella 39 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso il numero assoluto.....	217
Tabella 40 Estratto della matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso la percentuale.....	218
Tabella 41 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso l'indice di Blau .....	220
Tabella 42 Matrice di correlazione tra Performance finanziarie e misurazione delle caratteristiche del Board attraverso le variabili Dummy .....	222
Tabella 43 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni con ROA..	223
Tabella 44 Schema riassuntivo dei risultati dell'analisi delle correlazioni con Tobin's Q. .....	224
Tabella 45 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → ROA.....	228
Tabella 46 Modelli di regressione: indici sintetici di diversità → ROA.....	229
Tabella 47 Modelli di regressione: caratteristiche del Board → Tobin's Q .....	231
Tabella 48 Modelli di regressione: Indici sintetici di diversità → Tobin's Q .....	232
Tabella 49 Modello di regressione: innovazione → performance finanziarie .....	232
Tabella 50 VIF regressioni innovazione → performance finanziarie .....	233



## Bibliografía

- Adner, R., & Helfat, C. E. (2003). "Corporate effects and dynamic managerial capabilities." *Strategic management journal*, 24(10), 1011-1025.
- Alabede, J. O. (2016). "Effect of board diversity on corporate governance structure and operating performance: Evidence from the UK listed firms." *Asian Journal of Accounting and Governance*, 7, 67-80.
- Alagna, S. W., Reddy, D. M., & Collins, D. L. (1982). "Perceptions of functioning in mixed-sex and male medical training groups." *Journal of Medical Education*.
- Ararat, M., Aksu, M. H., & Tansel Cetin, A. (2010). "The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from the Istanbul Stock Exchange." *Available at SSRN 1572283*.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). "The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain." *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127-135.
- Backhaus, K. B., Stone, B. A., & Heiner, K. (2002). "Exploring the relationship between corporate social performance and employer attractiveness." *Business & Society*, 41(3), 292-318.
- Bacon, J., & Brown, J. F. (1973). "Corporate directorship practices: Role, selection, and legal status of the board." *New York: The Conference Board*.
- Bailey, E. E., & Helfat, C. E. (2003). "External management succession, human capital, and firm performance: An integrative analysis." *Managerial and decision economics*, 24(4), 347-369.
- Bantel, K. A., & Jackson, S. E. (1989). "Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference?" *Strategic management journal*, 10(S1), 107-124.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). "The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations." *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.

- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). "Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition." *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124.
- Beaver, G., & Hutchings, K. (2005). "Training and developing an age diverse workforce in SMEs: The need for a strategic approach." *Education+ Training*, 47(8-9), 592-604.
- Becker, G. S. 1964. "Human capital." *New York: Columbia University Press*.
- Becker, G. S. 1993. "Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education." *University of Chicago press*.
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). "Board diversity, firm risk, and corporate policies." *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). "Managing with style: The effect of managers on firm policies." *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208.
- Biggins, J. V. (1999). "Making board diversity work." *Corporate board*, 20(117), 11-16.
- Bilimoria, D., & Wheeler, J. V. (2000). "Women corporate directors: Current research and future directions." *Women in management: Current research issues*, 2(10), 138-163.
- Blau, J. R., & Alba, R. D. (1982). "Empowering nets of participation." *Administrative science quarterly*, 363-379.
- Blau, P. M. (1977). "Inequality and heterogeneity: A primitive theory of social structure (Vol. 7)." *New York: Free Press*.
- Bøhren, Ø., & Strøm, R. Ø. (2010). "Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room." *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1281-1308.
- Bond, M. H., & Yang, K. S. (1982). "Ethnic affirmation versus cross-cultural accommodation: The variable impact of questionnaire language on Chinese bilinguals from Hong Kong." *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 13(2), 169-185.
- Bonini, S., Deng, J., Ferrari, M., & John, K. (2017). "On long-tenured independent directors." *Available at SSRN 2965588*.
- Booth, J. R., & Deli, D. N. (1999). "On executives of financial institutions as outside directors." *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 227-250.



