



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**L'EFFETTO DEL *CSR DECOUPLING* SULLE
PERFORMANCE FINANZIARIE DELLE AZIENDE.
UN'ANALISI EMPIRICA.**

Relatrice

Elisa Cavezzali

Laureando

Davide Fernando Mostarda

Matricola 873163

Anno accademico

2019/2020

ABSTRACT

Questa tesi è stata realizzata con la finalità di mostrare le conseguenze del *CSR decoupling* sui risultati finanziari delle aziende che lo implementano. Il *CSR decoupling* si riferisce alla differenza tra i valori di *CSR disclosure* e quelli di *CSR performance*. L'elaborato fornisce una prima introduzione dell'ampia tematica della *Corporate Social Responsibility* e del *framework* teorico di riferimento. Successivamente vengono analizzati gli effetti che le *CSR performance* e la *CSR disclosure* possono avere sulla vita delle aziende. Il capitolo centrale cerca di spiegare il fenomeno del *decoupling* indicandone possibili cause e conseguenze. Nell'ultimo capitolo, attraverso l'analisi di un campione di aziende quotate e provenienti da tutto il mondo, relative al periodo di tempo che va dal 2006 al 2017, vengono testate le ipotesi in merito all'incidenza del *CSR decoupling* sulle performance finanziarie aziendali (*ROA, ROE, ROS, TOBIN'S Q*). I risultati, contrari alle aspettative, mostrano una relazione positiva tra il *CSR decoupling*, analizzato prendendo in considerazione la sola sfera sociale, e le *performance* finanziarie delle aziende che lo implementano. Infine, viene realizzata un'analisi integrativa utile per cercare di spiegare le ragioni della relazione diretta ed inaspettata proveniente dall'analisi principale.

PAROLE CHIAVE:

CSR, CSR decoupling, CSR disclosure, CSR performance, risultati finanziari.

RINGRAZIAMENTI

Prima di procedere con l'elaborato sento il bisogno di dedicare questo spazio alle persone che hanno contribuito alla realizzazione dello stesso e che mi sono state vicine durante tutto il periodo di studi.

Ringrazio la professoressa Elisa Cavezzali per la gentilezza, la disponibilità e la fiducia dimostratemi durante tutto il periodo di stesura dell'elaborato.

Ringrazio la mia famiglia per il supporto costante e per avermi dato la possibilità di intraprendere questa esperienza.

Ringrazio tutti i miei amici, in particolare Giacomo, Filippo, Marco B., Marco A., Fabio, Guglielmo, Alberto, Paolo, Matteo, Aurora, Camilla, Federico, Alessandro, Luca e Gianluca.

Ringrazio gli amici e compagni di corso Fabrizio, Isotta, Simone, Annamaria, Annapaola, Giada, Marta, Fabio e Leonardo che ho avuto la fortuna di conoscere e che hanno reso l'esperienza universitaria piacevole ed indimenticabile.

Ringrazio Pepe.

Ringrazio i coinquilini di Viale San Marco, Giacomo, Nicola ed Emiliano.

Arca di Noè.

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1. LA <i>CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY</i> : DETERMINANTI E CONSEGUENZE.....	4
1.1 Introduzione e sviluppo della <i>Corporate Social Responsibility</i>	4
1.2 Il <i>background</i> teorico di riferimento	13
1.3 La <i>CSR disclosure</i>	24
1.4 Le determinanti della <i>CSR disclosure</i>	26
1.5 Le conseguenze della <i>CSR disclosure</i>	33
1.6 Le <i>CSR performance</i> e le sue determinanti	39
1.7 Le conseguenze delle <i>CSR performance</i>	44
CAPITOLO 2. IL <i>DECOUPLING</i> TRA <i>CSR PERFORMANCE</i> E <i>CSR DISCLOSURE</i>	51
2.1 Introduzione al <i>decoupling</i>	51
2.2 Le sfaccettature del <i>CSR decoupling</i>	54
2.3 I <i>drivers</i> del <i>decoupling</i>	63
2.4 Le conseguenze del <i>decoupling</i>	73
CAPITOLO 3. GLI IMPATTI DEL <i>CSR DECOUPLING</i> SUI RISULTATI FINANZIARI AZIENDALI	81
3.1 Introduzione	81
3.2 Sviluppo delle ipotesi.....	82
3.3 Metodologia	84
3.3.1 Raccolta dei dati.....	84
3.3.2 Modello econometrico e misurazione delle variabili	85
3.4 Risultati empirici	87
3.4.1 Statistica descrittiva e matrice di correlazione.....	87
3.4.2 Relazione tra <i>social decoupling</i> e <i>financial performance</i>	93
3.5 Discussione dei risultati e analisi integrative	96
3.6 Conclusioni.....	100
BIBLIOGRAFIA	103
SITOGRAFIA	119

INDICE DELLE FIGURE

Tabella 1. Categorie e sottocategorie del sistema di rating KLD.	41
Tabella 2. Terminologia e definizioni in materia di decoupling.	62
Tabella 3. Statistica descrittiva: osservazioni, valore minimo, valore massimo, media e deviazione standard delle variabili utilizzate nelle regressioni.....	88
Tabella 4. Statistica descrittiva del <i>gap</i> positivo in base ai settori merceologici.	90
Tabella 5. Statistica descrittiva del <i>gap</i> negativo in base ai settori merceologici.	90
Tabella 6. Pairwise Correlation Matrix.....	92
Tabella 7. Risultati delle regressioni con il <i>social gap</i> negativo (<i>Silent Green</i>) come variabile indipendente.	94
Tabella 8. Risultati delle regressioni con il <i>social gap</i> positivo (<i>Greenwashing</i>) come variabile indipendente.	95
Tabella 9. Risultati delle regressioni con la <i>social performance</i> come variabile indipendente.	97
Tabella 10. Risultati delle regressioni con la <i>social disclosure</i> come variabile indipendente..	98

INTRODUZIONE

L'attività di un'azienda non può essere valutata in termini meramente economici. È necessario che vengano considerati anche quegli aspetti di responsabilità sociale che le organizzazioni detengono nei confronti della società in cui operano. Responsabilità nei confronti dei consumatori, dei fornitori, dei dipendenti e di tutte le altre tipologie di *stakeholder*, ma anche responsabilità nei confronti dell'ambiente naturale in cui l'azienda opera. Insomma, una responsabilità che va oltre la capacità di generare un utile a fine anno non curante dei metodi, a volte poco etici, utilizzati per generare quest'ultimo. Un'azienda è in grado di svolgere la propria attività grazie all'interazione con la società, nella sua accezione più ampia, in cui opera. Per questo motivo è giusto che svolga tale attività nel proprio interesse ma anche in quello della società che la "ospita". A grandi linee, il concetto appena espresso è ciò che si riferisce alla *Corporate Social Responsibility (CSR)* o responsabilità sociale d'impresa nel caso in cui si utilizzasse il termine italiano. La *CSR* è un fenomeno studiato ormai da molti anni e nell'ultimo ventennio ha avuto un incremento di interesse esponenziale. L'incremento di interesse è tuttora in atto e probabilmente, grazie alla sempre maggiore sensibilizzazione degli individui alle tematiche sociali ed ambientali, crescerà anche negli anni a venire. I primi cenni di introduzione della responsabilità sociale all'interno delle organizzazioni risalgono alla seconda metà del '900. Inizialmente vi era la prevalenza di molta teoria, con i vari studiosi che cercavano di dare una definizione esaustiva di cosa si intendesse per *CSR* senza però grossi risvolti pratici sull'operatività aziendale. Con il passare degli anni quello che veniva studiato a livello teorico ha cominciato ad essere implementato all'interno del *core business* aziendale, portando le aziende alla realizzazione di politiche e procedure che tenessero conto della loro responsabilità nei confronti degli *stakeholder* e dell'ambiente. Politiche che, ad esempio, tenevano conto della salute e della sicurezza sul lavoro, dei diritti dei lavoratori e della prevenzione all'inquinamento.

Inoltre, l'attenzione alla responsabilità sociale d'impresa ha portato allo sviluppo di diversi filoni di ricerca, alcuni dei quali verranno analizzati nel corso di questo elaborato. In particolare, si è cominciato ad indagare il potere della *CSR* di condizionare alcuni aspetti della vita aziendale. Tra questi vi sono, ad esempio, la redditività e la reputazione aziendale. Questo tipo di analisi sono state svolte principalmente andando a scindere le due componenti

fondamentali dell'attività di CSR: *CSR performance* (azioni sostanziali) e *CSR disclosure* (attività di comunicazione). Dai risultati di queste analisi sembra che la tesi sostenuta per la maggiore sia quella che vede la *Corporate Social Responsibility* come un fenomeno capace di portare molti benefici alle aziende che la implementano. Tra questi vi è la riduzione del costo del capitale, l'aumento dell'accesso alla finanza, l'aumento dei risultati finanziari, nonché un incremento della reputazione e dell'affidabilità aziendale come conseguenza, nel caso di una buona attività di *disclosure*, della riduzione dell'asimmetria informativa e dell'aumento della trasparenza. La *Corporate Social Responsibility* viene analizzata attraverso l'utilizzo di diverse teorie economiche e non. Tuttavia, alla base dei risultati appena citati vi sono prevalentemente la teoria degli *stakeholder* e la *legitimacy theory*, le quali prevedono un aumento dell'affinità con i portatori di interessi e l'aumento della legittimità aziendale dovuti ad una corretta implementazione dell'attività di CSR. Nel corso dell'elaborato tutti questi elementi verranno analizzati in maniera più dettagliata.

Infine, un altro filone di ricerca sviluppatosi in materia di responsabilità sociale d'impresa e che sarà oggetto di analisi del secondo e terzo capitolo di questa tesi, è quello relativo al *decoupling*. Con il termine "*CSR decoupling*" si intende il disallineamento tra parole e azioni messe in atto dall'azienda all'interno della sfera sociale ed ambientale. Ciò che un'azienda divulga in termini di CSR, tramite report aziendali, siti web e qualsiasi altro mezzo di comunicazione, non è sempre in linea con l'attività effettivamente realizzata. Questo disallineamento può portare da un lato alla sopravvalutazione dell'attività sociale svolta dall'azienda, qualora tale attività non fosse realmente all'altezza di ciò che viene divulgato, e dall'altro, ad una sottovalutazione di quest'ultima, qualora all'interno della *disclosure* non venga messo in risalto l'impegno effettivo realizzato dall'azienda all'interno della *Corporate Social Responsibility*. Nel primo caso stiamo parlando di ciò che viene identificato con il termine "*Greenwashing*", nel secondo ci si riferisce a ciò che viene indicato col termine "*Silent Green*". Le determinanti del *decoupling* possono essere di varia natura. Possono avere finalità elusive o soltanto essere frutto di dinamiche di mercato, possono dipendere dall'incrocio di aspettative contrastanti da parte degli *stakeholder* o da una mancanza di regolamentazione efficace a contrastare tale attività. Indipendentemente dalle motivazioni alla base di questo fenomeno, sembra che si sia sviluppata un'opinione comune secondo la quale il *decoupling*, in qualsiasi dei due casi si consideri, porti ad una serie di problematiche a livello aziendale. Ad

esempio, il disallineamento tra *disclosure* e *performance* sociali porta inevitabilmente ad un incremento dell'asimmetria informativa tra aziende e mercato. Questa disinformazione rischia di danneggiare la reputazione dell'azienda a causa di una riduzione della credibilità della stessa, con possibili ripercussioni sulla sua economicità. Infatti, ad esempio, la letteratura ha evidenziato un impatto negativo del *CSR decoupling* sulla capacità di accesso alla finanza da parte delle aziende che lo implementano, portando inoltre ad un incremento del costo del capitale proprio (García-Sánchez et al., 2020). La finalità ultima della mia tesi sarà proprio quella di contribuire a questo filone di ricerca analizzando empiricamente la relazione tra *Greenwashing* e *Silent Green* e le *performance* finanziarie aziendali, con l'ipotesi iniziale che tra queste variabili vi sia una relazione inversa.

CAPITOLO 1. LA *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY*: DETERMINANTI E CONSEGUENZE

1.1 Introduzione e sviluppo della *Corporate Social Responsibility*

La responsabilità sociale d'impresa è un fenomeno studiato ormai da decenni e la sua analisi è attualmente in corso di svolgimento. In questo capitolo si cercherà di spiegare l'evoluzione del concetto di *Corporate Social Responsibility* e il suo *background* teorico. Inoltre, verranno analizzati i concetti di *CSR disclosure* e *CSR performance* e in particolare le loro determinanti e le loro conseguenze a livello aziendale. Risulta utile fare questo tipo di analisi in quanto queste due variabili sono determinanti nella creazione del *CSR decoupling*, il fenomeno che verrà studiato nei seguenti capitoli dell'elaborato. Il *CSR decoupling* rappresenta il disallineamento tra la comunicazione e l'attività effettiva svolta da un'azienda all'interno della sfera della *Corporate Social Responsibility*. La finalità ultima di questa tesi è quella di analizzare l'incidenza che questo *decoupling* può avere sui risultati finanziari aziendali. Per questo motivo, analizzare bene le componenti di quest'ultimo, risulta utile per capire alcuni ragionamenti alla base delle ipotesi che verranno sviluppate e testate nell'ultimo capitolo.

A partire dalla seconda metà del XX secolo gli studi in merito alla responsabilità sociale si sono sviluppati in maniera preponderante, dapprima negli Stati Uniti e successivamente in Europa, (Carroll, 2008), fino a divenire oggi un argomento di interesse mondiale. Nel corso degli anni la letteratura riguardante la responsabilità sociale ha subito diversi mutamenti, iniziando con la ricerca di una concettualizzazione appropriata di "responsabilità sociale", passando per lo sviluppo di un approccio manageriale di tale argomento, fino ad arrivare ad essere il punto di partenza di altri concetti e temi, molti dei quali abbracciavano la logica della *CSR* ed erano piuttosto compatibili con essa (Carroll, 2008), come ad esempio la teoria degli *stakeholder* e la *Corporate Social Performance* (CSP). La tematica è molto ampia ed in continuo sviluppo ed è quindi quasi impossibile formulare una definizione puntuale di *Corporate Social Responsibility* (CSR). In questo paragrafo cercherò di dare una visione generale, seppur breve, di come il concetto di responsabilità sociale d'impresa (RSI), la versione italiana di *CSR*, si sia sviluppato e che impatto abbia avuto sul management delle organizzazioni.

Seppur le origini della responsabilità sociale vengono fatte risalire al 1800, con le prime azioni da parte dei dirigenti industriali a favore delle condizioni dei lavoratori e con i primi gesti di filantropia manageriale, la nascita formale della responsabilità sociale nell'era moderna risale intorno al 1950 (Carroll, 2008). Nei primi scritti sulla CSR, ci si riferiva molto spesso alla *social responsibility* (SR) piuttosto che alla CSR. Forse perché l'importanza e il dominio delle aziende all'interno del settore degli affari non si era ancora sviluppato (Carroll, 1999). Ad ogni modo, la prima testimonianza degna di nota in materia risale al 1953 con la pubblicazione del libro "*Social Responsibilities of Businessman*" di Howard R. Bowen. Egli diede per la prima volta una definizione di responsabilità sociale. Secondo Bowen il termine CSR faceva riferimento ai doveri dei *businessmen* di perseguire quelle politiche, prendere quelle decisioni, o seguire quelle linee di condotta che sono desiderabili in funzione degli obiettivi e dei valori riconosciuti dalla società (Bowen, 1953, p. 6). Successivamente Carroll dirà che Bowen dovrebbe essere considerato il padre delle CSR (Carroll 2006).

Bowen continuò sostenendo che la responsabilità sociale non è una panacea per tutti i problemi sociali delle imprese, ma che contiene un'importante verità che deve guidare le imprese in futuro.

Gli anni '60 fecero emergere nuovi concetti di responsabilità sociale. Alcuni di essi vengono riportati di seguito:

"Le decisioni e le azioni degli uomini d'affari prese per ragioni almeno parzialmente indipendenti dall'interesse economico o tecnico diretto dell'impresa" (Davis, 1960, p. 70);

"La responsabilità sociale in ultima analisi implica un atteggiamento pubblico verso le risorse economiche e umane della società e la volontà di vedere che tali risorse sono utilizzate per grandi fini sociali e non solo per gli interessi strettamente circoscritti di soggetti privati e imprese" (Frederick, 1960, p. 60);

"L'idea della responsabilità sociale suppone che l'impresa non abbia solo obblighi economici e legali, ma anche alcune responsabilità verso la società che vanno oltre tali obblighi" (McGuire, 1963, p. 144);

“In breve, il nuovo concetto di responsabilità sociale riconosce una relazione intima tra impresa e società e realizza che questa relazione deve essere tenuta a mente dai manager dell’impresa e dai gruppi relativi nel raggiungimento dei rispettivi obiettivi” (Walton, 1967, p. 18).

Questi sono i principali spunti emersi sulla responsabilità sociale negli anni '60, maturati rispettivamente dagli studiosi Davis, Frederick, McGuire e Walton. Dalla visione di tali scrittori emerge come in quegli anni si stava sviluppando sempre di più una relazione intima tra l’impresa e la società e come l’obiettivo della responsabilità sociale dovesse essere considerato in via prioritaria rispetto all’obiettivo del risultato economico di un’azienda (Nigro e Petracca, 2016). Il rispetto della società nel suo complesso (es. dignità dei lavoratori) iniziò ad avere una assoluta centralità nell’agenda manageriale. La responsabilità sociale dell’impresa sarebbe dovuta andare oltre gli obblighi economici e legali che gravano su un’organizzazione anche se i contenuti concreti e i programmi di implementazione non erano ancora ben delineati.

La responsabilità sociale di impresa iniziò ad essere inserita all’interno delle logiche strategiche aziendali negli anni '70. Il primo contributo in quest’ottica deriva da Heald, che con il suo lavoro nominato *“The Social Responsibility of Business: Company and Community”*, legò i contenuti teorici in materia di CSR alle politiche e alle pratiche dei dirigenti aziendali, fornendo così una chiave di lettura “utilitaristica” della responsabilità sociale d’impresa. Secondo Heald le aziende di quel tempo avrebbero dovuto sviluppare ed implementare programmi indirizzati al benessere della società nel suo collettivo. Per questo motivo i manager avrebbero dovuto improntare le proprie politiche alla declinazione di attività di filantropia e mantenimento delle relazioni con la comunità (Nigro e Petracca, 2016).

La maggior parte delle definizioni sulla responsabilità sociale d’impresa emerse negli anni '70 hanno un filo conduttore. Tale filo è rappresentato dalla consapevolezza che l’attività aziendale dovesse andare oltre al rispetto degli obiettivi meramente economici e legali, affacciandosi al raggiungimento di molteplici interessi. Ad esempio, Johnson, nel suo concetto di *“conventional wisdom”*, definì un’impresa socialmente responsabile come quell’impresa il cui gruppo manageriale bilancia una molteplicità di interessi e la cui considerazione non è rivolta solo alla generazione di maggiori profitti per gli azionisti ma anche agli interessi dei

dipendenti, dei fornitori, delle comunità locali e della nazione (Johnson, 1971, p. 50). Questa affermazione è in linea con la teoria degli *stakeholder* che verrà introdotta da Freeman nel 1984 e che risulta essere un pilastro fondamentale su cui si basa lo studio della *Corporate Social Responsibility*. Questa teoria prevede che la responsabilità di un'impresa vada oltre ai soli interessi degli azionisti, verso gli interessi di un gruppo più ampio di entità (*stakeholder*) (Freeman, 1984).

Una ulteriore definizione interessante di CSR è stata data dal CED (*Committee for Economic Development*) in un *report* intitolato "*Social Responsibilities of Business Corporations*". Oltre a ribadire come l'impegno di un'impresa dovesse andare oltre il raggiungimento degli obiettivi prettamente economici, verso i bisogni più generali di una società, il CED definì la responsabilità sociale d'impresa attraverso l'utilizzo di tre cerchi concentrici: *the inner circle*, *the intermediate circle*, *the outer circle* (CED, 1971). *The inner circle* si riferisce alla responsabilità economica, ovvero quella che l'impresa si addossa per lo svolgimento delle sue tradizionali funzioni economiche, come ad esempio la produzione di beni, la creazione di posti di lavoro e il contributo alla crescita economica. *The intermediate circle* integra alcuni valori sociali, in aggiunta alla responsabilità economica, come ad esempio la riduzione dell'impatto ambientale o le condizioni di lavoro dei dipendenti. *The outer circle* rappresenta, infine, la disponibilità dell'impresa di intraprendere attività, anche non in linea col proprio *core business*, in maniera attiva e volontaria, in modo da favorire lo sviluppo sociale della collettività. Esempio di tali attività sono quelle volte a migliorare le condizioni di sottosviluppo economico e culturale o la vivibilità urbana (Nigro e Petracca, 2016).

Inoltre, collegandosi al principio di *outer circle* definito dal CED, un elemento aggiuntivo al tema della responsabilità sociale è il concetto di volontarietà. "La responsabilità sociale inizia dove la legge finisce" (Davis, 1973, p. 313). Veniva considerato socialmente responsabile l'impegno dell'azienda che andava oltre i comportamenti minimi volti al soddisfacimento degli obblighi legislativi.

Un altro studio che merita attenzione, al fine di fornire una visione corretta dell'evoluzione della CSR, è quello condotto da Eilbert e Parket nel 1973. Attraverso un sondaggio crearono una lista di attività maggiormente intraprese dalle grandi aziende in ambito di responsabilità sociale. Tra queste, quelle che venivano svolte dalla maggior parte delle imprese erano:

l'assunzione delle minoranze, l'ecologia, la formazione delle minoranze, i contributi all'istruzione, il rinnovo urbano (Eilbert e Parket, 1973). È importante considerare questo studio in quanto ci offre un quadro generale di ciò che le imprese pensavano fosse la CSR negli anni '70. Le appena citate attività sono solo una parte delle attività svolte dalle aziende in quegli anni. A testimonianza di questo, Sandra Holmes identificò altre problematiche come cause dell'impegno delle aziende nella CSR e tra queste troviamo, ad esempio, il controllo dell'inquinamento e la beneficenza (Holmes, 1978).

In chiusura degli anni '70, Carroll, che risulta essere uno degli autori più attivi su questo tema, scrisse che la responsabilità sociale di un'impresa include le aspettative economiche, legali, etiche e volontarie che la società ha di un'organizzazione in un certo momento (Carroll, 1979). Tale modello introdusse per la prima volta l'idea del piano strategico legato alla responsabilità sociale delle imprese (Nigro e Petracca, 2016).