- Borlea, S. N., Achim, M. V., & Mare, C. (2017). "Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania." *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 55-75.
- Botwinick, J. "Aging and Behavior." *Springer, New York*, 1977
- Bradshaw, P., & Wicks, D. (2000). "The experiences of white women on corporate boards in Canada." *In Women on corporate boards of directors* (pp. 197-212). Springer, Dordrecht.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). "Gender and ethnic diversity among UK corporate boards." *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 393-403.
- Brass, D. J. (1984). "Being in the right place: A structural analysis of individual influence in an organization." *Administrative science quarterly*, 518-539.
- Brown, D., Brown, D. L., & Anastasopoulos, V. (2002). "Women on boards: Not just the right thing... but the "bright" thing." *Conference Board of Canada*.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendricks, M. (2000). "The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance." *Strategic management journal*, 21(4), 455-472.
- Buckley, A., & Van Der Nat, M. (2003). "Derivatives and the non-executive Director." *European Management Journal*, 21(3), 389-397.
- Burke, R. J. (2000). "Company size, board size and numbers of women corporate directors." *In Women on corporate boards of directors* (pp. 157-167). Springer, Dordrecht.
- Burt, Ronald S. (1982) "Toward a structural theory of action: Network models of social structure, perception, and action." *Academic Pr*.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids." *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). "The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance." *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). "Corporate governance, board diversity, and firm value." *Financial review*, 38(1), 33-53.

Carter, S. L., & Shaw, E. (2006). "Women's business ownership: Recent research and policy developments."

Carver, J. (2002). "John Carver on board leadership: Selected writings from the creator of the world's most provocative and systematic governance model." Jossey-Bass, A Wiley Company.

Chaganti, R. (1986). "Management in women-owned enterprises." *Journal of small business management*, 24, 18.

Chemmanur, T. J., Kong, L., Krishnan, K., & Yu, Q. (2019). "Top management human capital, inventor mobility, and corporate innovation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(6), 2383-2422.

Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2009). "Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1045-1079.

Child, J. (1974). "Managerial and organizational factors associated with company performance part I." *Journal of Management studies*, 11(3), 175-189.

Ciavarella, A. (2017). "Board diversity and firm performance across Europe."

Colbert, B. A. (2004). "The complex resource-based view: Implications for theory and practice in strategic human resource management." *Academy of management review*, 29(3), 341-358.

Cox, T. H., & Blake, S. (1991). "Managing cultural diversity: Implications for organizational competitiveness." *Academy of Management Perspectives*, 5(3), 45-56.

Cox, T. H., Lobel, S. A., & McLeod, P. L. (1991). "Effects of ethnic group cultural differences on cooperative and competitive behavior on a group task." *Academy of management journal*, 34(4), 827-847.

Cremers, K. M., Litov, L. P., & Sepe, S. M. (2017). "Staggered boards and long-term firm value, revisited." *Journal of Financial Economics*, 126(2), 422-444.

Cummings, A., Zhou, J., & Oldham, G. R. (1993, August). "Demographic differences and employee work outcomes: Effects on multiple comparison groups." *In annual meeting of the Academy of Management*, Atlanta, GA.

- Curşeu, P. L., Kenis, P., Raab, J., & Brandes, U. (2010). "Composing effective teams through team dating." *Organization Studies*, 31(7), 873-894.
- Dahlin, K. B., Weingart, L. R., & Hinds, P. J. (2005). "Team diversity and information use." *Academy of management journal*, 48(6), 1107-1123.
- Díaz-Guerrero, R. (1984). "La psicología de los mexicanos. Un Paradigma." *Revista Mexicana de Psicología*.
- Dionne, G., & Triki, T. (2005). "Risk management and corporate governance: The importance of independence and financial knowledge for the board and the audit committee."
- Diversity and Gender Balance in Britain plc: A study by TCAM in conjunction with The Observer and as part of the Good Companies Guide, London, UK: TCAM. 2009.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). "When are outside directors effective?" *Journal of financial economics*, 96(2), 195-214.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). "Board of director diversity and firm financial performance." *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.
- European Commission (2010), Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, Green Paper
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control." *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Ferrier, W. J. (1997). "Part V: Other Consequences of Corporate Reputation: 'Tough talk' and market leaders: The role of overt signaling and reputation-building behaviors in sustaining industry dominance." *Corporate Reputation Review*, 1(2), 98-103.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). "Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion." *Administrative science quarterly*, 484-503.
- García Martín, C. J., & Herrero, B. (2018). "Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm." *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 31(1), 1015-1041.