Negli anni '80 si sviluppò un approccio differente allo studio della responsabilità sociale d'impresa. La letteratura non era più improntata alla ricerca di nuove definizioni di CSR, bensì allo studio di nuovi concetti legati ad essa, come, ad esempio, la teoria degli *stakeholder* e il concetto di *Corporate Social Performance*. Tali tematiche verranno illustrate nel corso dell'elaborato. Ciò che veniva preso fortemente in considerazione dalle aziende durante gli anni '80 era la messa in atto di pratiche che potessero ridurre l'incremento dell'inquinamento ambientale, la discriminazione sul lavoro, gli abusi dei consumatori e che incrementassero la salute e la sicurezza dei lavoratori e la qualità della vita lavorativa (Carroll, 2008). Tuttavia, a mio parere, l'aspetto più interessante sviluppatosi in questi anni, e che ha caratterizzato i successivi anni '90, è la ricerca di una relazione empirica tra la CSR e la profittabilità aziendale (Aupperle et al., 1985; Waddock e Graves, 1997). Questo perché, oltre all'impatto sociale delle attività socialmente responsabili messe in atto dalle aziende, è giusto che quest'ultime considerino anche il potenziale rendimento di tali attività. Rendimento inteso in una duplicità di termini. Inteso, ad esempio, come miglioramento della reputazione aziendale, ma anche come oggettivi rendimenti finanziari e contabili (ROE, Tobin's Q, price share), in maniera tale da garantire ed incrementare l'economicità aziendale, presupposto alla base della vita di un'organizzazione. Se i risultati evidenziano una relazione positiva tra CSR e le *performance* finanziarie aziendali, come diversi studi hanno dimostrato (Cochran e Wood, 1984; Waddock e

Graves, 1997), le aziende saranno sempre più incentivate ad indirizzare parte delle proprie strategie e risorse ai temi socio-ambientali in quanto tali attività giovano sia alla società e all'ambiente, sia all'azienda.

Negli anni '90 e '2000 l'importanza delle strategie ESG (*environmental, social, governance*), un altro acronimo che rimanda al concetto di *Corporate Social Responsibility*, era ormai assodata. Prima di questi anni, ci fu sempre *"more talk than walk"* all'interno del mondo della CSR. Vale a dire che ci furono molte più parole professate, soprattutto dagli accademici, rispetto alle azioni sostanziali messe in atto dalle aziende (Carroll, 2008). Ma dagli anni '90 ci fu un risvolto più pragmatico. Nel 1992 nacque negli Stati Uniti un'organizzazione no profit chiamata *Business for Social Responsibility (BSR)* (Carroll, 2008). Nella sua pagina web, *BSR* si descrive come un'organizzazione globale che aiuta le aziende associate a raggiungere il successo commerciale nel rispetto dei valori etici, delle persone, delle comunità e dell'ambiente. Attraverso politiche e pratiche aziendali socialmente responsabili, le aziende possono raggiungere una crescita sostenibile che va a beneficio sia degli *stakeholder* che degli azionisti. Fornendo strumenti, formazione e servizi di consulenza personalizzati, *BSR* consente ai suoi membri di far leva sulla responsabilità sociale d'impresa come vantaggio competitivo.¹

Successivamente, nel 1997 Elkington coniò il concetto di *"Triple Bottom Line"*. La *TBL* è una teoria che raccomanda alle aziende di focalizzarsi sulle preoccupazioni sociali ed ambientali così come sui profitti. In quest'ottica, la responsabilità sociale d'impresa era formata da tre tipologie di responsabilità: economica (profitto), sociale (persone) ed ambientale (pianeta). Questa potrebbe essere intesa come una rielaborazione di un concetto già ampiamente condiviso negli anni precedenti.

Tuttavia, non è semplice misurare l'impegno di un'azienda nel campo della responsabilità sociale di impresa. Ma grazie alla continua espansione del concetto e all'attenzione degli investitori alle tematiche socio-ambientali nella scelta dei propri investimenti finanziari, sono stati creati diversi rating per valutare le *performance* ESG delle aziende. Uno di questi è il rating fornito dall'*investment advisor* Kinder, Lydenberg, Domini (KLD) nato nel 1989. È utile citare tale rating, essendo anche il più popolare, perché permette di capire ampiamente quali sono

¹ <https://www.bsr.org/en/>

gli aspetti su cui un'azienda dovrebbe investire affinché possa essere definita socialmente responsabile. KLD fornisce un rating andando ad analizzare i punti di forza e di debolezza di un'azienda all'interno di specifici campi d'azione: *community* (es. donazioni benefiche); *corporate governance* (es. trasparenza); *diversity* (es. assunzioni di donne e minoranze); *employee relations* (es. salute e sicurezza sul lavoro); *environment* (es. prevenzione dell'inquinamento); *human rights* (es. diritti dei lavoratori); *product* (es. ricerca e sviluppo) (Cho et al., 2012).

Inoltre, tornando ad un approccio più definitivo, nel 2001 la Commissione Europea diede un'altra definizione di responsabilità sociale d'impresa: "La CSR è un concetto dove le imprese integrano, su base volontaria, le preoccupazioni sociali ed ambientali nelle proprie operazioni commerciali e nei rapporti con i propri *stakeholder*" (Commissione Europea, 2001, p. 7). Concetto che guarda alla CSR come l'insieme delle attività intraprese volontariamente dalle aziende quando si rapportano con i vari *stakeholder* (Nigro e Petracca, 2016).

Ancora, l'incremento di attenzione sulle tematiche della responsabilità sociale ha portato nel tempo alla pubblicazione di alcuni standard utili a verificare il rispetto da parte delle aziende dei requisiti minimi in termini di diritti umani e sociali. Uno di questi è lo standard internazionale SA 8000. Quest'ultimo è il principale standard di certificazione sociale per le fabbriche e le organizzazioni di tutto il mondo. Fu costituito da *Social Accountability International (SAI)*, un'organizzazione non governativa nata nel 1997 con la *mission* di promuovere i diritti umani sul posto di lavoro. Nel corso degli anni, lo standard si è evoluto in un quadro generale che aiuta le organizzazioni certificate a dimostrare la loro dedizione al trattamento equo dei lavoratori in tutti i settori e in qualsiasi paese.² Lo Standard riflette le disposizioni sul lavoro contenute nella Dichiarazione Universale dei Diritti Umani e nelle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO). SA 8000 misura le prestazioni sociali in otto aree importanti per la responsabilità sociale nei luoghi di lavoro: lavoro minorile, lavoro forzato, salute e sicurezza, libertà di associazione e diritto alla contrattazione collettiva, discriminazione, pratiche disciplinari, orario di lavoro, remunerazione. La conformità a questi requisiti porta al rilascio di una certificazione che potrebbe risultare come un buon biglietto

² <https://sa-intl.org/>

da visita per i diversi *stakeholder* dell'azienda, nonché incrementare la reputazione aziendale in ottica di responsabilità sociale.

Un altro set di principi socialmente responsabili deriva dal Patto mondiale delle Nazioni Unite (*United Nations Global Compact*). Questa è un'iniziativa avanzata dall'ONU nel 2004 con la finalità di incentivare le aziende ad allineare le proprie strategie e la propria operatività ai principi universali in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione. I principi sono 10 e sono suddivisi in base all'aspetto sociale o ambientale che ricoprono. I principi 1 e 2 si riferiscono ai diritti umani e prevedono che le organizzazioni debbano sostenere e rispettare la protezione dei diritti umani ed assicurarsi di non essere complici attraverso la loro attività degli abusi di quest'ultimi. I principi 3, 4, 5 e 6 riguardano il lavoro. Tali principi suggeriscono alle organizzazioni di sostenere la libertà di associazione e l'effettivo riconoscimento del diritto alla contrattazione collettiva, di eliminare tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio, di eliminare il lavoro minorile e qualsiasi forma di discriminazione in materia di impiego e occupazione. I principi riguardanti il rispetto dell'ambiente sono i seguenti 7, 8 e 9 e prevedono rispettivamente che le aziende sostengano un approccio precauzionale alle sfide ambientali, intraprendano iniziative al fine di promuovere la responsabilità ambientale ed incoraggino lo sviluppo e la diffusione di tecnologie *environmentally friendly*. Infine, il decimo e ultimo riguarda il campo dell'anticorruzione, prevedendo che le aziende operino contro la corruzione in tutte le sue forme, estorsioni e tangenti incluse.³

Ancora, nel 2010 è stata pubblicata dall'*ISO/TMBG Technical Management Board* la norma ISO 26000. Essa rappresenta una guida utile per ogni tipo di organizzazione che desidera implementare l'attività di *Corporate Social Responsibility*. Fornisce concetti, termini e definizioni relative alla CSR e ha la finalità di assistere le aziende nella contribuzione di uno sviluppo sostenibile, nell'identificazione degli *stakeholder* e nelle relazioni con essi, nonché nella comunicazione degli impegni, delle *performance* e altre informazioni relative alla responsabilità sociale.⁴

C'è però anche da dire a che, nel corso degli anni, si sono alimentati dibattiti in merito alla "purezza" delle attività CSR. Ci si chiese se tali politiche e pratiche fossero veramente mosse

³ <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

⁴ <https://www.iso.org/home.html>

da un'indole etica o fossero un mero strumento per raggiungere alcuni obiettivi economici e finanziari da parte delle organizzazioni. Questa riflessione è coerente con la visione di Smith, il quale considerava la CSR "normativa" o "aziendale". Con "normativa" si intende la responsabilità sociale di un'azienda che crede effettivamente nei comportamenti sociali, mentre con "aziendale" ci si riferisce a quella responsabilità sociale promossa come strategia per il raggiungimento di alcuni obiettivi economici (Smith, 2003).

Queste sono state le trasformazioni salienti avvenute nella letteratura e più in generale nel mondo della *Corporate Social Responsibility*. Negli ultimi anni, inoltre, si sono sviluppati filoni di ricerca che collegano la CSR ad altre entità. Tra questi, ad esempio, troviamo quelli che analizzano la relazione tra la *CSR disclosure/performance* alle *performance* finanziarie aziendali (Waddock e Graves, 1997), altri che valutano l'impatto della CSR sul costo del capitale o sull'accesso alla finanza di un'azienda (Cheng et al., 2014), e altri ancora che cercano una relazione tra il *CSR decoupling* e l'accesso alla finanza (García-Sánchez et al., 2020). Quest'ultimo in particolare risulta essere l'ambito di ricerca che il mio elaborato cercherà di arricchire, con un *focus* maggiore sull'aspetto sociale. In estrema sintesi, la *CSR performance*, si riferisce alla misurazione delle attività di CSR di un'azienda e il suo comportamento socialmente responsabile (Hinze e Sump, 2019), mentre la *CSR disclosure* si riferisce a tutto ciò che l'azienda comunica, attraverso varie iniziative, in merito al proprio impegno nella CSR. Non sempre questi due indicatori sono allineati, le aziende possono redigere dei *report* incompleti, parziali o caratterizzati da informazioni selettive. Quando questo avviene, si viene a creare un *gap* tra le azioni interne (*CSR performance*) di un'azienda e le sue azioni esterne (*CSR disclosure*). Tale differenza viene identificata come *CSR decoupling* (Tashman et al., 2019).

Sono dell'idea che questi studi, in particolare quelli che relazionano la responsabilità sociale d'impresa alle *performance* finanziarie o in generale a qualsiasi beneficio finanziario, siano uno strumento molto utile al *management* delle aziende, affinché questo possa valutare in maniera più approfondita l'investimento in attività socialmente responsabili.