- Geletkanycz, M. A., & Hambrick, D. C. (1997). "The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance." *Administrative Science Quarterly*, 654-681.
- Giannetti, M., & Zhao, M. (2019). "Board ancestral diversity and firm-performance volatility." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(3), 1117-1155.
- Gompers, P. A., Mukharlyamov, V., & Xuan, Y. (2016). "The cost of friendship." *Journal of Financial Economics*, 119(3), 626-644.
- Güner, A. B., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). "Financial expertise of directors." *Journal of financial Economics*, 88(2), 323-354.
- Halpern, D. F. (1992). A Cognitive Approach to Improving Thinking Skills in. Enhancing thinking skills in the sciences and mathematics.
- Hambrick, D. C. (1989). "Guest editor's introduction: Putting top managers back in the strategy picture." *Strategic Management Journal*, 10(S1), 5-15.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers." *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1977). "The population ecology of organizations." *American journal of sociology*, 82(5), 929-964.
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1984). "Structural inertia and organizational change." *American sociological review*, 149-164.
- Harrison, D. A., & Klein, K. J. (2007). "What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations." *Academy of management review*, 32(4), 1199-1228.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives." *Academy of Management review*, 28(3), 383-396.
- Hillman, A. J., Cannella Jr, A. A., & Harris, I. C. (2002). "Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ?" *Journal of management*, 28(6), 747-763.

- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). "The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change." *Journal of Management studies*, 37(2), 235-256.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). "Resource dependence theory: A review." *Journal of management*, 35(6), 1404-1427.
- Hitt, M. A., & Tyler, B. B. (1991). "Strategic decision models: Integrating different perspectives." *Strategic management journal*, 12(5), 327-351.
- Hoffman, E. (1985). "The effect of race-ratio composition on the frequency of organizational communication." *Social Psychology Quarterly*, 17-26.
- Hoffman, L. R., & Maier, N. R. (1961). "Quality and acceptance of problem solutions by members of homogeneous and heterogeneous groups." *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 62(2), 401.
- Hofstede, G. 1980. *Culture's Consequences*. Beverly Hills, CA: Sage.
- Holland, J. L. (1976). *Vocational preferences*. In Dunnette MD. *Handbook of industrial and organizational psychology*. Chicago: Rand McNally.
- Houle, C. O. (1990). "Who should be on your board?" *Non-profit World*, 8(1), 33-35.
- Huse, M., & Rindova, V. P. (2001). "Stakeholders' expectations of board roles: The case of subsidiary boards." *Journal of management and Governance*, 5(2), 153-178.
- Izraeli, D. (2000). "The paradox of affirmative action for women directors in Israel." In *Women on corporate boards of directors* (pp. 75-96). Springer, Dordrecht.
- Jackson, S. E. (1991). "Team composition in organizational settings: Issues in managing an increasingly diverse work force." In *Symposium on Group Productivity and Process*, 1989, Texas A & MU, College Station, TX, US. Sage Publications, Inc.
- Jackson, S. E., May, K. E., Whitney, K., Guzzo, R. A., & Salas, E. (1995). "Understanding the dynamics of diversity in decision-making teams." *Team effectiveness and decision making in organizations*, 204, 261.
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & French, D. W. (2016). "Managerial social capital and financial development: A cross-country analysis." *Financial Review*, 51(1), 37-68.

- Jehn, K. A., Northcraft, G. B., & Neale, M. A. (1999). "Why differences make a difference: A field study of diversity, conflict and performance in workgroups." *Administrative science quarterly*, 44(4), 741-763.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, J. E., & Powell, P. L. (1994). "Decision making, risk and gender: Are managers different?" *British Journal of Management*, 5(2), 123-138.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). "Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics." *Journal of management*, 39(1), 232-262.
- Johnston, W. B., & Packer, A. H. (1987). *Workforce 2000*. Indianapolis: Hudson Institute.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). "Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards." *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation*. New York: Basic books.
- Katz, R. (1982). "The effects of group longevity on project communication and performance." *Administrative science quarterly*, 81-104.
- Kim, H., & Lim, C. (2010). "Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence." *Journal of Business Research*, 63(3), 284-291.
- Kimberly, J. R., & Evanisko, M. J. (1981). "Organizational innovation: The influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations." *Academy of management journal*, 24(4), 689-713.
- Knight, D., Pearce, C. L., Smith, K. G., Olian, J. D., Sims, H. P., Smith, K. A., & Flood, P. (1999). "Top management team diversity, group process, and strategic consensus." *Strategic Management Journal*, 20(5), 445-465.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., & Masulis, R. W. (2013). "The supply of corporate directors and board independence." *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1561-1605.

- Konrad, A. M., Ritchie Jr, J. E., Lieb, P., & Corrigan, E. (2000). "Sex differences and similarities in job attribute preferences: a meta-analysis." *Psychological bulletin*, 126(4), 593.
- Krauss, R., & Fussell, S. (1990). "Mutual Knowledge and Communicative Effectiveness." In, J. Galegher, R. Kraut & C. Egido (Eds.), *Intellectual Teamwork*, 111-145.
- Lauretta McLeod, P., & Lobel, S. A. (1992, August). "The effects of ethnic diversity on idea generation in small groups." *In Academy of Management Proceedings* (Vol. 1992, No. 1, pp. 227-231). Briarcliff Manor, NY 10510: *Academy of Management*.
- Leung, K. (1988). "Some determinants of conflict avoidance." *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 19(1), 125-136.
- Li, J., Chu, C. W. L., Lam, K. C., & Liao, S. (2011). "Age diversity and firm performance in an emerging economy: Implications for cross-cultural human resource management." *Human Resource Management*, 50(2), 247-270.
- Lieberson, S., & O'Connor, J. F. (1972). "Leadership and organizational performance: A study of large corporations." *American sociological review*, 117-130.
- Linville, P. W., & Jones, E. E. (1980). "Polarized appraisals of out-group members." *Journal of personality and social psychology*, 38(5), 689.
- Loderer, C. F., & Waelchli, U. (2010). "Firm age and performance." *Available at SSRN 1342248*.
- Lynn, D. B. (1962). "Sex-role and parental identification." *Child Development*, 555-564.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958). *Organizations* John Wiley. New York.
- Mattis, M. C. (2000). "Women corporate directors in the United States." *In Women on corporate boards of directors* (pp. 43-56). Springer, Dordrecht.
- Maznevski, M. L. (1994). "Understanding our differences: Performance in decision-making groups with diverse members." *Human relations*, 47(5), 531-552.
- Mehrotra, S. (2016). "The Nature of Corporate Board Structure and Its Impact on the Performance of USA Listed Firms." *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(1).

- Miller, T., & del Carmen Triana, M. (2009). "Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship." *Journal of Management studies*, 46(5), 755-786.
- Milliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). "Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups." *Academy of management review*, 21(2), 402-433.
- Morrison, A. M. (1992). *The New Leaders: Guidelines on Leadership Diversity in America*. Jossey-Bass Management Series. Jossey-Bass, Inc., Publishers, 350 Sansome Street, San Francisco, CA 94104.
- Moscovici, S., & Faucheux, C. (1972). "Social influence, conformity bias, and the study of active minorities." In *Advances in experimental social psychology* (Vol. 6, pp. 149-202). Academic Press.
- Mukherjee, T., Swami, V., & Wang, W. (2019). "Governance structure and performance of private family firms." *Journal of Economics and Finance*, 43(4), 713-734.
- Muravyev, A., Talavera, O., & Schäfer, D. (2009). "Entrepreneurs' gender and financial constraints: Evidence from international data." *Journal of Comparative Economics*, 37(2), 270-286.
- Murray, A. I. (1989). "Top management group heterogeneity and firm performance." *Strategic management journal*, 10(S1), 125-141.
- Myers, S, 1984. "The capital structure puzzle." *Journal of Finance* 34 (1984), 575–92.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have (No. w1396)." *National Bureau of Economic Research*.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2004). "A framework for diagnosing board effectiveness." *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 442-460.
- O'Connell, B. (2003). *The board member's book: Making a difference in voluntary organizations*. Foundation Center.
- O'Reilly III, C. A., Williams, K. Y., & Barsade, S. (1998). Group demography and innovation: Does diversity help?



- Pelled, L. H., Eisenhardt, K. M., & Xin, K. R. (1999). "Exploring the black box: An analysis of work group diversity, conflict and performance." *Administrative science quarterly*, 44(1), 1-28.
- Peterson, C. A., & Philpot, J. (2007). "Women's roles on US Fortune 500 boards: Director expertise and committee memberships." *Journal of Business Ethics*, 72(2), 177-196.
- Peterson, S. J., & Spiker, B. K. (2005). "Establishing the positive contributory value of older workers: A positive psychology perspective." *Organizational Dynamics*, 34(2), 153-167.
- Pfeffer, J. (1993). *Organizational demography*. Research in organizational behavior.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pollitt, D. (2006). "Bradford and Bingley audits age diversity in the workplace." *Human Resource International Digest*, 14(6), 27-28.
- Porter, L. W., & Steers, R. M. (1973). "Organizational, work, and personal factors in employee turnover and absenteeism." *Psychological bulletin*, 80(2), 151.
- Richard, O. C. (2000). "Racial diversity, business strategy, and firm performance: A resource-based view." *Academy of management journal*, 43(2), 164-177.
- Richard, O. C., Murthi, B. S., & Ismail, K. (2007). "The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context." *Strategic Management Journal*, 28(12), 1213-1233.
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). "Building a business case for diversity." *Academy of Management Perspectives*, 11(3), 21-31.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). "Capital structure decision making: A model for family business." *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.
- Schultz, T. W. (1961). "Investment in human capital." *The American economic review*, 51(1), 1-17.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). "Agency relationships in family firms: Theory and evidence." *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Sealy, R., Vinnicombe, S., & Singh, V. (2007). *The female FTSE report 2007*.