1.2 Il *background* teorico di riferimento

L'implementazione delle pratiche di *Corporate Social Responsibility* da parte delle imprese può essere dettata da svariati motivi. Tuttavia, nel corso del tempo, si sono sviluppate tre principali teorie applicabili nel campo della letteratura sulla *CSR*. Parliamo della *legitimacy theory*, della *stakeholder theory* e dell'*institutional theory*. Queste sono considerate tra tutte, le teorie che spiegano meglio i motivi sottostanti le pratiche di *CSR*. Le tre teorie contengono similitudini e sono interconnesse tra di loro, sono complementari e non in competizione (Fernando et al., 2014). C'è da dire che queste sono solamente le teorie più comuni, in quanto la *CSR* è un fenomeno molto complesso, impossibile da spiegare attraverso una singola teoria. È importante teorizzare la *CSR* perché la lente della teoria ci permette di valutare le pratiche e le politiche in base ai criteri che riteniamo appropriati (i nostri valori); un'attenta scelta della teoria può aiutarci a considerare la pratica e la politica attuale o potenziale in maniera più coerente (Gray et al., 2010). Le teorie appena citate fanno parte di un grappolo che prende il nome di "teorie sociali e politiche". Oltre a questo gruppo, ne abbiamo un altro denominato "teorie economiche". Questi sono i due principali gruppi di teorie che cercano di contestualizzare le attività e la comunicazione della *CSR*. Le teorie economiche, come l'*agency theory*, considerano solo gli aspetti economici della *Corporate Social Responsibility* e, in più, prendono in considerazione solo i principali *stakeholder* finanziari, come gli azionisti, piuttosto che un insieme più vasto di *stakeholder*. Le teorie sociali e politiche invece, hanno una maggiore abilità nel fornire prospettive approfondite sulle attività di *CSR*, più di quanto non facciano le teorie puramente economiche. Per questo motivo le teorie che verranno di seguito analizzate risultano essere adatte a spiegare con una visione più ampia l'attività di *RSI* messa in atto dalle organizzazioni.

Partendo dalla *legitimacy theory*, Deegan, uno degli autori più attivi in materia, vede in questa teoria il continuo tentativo da parte delle aziende di essere percepite come funzionanti all'interno dei legami e delle norme della società in cui operano (Deegan, 2009). La *legitimacy theory* implica l'esistenza di un "contratto sociale" tra un'azienda e la sua società. Questo contratto sociale definisce le aspettative che la società possiede di una determinata azienda. All'interno di questo contratto ci sono delle clausole implicite ed esplicite. Quelle esplicite sono rappresentate dai requisiti legali, mentre quelle implicite sono rappresentate dalle aspettative della comunità che circonda l'azienda. L'azienda deve cercare di rispettare questi

termini affinché possa mantenere un buon livello di legittimità all'interno della società, utile a garantire il proseguo della sua esistenza (Fernando et al., 2014). Quindi, questa teoria prende spunto da una relazione tra l'azienda e la società in generale. L'azienda necessita di una relazione continua con la società. Ad esempio, l'organizzazione ottiene risorse umane e materiali dalla società e contemporaneamente offre i suoi prodotti e servizi alla società stessa. Soprattutto, gli sprechi dei prodotti dell'azienda vengono assorbiti dalla società (l'ambiente naturale), di solito, senza costi per l'organizzazione. Affinché si possa garantire la continuazione dell'esistenza da parte dell'azienda, la società si aspetta che i benefici derivanti dall'attività aziendale siano superiori ai costi sulla società stessa. La *legitimacy theory* suggerisce che le aspettative della società debbano essere soddisfatte dall'organizzazione e non debbano essere prese in considerazione solo le aspettative dei proprietari o degli investitori dell'azienda, come invece suggerisce l'*agency theory*. In sunto, la *legitimacy theory* afferma che un'organizzazione può sopravvivere solo se la società in cui opera percepisce che l'organizzazione stessa opera secondo un sistema di valori che è commisurato al sistema di valori della società stessa (Gray et al., 2010). Quando viene a crearsi una disparità attuale o potenziale tra i due sistemi di valore, nascono delle minacce per la legittimità dell'organizzazione e queste minacce possono assumere la forma di sanzioni legali, economiche o sociali (Dowling e Pfeffer, 1975, p. 122). La legittimità risulta essere un vincolo al comportamento delle aziende, ma è un vincolo dinamico che cambia con l'adattamento delle aziende e con il cambiamento dei valori sociali che definiscono la legittimità (Dowling e Pfeffer, 1975). Tuttavia, a causa dei cambiamenti repentini delle norme e delle aspettative della società, le organizzazioni potrebbero trovarsi in difficoltà a rispettare questo contratto sociale, facendo emergere il cosiddetto "*legitimacy gap*". Questo *gap* potrebbe essere rischioso per l'azienda a meno che questa non implementi una buona strategia di legittimazione. La letteratura suggerisce quattro strategie adottabili dalle aziende per legittimare la propria attività all'interno della società in cui vivono. La prima strategia prevede l'educazione dei propri *stakeholder* in merito alle *performance* attuali dell'azienda. La seconda strategia si riferisce alla capacità da parte dell'azienda di cambiare le percezioni degli *stakeholder* in merito ad una determinata questione senza cambiare il proprio comportamento. La terza prevede la manipolazione dell'attenzione degli *stakeholder* dalle questioni aziendali che possono suscitare preoccupazioni a quelle più favorevoli. Infine, la

quarta, prevede di cambiare le aspettative degli *stakeholder* in merito alle *performance* dell'azienda (Lindblom, 1994).

Il motivo della scelta della *legitimacy theory* come teoria esplicativa della *CSR* risulta quindi di facile comprensione. Tutte le quattro strategie appena citate possono essere implementate utilizzando le attività e i *report* di *Corporate Social Responsibility*. La ricerca della legittimità porta l'azienda a cambiare la propria *mission* o la porta ad usare simboli per identificarsi con istituzioni o pratiche socialmente legittime (Dowling e Pfeffer, 1975). Ad esempio, le aziende spesso tendono a divulgare in maniera maggiore le *news* positive in materia di *CSR* piuttosto che quelle negative, e questa strategia implica che, attraverso la *disclosure*, le aziende cerchino di comunicare la legittimità delle proprie azioni. Al fine di allinearsi con la *legitimacy theory*, le organizzazioni dovrebbero impegnarsi nell'attività e nella comunicazione *CSR* in maniera da mantenere, guadagnare o riguadagnare la propria legittimità. Secondo questa teoria, quindi, il ruolo cruciale è svolto dalla *CSR disclosure*. Infatti, quest'ultima risulta essere il mezzo attraverso il quale l'organizzazione cerca di legittimare la propria attività. Quando i manager aziendali sono guidati da queste motivazioni, le aziende faranno qualsiasi cosa ritengano necessaria per preservare la loro immagine di business legittimo, caratterizzato da obiettivi legittimi e metodi legittimi per raggiungerli (de Villers e van Staden, 2006). Per aumentare la legittimazione dell'organizzazione, quest'ultima potrebbe astenersi dal divulgare *news* negative, fornire spiegazioni sulle *news* negative fornite dai *mass media* sul proprio conto, ridurre la divulgazione, positiva o negativa che sia, se questo gesto viene percepito come funzionale al mantenimento o accrescimento del livello di legittimità dell'organizzazione stessa.

Passando alla *stakeholder theory*, come deducibile dal nome, questa teoria si riferisce al rapporto tra un'organizzazione e i suoi *stakeholder*. Gli *stakeholder* vennero definiti da Freeman come ogni gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dalla realizzazione degli obiettivi di un'impresa (Freeman, 1984). *Stakeholder* di un'impresa sono gli azionisti, i dipendenti, i clienti, i fornitori, gruppi di interesse pubblico e gli organi governativi, solo per citarne alcuni. I soggetti appena citati vengono identificati come "gruppi di *stakeholder*". I soggetti aventi simili interessi, richieste o diritti fanno parte dello stesso gruppo di *stakeholder* (Clarkson, 1995). L'aspetto cruciale è che questi diversi gruppi di *stakeholder*

possono avere aspettative diverse e a volte contrastanti (Fernando et al., 2014). Questa teoria suggerisce ad un'organizzazione di incontrare queste multiple aspettative, piuttosto che soddisfare solamente le esigenze degli azionisti, in quanto attraverso questa teoria viene enfatizzata la responsabilità dell'azienda oltre la semplice *performance* economica o finanziaria (Guthrie et al., 2006). Seguendo questa teoria ci si aspetta che il *management* di un'azienda sviluppi una certa responsabilità nei confronti dei propri *stakeholder* intraprendendo una serie di attività considerate importanti per gli *stakeholder* stessi e comunicando queste informazioni. Ci si aspetta che le aziende che prendono in considerazione gli obiettivi di una più ampia varietà di portatori di interesse, avranno dei risultati, in termini economici ma anche reputazionali, migliori nel lungo periodo (Jensen, 2001).

Si sono sviluppate alcune assunzioni in merito alla *stakeholder theory*. Innanzitutto, un'organizzazione necessita effettivamente di gestire i propri *stakeholder* al fine di raggiungere i propri obiettivi. Poi, esistono diverse categorie di *stakeholder* e spesso queste categorie hanno interessi contrastanti. Di conseguenza, l'organizzazione deve essere in grado di bilanciare questi interessi contrastanti, in particolare quelli tra gli *stakeholder* interni ed esterni all'ambiente aziendale. Ancora, gli *stakeholder* fanno pressione sull'azienda in quanto si aspettano qualcosa da quest'ultima o hanno un interesse particolare in quest'ultima. Un'altra assunzione fa riferimento al grado di importanza dello *stakeholder*, in quanto l'abilità di quest'ultimo di fare pressione su determinati aspetti della vita di un'azienda dipendono anche dall'importanza che questo *stakeholder* possiede nell'attività aziendale. Infine, l'azienda ha delle responsabilità non solo meramente economiche, ma anche sociali e ambientali nei confronti dei suoi *stakeholder*, ed è questo che differenzia questa teoria dalle teorie prettamente finanziarie, come la teoria degli azionisti (Fernando et al., 2014)

In merito al grado di rilevanza degli *stakeholder*, sono state identificate in letteratura due categorie principali. Da una parte ci sono gli *stakeholder* primari, ovvero quei soggetti senza i quali l'attività aziendale cesserebbe di esistere. Esempi di *stakeholder* primari sono i dipendenti, gli azionisti, gli investitori, i clienti, i fornitori, ma anche i governi e le comunità che forniscono infrastrutture e mercati, le cui leggi e regolamenti devono essere rispettati e a cui le aziende possono dover pagare tasse o rispondere di altre obbligazioni. Se uno di questi *stakeholder* non viene soddisfatto e si ritira, completamente o in parte, dal *business* aziendale,

l'azienda sarà danneggiata seriamente o non sarà in grado di continuare ad operare (Clarkson, 1995, p. 106). Dall'altra parte, negli *stakeholder* secondari, identifichiamo quei soggetti che influenzano o che sono influenzati dall'azienda, ma che non sono impegnati in effettive transazioni con l'azienda e non sono essenziali per la sua sopravvivenza. I media, i gruppi attivisti e le organizzazioni religiose sono considerati *stakeholder* secondari. Nonostante questi soggetti esercitino un'incisività minore sulla sopravvivenza dell'azienda, hanno comunque la capacità di mobilitare l'opinione pubblica a favore o in opposizione all'attività aziendale (Clarkson, 1995). È per questo motivo che l'azienda dovrebbe cercare di incontrare anche le aspettative di questi soggetti.

Ancora, un'altra classificazione di *stakeholder* fa riferimento all'appartenenza all'azienda da parte di quest'ultimo. Gli *stakeholder* interni sono quei soggetti di cui il *management* dell'azienda si assume la responsabilità, come i dipendenti, che, come dice la parola, svolgono un ruolo all'interno dell'organizzazione. Viceversa, gli *stakeholder* esterni, sono quei soggetti che influenzano l'azienda dall'esterno, come i clienti, i fornitori e i governi (Verdeyen et al., 2004). Infine, un concetto molto vicino alla distinzione appena citata, è quello di "prossimità". Il principio di *stakeholder proximity* si riferisce alla vicinanza spaziale dello *stakeholder* all'azienda ed implica un suo coinvolgimento più o meno alto all'interno del processo aziendale (Driscoll e Starik, 2004). Uno *stakeholder* di alta prossimità è quel soggetto caratterizzato da una stretta vicinanza e da un forte coinvolgimento nell'attività aziendale. Esempio di tali *stakeholder* sono i dipendenti e i manager. Viceversa, uno *stakeholder* di bassa prossimità, risulta essere colui che possiede una vicinanza limitata all'azienda e un coinvolgimento limitato nel processo aziendale. Clienti, comunità locali, agenzie governative, organizzazioni non governative (NGOs) sono esempi di *stakeholder* di bassa prossimità (Schons e Stenmeier, 2016). In questo caso, quindi, la discriminante risulta essere la vicinanza fisica e operativa dello *stakeholder* nei confronti dell'azienda, piuttosto che la sua rilevanza ai fini del successo aziendale.

Sempre dal punto di vista del grado di importanza degli *stakeholder*, si sono poi sviluppati due principali rami della teoria degli *stakeholder*: la prospettiva etica e la prospettiva manageriale. La prospettiva etica suggerisce che tutti gli *stakeholder*, indipendentemente dal loro potere, hanno lo stesso diritto di essere trattati equamente da parte di un'organizzazione (Deegan,

2009). Ci si aspetta che i manager dell'organizzazione gestiscano l'attività aziendale per il bene di tutte le tipologie di *stakeholder*, indipendentemente dal fatto che la gestione di quegli *stakeholder* possa portare ad un incremento delle *performance* finanziarie (Hasnas, 1998). Attraverso questa visione della teoria degli *stakeholder*, l'azienda non è vista come un meccanismo che porta solo alla massimizzazione del valore per gli azionisti, ma piuttosto come un meccanismo che cerca di soddisfare le aspettative di tutti gli *stakeholder*, anche quelli meno determinanti per la sopravvivenza dell'azienda. Tuttavia, trattare tutti gli *stakeholder* allo stesso modo risulta essere molto complicato, soprattutto quando quest'ultimi hanno interessi divergenti. Per ovviare a questo problema, è stato suggerito che, qualora gli interessi degli *stakeholder* fossero in conflitto, l'azienda debba gestire questi interessi al fine di ottenere un bilanciamento ottimale tra di essi (Hasnas, 1998). Contrariamente, la prospettiva manageriale suggerisce che l'organizzazione debba concentrarsi nel soddisfacimento delle aspettative di quegli *stakeholder* che controllano le risorse critiche richieste dall'organizzazione stessa (Fernando, 2014). Maggiore è la criticità dello *stakeholder* per l'attività aziendale, maggiore dovrebbe essere lo sforzo dell'azienda per soddisfare le aspettative di questo *stakeholder* (Deegan, 2009). Secondo questa prospettiva, ci si aspetta che l'organizzazione sia responsabile nei confronti degli *stakeholder* economicamente più potenti, invece di esserlo nei confronti di tutte le tipologie di *stakeholder*. La difficoltà più grande in questo caso è decidere verso quali *stakeholder* l'organizzazione debba essere responsabile e in che misura tale responsabilità si estende (O'Riordan e Fairbrass, 2008).

Al fine di collegare la *stakeholder theory* alla *Corporate Social Responsibility*, è d'obbligo citare il modello sviluppato da Ullmann nel 1985. Egli infatti sviluppò un modello tridimensionale sufficiente per spiegare quasi tutta la correlazione tra la *disclosure* sociale e le *performance* economiche e sociali. La prima variabile presa in considerazione è il potere dello *stakeholder*. Il potere di uno *stakeholder* di influenzare le scelte aziendali è visto come una funzione del grado di controllo dello *stakeholder* sulle risorse richieste dall'azienda (Ullmann, 1985). Quanto più le risorse degli *stakeholder* sono importanti per la sopravvivenza e il successo dell'azienda, tanto maggiore è l'aspettativa che le richieste di questi *stakeholder* vengano soddisfatte. Se le attività di responsabilità sociale sono viste come una strategia di gestione degli *stakeholder*, ci si aspetta una relazione positiva tra il potere degli *stakeholder* e le *performance* sociali e la *disclosure* sociale. Evidenze empiriche suggeriscono che la *CSR* è utile

allo sviluppo e al mantenimento di relazioni soddisfacenti con azionisti, creditori e organi politici. Quindi, sviluppare una buona reputazione nell'ambito della responsabilità sociale attraverso attività concrete e la comunicazione di quest'ultime, risulta essere parte di una strategia finalizzata alla gestione delle relazioni con gli *stakeholder* (Roberts, 1992). La seconda dimensione presa in considerazione da Ullmann è la postura dell'azienda nei confronti delle attività di *CSR*, la quale descrive la modalità di risposta dell'azienda riguardo alle richieste sociali. L'azienda che cerca di influenzare la propria immagine agli occhi dei principali *stakeholder* attraverso attività di *CSR* possiede una postura attiva. Viceversa, l'azienda che non monitora continuamente la propria posizione con gli *stakeholder* e non sviluppa programmi utili al soddisfacimento degli interessi di quest'ultimi, possiede una postura passiva. Quindi, più la postura è attiva, maggiore è l'impegno che ci si aspetta dall'azienda nell'attività di *CSR*. La terza dimensione è prettamente economica ed è rappresentata dai risultati economici passati e attuali dell'azienda. I risultati economici influenzano direttamente la capacità di un'azienda di sviluppare programmi di responsabilità sociale, quindi è necessario inserirli nel modello. Il risultato finale è che, maggiore sono il potere degli *stakeholder*, la postura aziendale nei riguardi della *CSR* e le *performance* economiche, maggiore è l'attività di responsabilità sociale svolta dall'azienda.

Un altro elemento di collegamento tra la *CSR* e la teoria degli *stakeholder* è la *disclosure*. Al fine di garantire un'adeguata responsabilità nei confronti degli *stakeholder*, la divulgazione delle informazioni svolge un ruolo cruciale. Le informazioni che l'azienda rende pubbliche non dovrebbero essere di stampo meramente finanziario e obbligatorio, ma dovrebbero includere anche quelle informazioni non finanziarie e non previste dai regolamenti. Questo è in linea con la teoria degli *stakeholder*, in quanto la comunità ha il diritto di conoscere diversi aspetti delle operazioni aziendali e non soltanto quelli economici (Gray et al., 1996). In questo caso il ruolo della *CSR disclosure* è quello di fornire alla società informazioni sul grado in cui l'organizzazione ha adempiuto alle responsabilità che le sono state imposte. Sono stati svolti diversi studi sulla relazione tra la *stakeholder theory* e la *CSR*. Ad esempio, Roberts, utilizzando la *stakeholder theory*, ha testato la capacità degli *stakeholder* di incidere sulla *CSR disclosure* effettuata dalle organizzazioni, trovando che il livello e il tipo di comunicazione riguardante la *Corporate Social Responsibility* è condizionato dal potere degli *stakeholder* e dalla loro esigenza informativa (Roberts, 1992). Un altro studio condotto da Belal e Owen ha dimostrato

che la principale motivazione che guida la *CSR disclosure* è il desiderio da parte dell'azienda di gestire i rapporti con i gruppi di *stakeholder* più potenti (Belal ed Owen, 2007). Questo a testimonianza del fatto che l'adozione della *stakeholder theory*, in particolare la prospettiva manageriale, è coerente come *framework* teorico stante alla base dell'impegno aziendale nella *CSR*. In linea con la *stakeholder theory* quindi, un'organizzazione dovrebbe impegnarsi nell'attività di *Corporate Social Responsibility* e nella relativa *disclosure* al fine di adempiere alla responsabilità nei confronti dei propri portatori di interesse; verso gli *stakeholder* più importanti secondo la prospettiva manageriale e verso tutti gli *stakeholder*, indipendentemente dal grado di importanza, secondo la prospettiva etica. Come verrà evidenziato più avanti, l'attività di *CSR* può portare all'azienda che la implementa alcuni benefici economici, finanziari e reputazionali, come la riduzione del costo del capitale, la riduzione dell'asimmetria informativa, l'attrazione degli investitori, l'attrazione di dipendenti di qualità e il rafforzamento della relazione con gli *stakeholder* in modo da ottenere il loro supporto e la loro approvazione. Questi benefici potrebbero essere un motivo indiretto dell'attività di *disclosure* messa in atto dall'azienda. Da un punto di vista più diretto invece, la *CSR disclosure* potrebbe essere dovuta dal desiderio da parte dell'azienda di gestire i legami con i suoi portatori di interessi, dall'azionista all'intera comunità.

In conclusione, dal momento che diversi studi hanno constatato una relazione positiva tra le *performance* finanziarie di un'azienda e la bontà delle relazioni di quest'ultime con i propri *stakeholder* (Waddock e Graves, 1997; Berman et al., 1999), l'attività di *Corporate Social Responsibility* potrebbe essere vista come una strategia finalizzata al miglioramento delle relazioni con gli *stakeholder*, che risulta essere a sua volta utile al miglioramento dei risultati economico-finanziari (prospettiva manageriale). Oltre all'aspetto economico, l'azienda potrebbe sviluppare l'attività di *CSR* semplicemente perché è mossa da valori etici (prospettiva etica).

L'ultima delle tre teorie considerate nell'analisi è l'*institutional theory*. Questa teoria cerca di spiegare i motivi per cui le aziende facenti parte dello stesso "campo organizzativo" tendano ad avere caratteristiche omogenee. Secondo DiMaggio e Powell, un campo organizzativo è l'insieme di fornitori, consumatori, agenzie di regolamentazione e altre organizzazioni che producono servizi e prodotti simili (DiMaggio e Powell, 1983, p.147). L'*institutional theory*

considera le organizzazioni come operanti all'interno di una cornice di norme, valori e assunzioni date per assodate, le quali definiscono il comportamento economico appropriato (Carpentener e Feroz, 2001, p. 565). Una volta che il campo organizzativo si è strutturato, diverse forze emergono all'interno della società, portando le organizzazioni all'interno dello stesso campo ad omogeneizzarsi. Esistono due sfaccettature della teoria istituzionale: *isomorphism* e *decoupling*. L'*isomorphism* è visto come un processo che porta una unità di una popolazione, nel caso specifico un'azienda, a somigliare alle altre unità a cui sono imposte la stessa gamma di condizioni ambientali (DiMaggio e Powell, 1983). L'omogeneizzazione aziendale potrebbe essere condizionata da fattori esterni all'azienda, come l'influenza degli azionisti, l'influenza dei dipendenti e le politiche di governo. La pressione di questi soggetti potrebbe portare l'organizzazione a modificare le sue pratiche istituzionali, come la *CSR disclosure* (Deegan, 2009). Una società potrebbe essere costretta ad adottare le proprie pratiche di comunicazione volontaria con il fine di allinearle alle aspettative e alle esigenze dei suoi *stakeholder* più rilevanti. Siccome questi *stakeholder* potrebbero avere simili aspettative da parte di altre organizzazioni, quest'ultime tenderanno a omogeneizzare e uniformare le proprie pratiche aziendali (Deegan, 2009). Da un altro punto di vista, le organizzazioni potrebbero cercare di emulare o copiare l'attività dei concorrenti per ottenere un vantaggio competitivo in termini di legittimità. Secondo Unerman e Bennett, ogni organizzazione che non riesce ad implementare le pratiche e le procedure innovative implementate dalle altre organizzazioni nello stesso settore, rischia di perdere la propria legittimità in relazione al resto del settore (Unerman e Bennett, 2004, p. 692). In merito a questo, l'attività di comunicazione relativa alla *Corporate Social Responsibility* sarebbe una di queste pratiche innovative che potrebbero aiutare l'azienda a mantenere e rafforzare la propria legittimità (Fernando et al., 2014). Gli aspetti appena citati quindi, portano le aziende ad adottare strutture e pratiche simili all'interno dello stesso campo organizzativo, indipendentemente dall'utilità di quest'ultime all'interno del processo aziendale. La pressione dell'ambiente che circonda le organizzazioni porta quest'ultime a rispondere a tali pressioni adottando strutture e procedure che sono socialmente accettate come la scelta organizzativa più appropriata (Carpenter e Feroz, 2001).