- Simon, H. A. (1957). 1957 *Administrative Behavior*, 2nd edn. New York: Macmillan.
- Stein, J. C. (1988). "Takeover threats and managerial myopia." *Journal of political economy*, 96(1), 61-80.
- Tamborini R., (2011) *Economia e Finanza*, Cedam, Ed. II.
- Taylor, R. N. (1975). "Age and experience as determinants of managerial information processing and decision-making performance." *Academy of Management Journal*, 18(1), 74-81.
- Teachman, J. D. (1980). "Analysis of population diversity: Measures of qualitative variation." *Sociological Methods & Research*, 8(3), 341-362.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). "Women directors on corporate boards: A review and research agenda." *Corporate governance: an international review*, 17(3), 320-337.
- Timmerman, T. A. (2000). "Racial diversity, age diversity, interdependence, and team performance." *Small group research*, 31(5), 592-606.
- Triandis, H. C., Hall, E. R., & Ewen, R. B. (1965). "Member heterogeneity and dyadic creativity." *Human relations*, 18(1), 33-55.
- Turner, J. C., & Tajfel, H. (1986). "The social identity theory of intergroup behavior." *Psychology of intergroup relations*, 5, 7-24.
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). "Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors." *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234.
- Volonté, C., & Gantenbein, P. (2016). "Directors' human capital, firm strategy, and firm performance." *Journal of Management & Governance*, 20(1), 115-145.
- Vroom, V. H., & Pahl, B. (1971). "Relationship between age and risk taking among managers." *Journal of applied psychology*, 55(5), 399.
- Wagner, W. G., Pfeffer, J., & O'Reilly III, C. A. (1984). "Organizational demography and turnover in top-management group." *Administrative Science Quarterly*, 74-92.
- Warner, J. B. (1977). "Bankruptcy costs: Some evidence." *The journal of Finance*, 32(2), 337-347.

Watson, W. E., Kumar, K., & Michaelsen, L. K. (1993). "Cultural diversity's impact on interaction process and performance: Comparing homogeneous and diverse task groups." *Academy of management journal*, 36(3), 590-602.

Wegner, D. M. (1987). "Transactive memory: A contemporary analysis of the group mind." In *Theories of group behavior* (pp. 185-208). Springer, New York, NY.

Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards." *Administrative science quarterly*, 45(2), 366-398

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). "Top management team demography and corporate strategic change." *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.

Williams, K. Y., & O'Reilly III, C. A. (1998). "Demography and." *Research in organizational behavior*, 20, 77-140.

Wirth, L. (1945). The problems of minority groups. In (Linton R. ed.) *The Science of Man in the World Crisis*.

Wittenbaum, G. M., & Stasser, G. (1996). Management of information in small groups.

Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). "Characteristics of women and men corporate inside directors in the US." *Corporate governance: an international review*, 12(3), 337-342.

Zenger, T. R., & Lawrence, B. S. (1989). "Organizational demography: The differential effects of age and tenure distributions on technical communication." *Academy of Management journal*, 32(2), 353-376.



## Sitografia

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori.html>

<https://www.bvdinfo.com/it-it/>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/quaderni-di-finanza>

<https://www.istat.it/it/files/2018/12/Report-Migrazioni-Anno-2017.pdf>

<https://www.tiaa.org/public>



## Appendice A

### Art 147-Ter Comma 4:

*“4. In aggiunta a quanto disposto dal comma 3, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Il presente comma non si applica al consiglio di amministrazione delle società organizzate secondo il sistema monistico, per le quali rimane fermo il disposto dell'articolo 2409- septiesdecies, secondo comma, del Codice civile. L'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i requisiti di indipendenza deve darne immediata comunicazione al consiglio di amministrazione e, in ogni caso, decade dalla carica.”*

Si richiama quindi **l'art. 148 comma 3** che prescrive:

*“3. Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio:*

- a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del Codice civile;*
- b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;*
- c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza.”*

### Articolo 3 Codice di Autodisciplina

*“3.C.1. Il consiglio di amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative:*

- a) *se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possono esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;*
- b) *se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;*
- c) *se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:*  
*- con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo;*  
*- con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo; ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;*
- d) *se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva (rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente e al compenso per la partecipazione ai comitati raccomandati 16 dal presente Codice) anche sotto forma di partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria;*
- e) *se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;*
- f) *se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;*
- g) *se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale dell'emittente;*
- h) *se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti."*