Parlando invece di *decoupling*, questa dimensione si riferisce alla divergenza tra l'immagine esterna di un'organizzazione e le attività effettivamente messe in atto da quest'ultima. Le

pratiche messe in atto da un'azienda non devono per forza essere conformi alle aspettative esterne e, questa differenza, che può essere intenzionale o non intenzionale, viene identificata come *decoupling*. Secondo Dillard, Rigsby e Goodman, il *decoupling* si riferisce alla situazione nella quale le pratiche formali messe in atto da un'azienda sono separate e diverse dalle reali pratiche attuali (Dillard, et al., 2004, p. 510). Deegan invece, relazionando il *decoupling* con la CSR collega questo *decoupling* con alcuni aspetti della *legitimacy theory*, nella quale la divulgazione delle informazioni sociali e ambientali può essere usata per costruire un'immagine aziendale che potrebbe essere molto diversa dalla sostanziale attività sociale e ambientale sviluppata dall'azienda in quel momento. L'immagine che emerge dalla reportistica aziendale potrebbe essere quella di un'azienda socialmente e ambientalmente responsabile, quando in realtà il principale obiettivo manageriale è la massimizzazione del valore per gli azionisti (Deegan, 2009, p. 364).

Il legame tra *l'institutional theory* e la responsabilità sociale d'impresa deriva dal fatto che questa teoria collega le pratiche aziendali, comprese le pratiche relative alla CSR, ai valori e alle norme della società in cui un'organizzazione opera. La *CSR disclosure* volontaria e l'impegno volontario nelle attività di CSR portate avanti dall'azienda, sono considerate come parte delle pratiche istituzionali (Deegan, 2009). In linea con la teoria istituzionale quindi, i motivi per cui un'azienda si impegna nella responsabilità sociale derivano dal desiderio di diventare simili alle altre organizzazioni, adottando quelle pratiche che la società o altri gruppi rilevanti considerano come "normale" (Fernando, 2014, p. 166).

Tutte e tre le teorie derivano dalla più ampia teoria dell'economia politica. Gray, Owen ed Adams definiscono la politica economica come il *framework* sociale, politico ed economico all'interno del quale la vita si sviluppa (Gray et al., 1996 p. 47). La *political economy theory* assume che la società, la politica e l'economia sono inseparabili e per questo motivo le attività economiche non possono essere analizzate significativamente senza prendere in considerazione anche le prospettive politiche e sociali. All'interno di questa macro-teoria, la *stakeholder theory*, la *legitimacy theory* e *l'institutional theory* si sviluppano con qualche leggera variazione, come già analizzato. La seconda caratteristica che accomuna queste tre teorie è l'orientamento di quest'ultime verso la società tutta. Infatti, all'interno di queste teorie, le organizzazioni sono considerate come una parte cruciale del più ampio sistema

sociale. La *stakeholder theory* e la *legitimacy theory* spiegano come i dirigenti aziendali cercano di legittimare la propria attività agli occhi di tutti gli *stakeholder* o di una certa categoria, mentre attraverso l'*institutional theory* ci si aspetta che i dirigenti tendano a conformarsi alle norme che sono largamente imposte su di essi (Deegan, 2009, p. 365). Tutte le tre teorie sono correlate tra loro, in quanto ognuna di esse tratta la relazione tra un'organizzazione e la società in cui opera, seppur con qualche differenza. Per questo motivo sono da considerare complementari al fine di rappresentare al meglio un fenomeno ampio e complesso come la responsabilità sociale d'impresa, impossibile da spiegare attraverso un'unica visione teorica. In linea con queste teorie, si possono sviluppare alcune previsioni sulle motivazioni comuni che guidano i comportamenti aziendali. La prima è la ricerca da parte dell'azienda di una stabilità della propria attività aziendale che garantisce la sua sopravvivenza. Poi abbiamo la ricerca della legittimità del business aziendale o comunque la ricerca di un significato sociale di tale *business*. Ancora, vi è la ricerca da parte dell'azienda di risultare responsabile nei confronti dei suoi *stakeholder*. Infine, un'organizzazione cerca di conformarsi alle pratiche e alle strutture delle altre organizzazioni appartenenti allo stesso campo organizzativo, le quali condividono con la società in cui operano valori e credenze comuni (Fernando et al., 2014). Secondo le tre teorie analizzate, le organizzazioni, al fine di raggiungere questi obiettivi, si impegnano nell'implementazione della *Corporate Social Responsibility*, sia in termini di attività concreta (*performance*), sia in termini di comunicazione dell'attività attuale o futura (*disclosure*). Infatti, come riportato da Fernando e colleghi nel loro elaborato, i motivi per cui un'azienda potrebbe impegnarsi nella *CSR*, risultano essere la necessità di legittimare l'attività dell'azienda stessa, la necessità di esercitare un comportamento responsabile nei confronti dei propri *stakeholder*, a volte anche in base alla loro incisività sull'attività aziendale, e la necessità di conformarsi a norme e credenze legittime che sono ampiamente imposte all'organizzazione e che conseguentemente porta all'omogeneizzazione delle organizzazioni operanti all'interno dello stesso campo organizzativo.

1.3 La *CSR disclosure*

L'attenzione ai comportamenti socialmente responsabili da parte delle aziende è cresciuta molto negli ultimi anni. Questo ha portato inevitabilmente ad un maggior scrutinio da parte del pubblico sulle operazioni svolte dalle aziende. Gli *stakeholder* hanno iniziato a richiedere maggiore affidabilità e trasparenza alle aziende con cui interagiscono, ma anche a coloro con le quali non interagiscono e con le quali potrebbero interagire in futuro. Per soddisfare questa crescente richiesta, un metodo largamente utilizzato dalle organizzazioni è la *Corporate Sustainability Reporting*, ovvero la *CSR disclosure*. Dagli anni '90 con il termine "sostenibilità" si intendeva la capacità di un'azienda di sopravvivere a contatto con una crescente pressione sociale e ambientale. Durante gli anni '90 il *report* sostenibile è stato esteso includendo gli aspetti di *performance* economica, sociale e ambientale e successivamente, nel 1997, questo venne denominato come "*triple bottom line reporting*" da Elkington. Facendo un passo indietro, negli anni '70, i primi tentativi di rendicontazione sociale volontaria, principalmente nei Paesi Bassi e in Francia, hanno spianato la strada all'introduzione di relazioni ambientali in paesi come Germania, Austria e Svizzera. Durante gli anni '80, fondi di investimento etici negli Stati Uniti e in Gran Bretagna iniziarono ad implementare un approccio di investimento conosciuto come "*screening* negativo", escludendo dai loro investimenti le aziende che non rispettavano i requisiti sufficienti in termini di *performance* sociali ed ambientali. In particolare, venivano escluse quelle aziende operanti nelle cosiddette "*sin industries*", come l'azienda del tabacco e dell'alcol (Ioannou e Serafeim, 2012). Più avanti, in seguito al disastro ambientale del 1989 verificatosi nel golfo di Alaska e causato dalla petroliera Exxon Valdez, il *CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies)*, sviluppò i "*CERES/Valdez Principles*". L'incidente, dovuto allo scontro della petroliera contro una scogliera, causò la dispersione di 42.000 m³ di greggio e inquinò circa 2000 chilometri di coste, facendo morire migliaia di animali. È considerato uno dei disastri ambientali più grandi della storia, secondo solamente all'esplosione della piattaforma petrolifera *Deepwater Horizon* nel Golfo del Messico nel 2010. I dieci principi sviluppati dal *CERES* prevedevano la protezione della biosfera, l'utilizzo sostenibile delle risorse naturali, come acqua, suoli e foreste, la riduzione degli sprechi, anche attraverso il riciclaggio, la riduzione dei rischi ambientali, la conservazione dell'energia, la riduzione di prodotti e servizi che possano causare danni all'ambiente, la ristrutturazione dei danni all'ambiente, alla salute e alla sicurezza precedentemente causati

dalle organizzazioni, l'informazione tempestiva da parte delle organizzazioni dei danni che potrebbero causare alla salute, alla sicurezza e all'ambiente, la responsabilità da parte del Consiglio di Amministrazione sulle politiche ambientali, nonché l'attività di *audit* su tali principi e la redazione annuale del *CERES report*, una forma di documentazione di tutti gli aspetti appena citati, disponibile al pubblico.⁵ Successivamente, al fine di fornire alle aziende uno strumento per la redazione efficace di questi *report* e al pubblico uno strumento per una più corretta valutazione dell'azienda nell'ambito della responsabilità sociale, nel 1997 nacque la *Global Reporting Initiative (GRI)*. *GRI* è un'organizzazione no profit con sede ad Amsterdam, fondata con lo scopo di realizzare un *framework* comune per la redazione dei *report* sostenibili. Inizialmente l'organizzazione era considerata una divisione del *CERES* e solo nel 2002 venne riconosciuto come organismo indipendente. Nel 2000 *GRI* pubblicò le prime linee guida, conosciute come G1, mentre nel 2002, al summit mondiale per lo sviluppo sostenibile a Johannesburg, promosse le seconde linee guida (G2). Questi *framework* erano caratterizzati da un approccio *multi-stakeholder* e grazie a questo motivo nel 2006 l'organizzazione lanciò anche le terze linee guida (G3), le più complete in assoluto. Ci fu poi un aggiornamento delle G3, seguito dallo sviluppo delle G4. Queste linee guida sono divise in quattro serie denominate 100, 200, 300 e 400. La serie 100 include degli standard generali applicabili da qualsiasi azienda nella redazione del rapporto di sostenibilità. Più in particolare, guidano il *reporter* nella segnalazione delle informazioni contestuali rilevanti dell'organizzazione e nella segnalazione della gestione dei *material topics*. La serie 200 comprende delle linee guida specifiche utilizzabili per riportare informazioni sugli impatti materiali di un'azienda in relazione ad argomenti economici. Infine, le serie 300 e 400 forniscono rispettivamente standard utili per divulgare informazioni sugli impatti materiali dell'azienda in relazione ad argomenti ambientali e sociali.⁶

Risulta molto importante, quindi, integrare i tradizionali *report* finanziari con quelli sostenibili. Studi passati hanno evidenziato l'importanza dei *report* sostenibili e la loro connessione con i risultati economici dell'impresa (Slater e Gilbert, 2004). I due autori sostengono che le aziende dovrebbero divulgare le informazioni sulle proprie *performance* sostenibili in relazione alle *performance* economiche in modo tale da consentire agli investitori una decisione di

⁵ https://www.iisd.org/business/tools/principles_ceres.aspx

⁶ <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center/>

investimento pienamente informata. Gli studi sulla *CSR disclosure* realizzati negli ultimi anni, hanno portato ad associare quest'ultima ad una vasta gamma di benefici, sia in termini economico-finanziari, sia in termini reputazionali. Queste evidenze empiriche potrebbero influenzare positivamente la predisposizione dell'azienda nella redazione dei *report* sostenibili.

1.4 Le determinanti della *CSR disclosure*

Essendo la *disclosure* uno dei due addendi che formano l'eventuale *decoupling* realizzato dalle aziende, risulta utile capire cosa si intende effettivamente per *CSR disclosure*. La letteratura sviluppatasi su questo argomento è molto ampia e a volte contraddittoria. Questo paragrafo cerca di dare una chiara interpretazione della *CSR disclosure*, identificando alcune delle motivazioni che potrebbero guidare le aziende a redigere questi *report* sostenibili e mostrando le conseguenze, prevalentemente economiche, finanziarie e reputazionali, che la divulgazione di queste informazioni può avere sull'azienda stessa.

La *corporate social disclosure* si riferisce alla comunicazione da parte delle organizzazioni, nei confronti della più ampia società, delle informazioni relative alle *performance*, agli standard e alle attività di *CSR* svolta dalle organizzazioni stesse. Si ritiene che questi documenti trasmettano informazioni importanti sulla sostenibilità dell'attività di un'impresa (Brooks e Oikonomou, 2018), definita come quell'attività in grado di soddisfare le esigenze di tutti gli *stakeholder* senza limitare la capacità di soddisfare le esigenze di qualsiasi potenziale *stakeholder* futuro mantenendo la sua base di capitale ambientale, sociale ed economico (Dyllick e Hockerts, 2002). Nella sua accezione più ampia questo tipo di *disclosure* si può riferire sia ai *report* realizzati autonomamente dall'azienda, sia a quelli redatti da terze parti; le informazioni possono essere contenute sia nei *report* annuali, sia all'interno di qualsiasi altra forma di comunicazione; le informazioni divulgate possono essere sia di dominio pubblico, sia di natura privata e possono contenere informazioni finanziarie, non finanziarie, quantitative e qualitative (Gray et al., 1995, p. 47). Inoltre, nonostante la criticità del tema della responsabilità sociale, questo tipo di informazioni risultano spesso divulgate su base volontaria, caratteristica che potrebbe ledere la credibilità di queste informazioni, in quanto l'azienda potrebbe effettuare una comunicazione selettiva, rendendo pubbliche solo le informazioni positive o potrebbe direttamente portare le aziende a non redigere tali *report*.

Quest'ultima osservazione è coerente con la ricerca di Ioannou e Serafeim, la quale evidenzia come la regolamentazione della *disclosure ESG* ha un impatto positivo sul livello della stessa nell'anno successivo alla regolamentazione. L'obbligatorietà o la volontarietà della comunicazione di questo tipo di informazioni risulta essere a discrezione di ciascun Paese. Nazioni come la Danimarca, il Sud Africa, la Cina, l'India e il Brasile, solo per citarne alcune, prevedono che le proprie aziende, private e pubbliche, redigano i *report* sostenibili in via obbligatoria. Per le aziende svedesi e finlandesi l'obbligatorietà è prevista solo per le aziende pubbliche, mentre per gli Stati Uniti, ad esempio, la divulgazione è su base volontaria (Ioannou e Serafeim, 2012). In Italia la *CSR disclosure* viene effettuata su base volontaria ma i fondi pensione sono obbligati ad inserire nei loro *report* se e in quale misura sono stati presi in considerazione aspetti sociali, etici o ambientali nella gestione dei loro *asset* e delle loro risorse (Dhaliwal et al., 2013). In Europa, attraverso la direttiva 2014/95/UE, è stata resa obbligatoria la redazione del *report CSR*, conosciuto anche come Bilancio Sociale, dalle imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500. All'interno di questo documento, tali aziende sono tenute a inserire una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni ambientali, sociali, riguardanti il personale, il rispetto dei diritti umani e la lotta contro la corruzione.⁷ Tuttavia, le regolamentazioni relative ai *CSR report*, come quella appena citata, spesso contengono delle clausole di "*comply or explain*", che consentono alle aziende di optare per la non divulgazione delle informazioni *ESG* ma di spiegare brevemente il motivo per cui non hanno adempiuto a tale obbligo. In più, per i *report* sostenibili, la potenziale sanzione derivante dalla mancata redazione di quest'ultimi non è sempre chiara e comunque risulta essere molto più lieve rispetto alle sanzioni in cui incapperebbero le aziende se non redigessero i convenzionali *report* finanziari (Ioannou e Serafeim, 2012). Per questo motivo le aziende potrebbero preferire pagare una sanzione piuttosto che imbattersi nella redazione dei *report* sostenibili, che comunque richiedono tempo e denaro. Questi elementi rischiano quindi di disincentivare la realizzazione di una efficiente comunicazione relativa alla *Corporate Social Responsibility*.

Ad ogni modo, la quantità e la qualità della *corporate social disclosure* può essere influenzata da diversi fattori e nel corso degli anni sono state sviluppate numerose ricerche sulle

⁷ <https://eur-lex.europa.eu/>

determinanti di quest'ultima. A causa della vastità della tematica relativa alla *Corporate Social Responsibility*, nonché delle specificità che caratterizzano le singole imprese, ad esempio in termini di grandezza, operatività o settore di appartenenza, risulta chiara l'assenza di determinanti certe e univoche applicabili a tutte le imprese. Inoltre, molto spesso queste determinanti sono frutto di un'analisi empirica e la loro significatività dipende molto dal campione oggetto di studio. In primis, le determinanti della *CSR disclosure* vanno ricercate nelle teorie socioeconomiche analizzate in precedenza. Coerentemente, la *disclosure* potrebbe essere una strategia implementata dalle imprese per ottenere quella legittimazione nei confronti della società di cui parla la *legitimacy theory*. Ancora, come è già stato riportato, la *stakeholder theory* suggerisce alle aziende di diffondere quelle informazioni di stampo volontario e non finanziario, oltre a quelle meramente economiche, al fine di garantire un'adeguata responsabilità nei confronti dei portatori di interessi e fornire alla comunità la possibilità di dare un giudizio totalmente informato, relativo alle caratteristiche economiche e non, dell'azienda. Infine, un altro *driver* della *CSR disclosure* deriva dall'*institutional theory*. Quest'ultima afferma che le aziende potrebbero essere costrette ad adottare le pratiche di *voluntary disclosure* con la finalità di allinearle alle aspettative e alle esigenze dei suoi *stakeholder* più rilevanti. Poi, svariate determinanti derivano da studi empirici realizzati nel corso del tempo ma che comunque si basano sulle teorie citate in precedenza o su altre teorie, in quanto abbiamo detto che la letteratura in materia è molto ampia. Ad esempio, Roberts, nel suo studio focalizzato sulle aziende appartenenti al *Fortune 500*, una lista delle aziende statunitensi maggiormente redditizie, evidenzia come i risultati economici dell'anno precedente, il potere degli *stakeholder* e la postura strategica dell'azienda nei confronti della *CSR*, sono correlate positivamente al livello di *disclosure* dell'anno in corso. La relazione positiva con le *performance* economiche dell'anno precedente è coerente con il fatto che un'azienda, affinché possa soddisfare le richieste sociali e ambientali dei propri *stakeholder*, debba avere innanzitutto una sufficiente disponibilità economica per affrontare questo tipo di iniziative. Inoltre, l'autore scopre che le aziende politicamente più esposte, sono più propense a divulgare informazioni riguardanti gli aspetti sociali, rispetto alle aziende che lo sono di meno, a testimonianza del fatto che questo tipo di *disclosure* potrebbe essere una strategia aziendale utile a soddisfare le esigenze anche, ma non solo, degli *stakeholder* governativi (Roberts, 1992).

Focalizzando l'attenzione sulla *disclosure* volontaria, in letteratura sono state identificate una serie di motivazioni che potrebbero spingere le aziende di ogni tipo a redigere *report* non finanziari su base volontaria. Il primo motivo è la riduzione dell'asimmetria informativa. Diamond e Verrecchia suggeriscono che la *disclosure* volontaria riduce l'asimmetria informativa tra gli investitori informati e non informati e questo porta ad un incremento della liquidità delle azioni dell'azienda (Diamond e Verrecchia, 1991). Inoltre, quando i manager aziendali possiedono più informazioni rispetto ai soggetti esterni, gli investitori richiedono un premio per il rischio derivante da questa asimmetria informativa (Merton, 1987). Quando il livello di comunicazione risulta inadeguato e si viene a creare una situazione in cui alcuni investitori sono più informati di altri, quest'ultimi, per auto proteggersi, risulteranno meno propensi a negoziare i titoli dell'azienda in questione (Dhaliwal et al., 2011, p. 62). Le conseguenze di tale comportamento portano ad un incremento del *bid-ask spread* e dei costi di transazione (Verrecchia, 2001), i quali portano ad un incremento del tasso di rendimento richiesto o del costo del capitale proprio. Per questo motivo l'azienda può ridurre il suo costo del capitale andando a ridurre questo rischio informativo grazie all'incremento della comunicazione volontaria. Graham e colleghi, nel loro elaborato realizzato tramite sondaggi, testimoniano che più di quattro-quinti dei CFO a cui è stato chiesto se il costo del capitale o la riduzione del rischio informativo fossero una motivazione per la realizzazione della *disclosure* volontaria, hanno risposto in maniera affermativa a tale domanda. Il sondaggio ha fatto emergere che la riduzione dell'incertezza dei risultati finanziari dell'azienda è un altro motivo che spinge le aziende a redigere questi *report*. Coerentemente con questo, più della metà dei CFO intervistati sono d'accordo sul fatto che la *disclosure* volontaria porti ad un aumento della prevedibilità dei risultati finanziari aziendali, evitando in questo modo sorprese negative su tali risultati che verrebbero accolte negativamente dai mercati. Per molti, il ruolo primario della comunicazione volontaria è proprio quello di correggere le percezioni degli investitori sulle *performance* attuali e future dell'impresa, in modo tale che il prezzo del titolo sia calcolato in base alle informazioni fornite dall'azienda piuttosto che sulla base dei *rumors*. Non casualmente infatti, per buona parte degli intervistati, i *report* volontari consentono di correggere una eventuale sottovalutazione del prezzo delle azioni dell'azienda. Inoltre, tramite una buona comunicazione, comprendente anche le informazioni negative dell'operato aziendale, l'azienda cerca di promuoversi come trasparente, infondendo nel pubblico l'idea che la sua *disclosure* sia pienamente trasparente e affidabile. Altri *drivers*

derivanti da questo studio risultano essere: l'incremento della liquidità delle azioni, l'accrescimento del *P/E ratio* e l'attrazione di più analisti finanziari che seguono l'azienda (Graham et al., 2005), la quale porta a previsioni sui risultati aziendali più accurate e riduce la dispersione delle previsioni.

Un'altra variabile che studi passati ha portato ad associare come determinante della *disclosure* volontaria e in particolare della *CSR disclosure* risulta essere la grandezza dell'azienda (Botosan, 1997; Gray, 2002). Di solito le aziende più grandi divulgano più informazioni rispetto a quelle più piccole per una serie di motivi. Innanzitutto, le aziende più grandi sono soggette ad un maggiore scrutinio da parte del pubblico e questo le porta a divulgare maggiori informazioni per ottenere o mantenere il supporto del pubblico stesso, necessario per la sopravvivenza dell'azienda, coerentemente agli assunti della *legitimacy theory* (Cormier e Gordon, 2001). Poi, le aziende più grandi possono avere minori costi relativi alla divulgazione delle informazioni o possono avere costi inferiori in termini di svantaggio competitivo dovuto alla divulgazione di tali informazioni. Inoltre, le grandi aziende probabilmente sono più complesse rispetto a quelle più piccole e su di esse gravano maggiori costi di agenzia. Per queste ragioni le aziende più grandi potrebbero essere maggiormente incentivate alla redazione della comunicazione su base volontaria (Meek et al., 1995).

Sempre in quest'ottica, un altro studio interessante risulta essere quello realizzato da Boesso e Kumar. I due autori studiano alcune possibili determinanti della comunicazione volontaria, sia in termini quantitativi che in termini qualitativi. L'analisi è stata realizzata su un campione di aziende italiane e americane, inserendo all'interno di questo una parte di aziende che negli anni precedenti all'analisi si erano distinte per la loro ottima comunicazione aziendale ed erano state premiate per questo, e una parte di aziende che non erano state premiate appartenenti al FTSE MIB e al NYSE. Innanzitutto, i risultati mostrano che la variabile di controllo "grandezza", in questo caso misurata come il numero di dipendenti, è correlata positivamente e in maniera significativa al volume della *disclosure* volontaria messa in atto dalle aziende. Invece, risulta essere più debole la significatività dell'altra variabile di controllo, l'industria di appartenenza, quanto meno per le aziende americane. Infatti, per quanto riguarda le aziende italiane, sembra che la quantità di comunicazione volontaria sia influenzata in parte dal settore di appartenenza, in quanto i risultati mostrano una

correlazione positiva e significativa tra la *disclosure* e l'industria delle *utilities* e dell'abbigliamento. In merito alle aziende americane invece, il volume della comunicazione risulta dipendere solo dall'appartenenza all'industria delle *utilities*, mentre non vi è la significatività di nessun settore per quanto riguarda la qualità, a differenza delle aziende italiane la cui qualità era influenzata dall'appartenenza al settore delle *utilities* (Boesso e Kumar, 2007). Questo a testimonianza del fatto che, anche per le variabili per le quali vi è una dipendenza associata con la *voluntary disclosure*, e più in specifico con la *CSR disclosure*, alcune analisi empiriche potrebbero portare a risultati contraddittori, evidenziando il fatto che non esistono certezze sulle determinanti di questo tipo di comunicazione aziendale. Ad ogni modo, gli autori di cui sopra fanno altre scoperte interessanti, condivise precedentemente da altri studi (Healy, 2001), come quella che il livello di complessità aziendale, misurato in termini di numero di unità di business in ogni azienda, e la volatilità dell'azienda, misurata attraverso il Beta, sono correlate positivamente al volume della comunicazione volontaria svolta dall'azienda. Per quanto riguarda la qualità invece, queste due variabili risultano non incidere. Ancora, per il campione di aziende italiane, sembra che l'enfasi aziendale nella gestione dei propri *stakeholder*, nonché la forza delle relazioni con gli stessi, sono previsori del volume e della qualità della comunicazione volontaria, mentre per le aziende americane solamente la prima variabile risulta essere esplicativa per il volume della *disclosure* e nessuna delle due per la qualità (Boesso e Kumar, 2007). Dalla ricerca svolta dai due autori sembrerebbe che la *disclosure* volontaria non sia solamente un modo per soddisfare la necessità informativa degli investitori e della comunità finanziaria, ma anche uno strumento strategico che le aziende usano per gestire le relazioni con i suoi *stakeholder*, coerentemente con gli assunti della teoria degli *stakeholder*. Inoltre, un altro spunto derivante da questo studio porta a considerare anche la nazionalità dell'azienda, o comunque il Paese in cui opera, come determinante del livello di comunicazione adottato, in quanto è stato mostrato che la significatività di alcune variabili varia anche da Paese a Paese. Questo, ad esempio, considerando solo quelle variabili *stakeholder oriented*, è probabilmente dovuto al fatto che le aziende di alcune nazioni adottano un approccio più o meno orientato agli *stakeholder* rispetto alle aziende di altre nazioni.

Focalizzando l'attenzione sulla comunicazione volontaria relativa alla *Corporate Social Responsibility*, in letteratura sono emersi ulteriori *drivers* che potrebbero spingere le aziende

a redigere questi *report*. Uno di questi, ad esempio, è la riduzione del costo del capitale. È stato dimostrato che le aziende con un alto costo del capitale proprio nell'anno precedente sono molto più propense a redigere *report* relativi alla responsabilità sociale d'impresa nell'anno successivo e per la prima volta, con l'idea che questo possa portare ad una successiva riduzione del costo del capitale. Il focus sul costo del capitale è importante per un'azienda in quanto quest'ultimo gioca un ruolo determinante nelle decisioni operative e finanziarie della stessa (Dhaliwal et al., 2011). Infatti, il costo del capitale proprio misura il tasso di rendimento richiesto dagli investitori affinché quest'ultimi investano o mantengano il loro investimento nell'azienda e riflette la rischiosità percepita dei futuri *cash flows* aziendali (Reverte, 2012, p. 254). Per questo motivo risulta essere una delle principali determinanti del valore dell'azienda. Oltre a questo, si aggiunge poi il livello di indebitamento aziendale, coerentemente con l'idea che i soggetti creditori richiedono una maggiore divulgazione di informazioni al fine di monitorare i propri debitori nella maniera più completa possibile, nonché le *performance* finanziarie aziendali, in quanto quest'ultime potrebbero portare l'azienda ad avere maggiori risorse da investire sia nell'attività di *CSR*, sia nella sua comunicazione, che comunque risultano essere attività costose (Lu ed Abeysekera, 2014).

Altre variabili che possono influenzare il volume della *disclosure* sociale ed ambientale divulgata dalle aziende sono l'appartenenza di quest'ultime a settori sensibili dal punto di vista ambientale, le cosiddette *sin industries*, nonché la composizione del loro *board*. Partendo dalla prima variabile, è stato dimostrato che le aziende operanti all'interno di settori maggiormente sensibili dal punto di vista ambientale, effettuino una *disclosure* ambientale di maggiore quantità e qualità. Sono considerate industrie sensibili quelle dei prodotti industriali, delle infrastrutture, dell'edilizia, delle piantagioni e di quelle società coinvolte nella lavorazione di metalli, nell'utilizzo di attrezzature pesanti, prodotti chimici, carta e legname forestale. Siccome le aziende operanti in questi settori hanno maggiore probabilità di danneggiare l'ambiente attraverso l'utilizzo di sostanze pericolose e rifiuti tossici, queste sono anche quelle aziende che potrebbero incontrare maggiori restrizioni dal punto di vista regolamentare. È quindi ragionevole pensare che tali aziende effettueranno una *disclosure* ambientale maggiore con lo scopo di minimizzare le sanzioni governative (Elijido-Ten, 2004). Questo è il motivo che potrebbe giustificare la connessione, empiricamente testata, tra le aziende appartenenti a queste industrie e la maggiore divulgazione di informazioni sociali e ambientali.

Oltre alla sensibilità dal punto di vista ambientale, i settori divergono anche per il grado di competitività e visibilità. Anche questi elementi sembrano influenzare la *CSR communication*. Dividendo i settori tra “alto profilo” e “basso profilo”, sulla base delle variabili appena citate, è stato dimostrato che le aziende appartenenti ai settori di “alto profilo”, ovvero quei settori in cui la competitività e la visibilità agli occhi dei clienti è maggiore, effettuano una *disclosure* sociale ed ambientale maggiore (Roberts, 1992; Lu ed Abeysekera, 2014). In merito alla composizione del *board* aziendale, sono state fatte diverse ricerche che hanno portato a risultati anche contrastanti. Ad esempio, l’indipendenza del Consiglio di Amministrazione è risultata sia correlata positivamente (Webb, 2004), sia negativamente (Haniffa e Cooke, 2005), sia non correlata (Cormier et al., 2011) con il volume della *Corporate Social Responsibility disclosure*. Il mix di risultati potrebbe essere dovuto a dinamiche *country specific*. Dal punto di vista della diversità all’interno del CdA invece, uno spunto interessante deriva dal lavoro di Hoang e colleghi che dimostrano come la maggiore diversità all’interno del *board*, in termini di sesso, età, livello di scolarizzazione e nazionalità, contribuiscono alla realizzazione di una abbondante *CSR disclosure* (Hoang et al., 2018).

Come si è potuto osservare, le ragioni che spingono le aziende ad impegnarsi nella comunicazione volontaria e socialmente responsabile possono essere molteplici. L’argomento è vastissimo e risulterebbe quasi impossibile poter identificare chiaramente tutte le ragioni sottostanti alla divulgazione di queste informazioni. Nonostante questo, credo che la sezione di cui sopra sia in grado di fornire un quadro generale di quelli che sono i principali *drivers*, individuati dagli studi precedenti, della *Corporate Social Responsibility disclosure*.

1.5 Le conseguenze della *CSR disclosure*

Una volta che sono state analizzate le principali variabili che influenzano la redazione della *CSR disclosure*, è utile indicare quali sono le principali conseguenze, i principali benefici, che la divulgazione di queste informazioni possono portare alle aziende. Inoltre, tali benefici, potrebbero essere a loro volta dei *drivers* della *CSR disclosure*, in quanto i manager aziendali, alla luce delle evidenze empiriche derivanti dalla ricerca, potrebbero indirizzare le politiche di comunicazione nell’ottica di ottenere proprio quei benefici.

Uno dei primissimi benefici derivanti dalla redazione della *CSR disclosure*, in particolare quella volontaria, risulta essere la riduzione del costo del capitale proprio dell'azienda. Coerentemente con il ragionamento secondo il quale *drivers* e conseguenze possono essere univoche. Infatti, come accennato nella sezione relativa alle determinanti, la riduzione del costo del capitale proprio risulta essere un obiettivo raggiungibile anche tramite la comunicazione volontaria. Tutto questo trova riscontro nell'analisi empirica. Infatti, è stato dimostrato che le aziende che redigono per la prima volta dei report autonomi relativi alla *CSR*, i cosiddetti *report standalone*, godono di una riduzione nel costo del capitale proprio nell'anno successivo. Questo risultato si verifica in quelle aziende che, oltre a redigere per la prima volta i *report* sostenibili, possiedono anche una *CSR performance* maggiore della media del settore (Dhaliwal et al., 2011). Questo risultato, probabilmente, è dovuto al fatto che gli investitori sono più propensi a valutare favorevolmente un'azienda se questa produce delle *performance* effettive superiori ai suoi concorrenti. Per questo motivo, una buona *disclosure*, non accompagnata da una tanto buona attività, potrebbe non incidere sul costo del capitale proprio di un'azienda e conseguentemente sul suo valore. Sulla base dello studio di Dhaliwal e colleghi, realizzato su un campione di aziende americane, Reverte, esegue un'analisi simile su un campione di aziende spagnole. I risultati ottenuti dal ricercatore danno forza a quelli derivanti dallo studio sopra citato. Infatti, anche in questo studio è emerso che la maggiore qualità della *CSR disclosure* riduce il costo del capitale proprio, in questo caso non considerando neanche l'effetto moderatore della *CSR performance*. Inoltre, lo studio dimostra come questa relazione negativa tra costo del capitale e *CSR disclosure* è più pronunciata per quelle aziende operanti in settori sensibili dal punto di vista ambientale (miniere, gas e petrolio, prodotti chimici, silvicoltura e carta, acciaio e altri metalli, elettricità, distribuzione del gas, acqua) e che rischiano maggiormente di essere criticate in ottica di responsabilità sociale di impresa a causa delle loro attività che comporta un maggiore rischio di impatto ambientale (Reverte, 2012). Come è già stato riportato, le aziende operanti in questi settori sono spinte maggiormente alla realizzazione dei *report* socialmente responsabili, che includano le informazioni relative alle proprie *performance* sociali ed ambientali, con l'obiettivo di trasmettere ai propri *stakeholder* la propria strategia e guadagnare una buona reputazione, nonostante svolgano attività che potrebbero danneggiare l'ambiente. È per questo motivo che, probabilmente, una buona *disclosure* effettuata da queste aziende, le porta ad ottenere un premio maggiore, in termini di riduzione del costo del capitale, rispetto

alle aziende operanti in settori meno *environmentally-sensitive*. Sempre in merito al costo del capitale proprio, un altro studio di Dhaliwal e colleghi, mostra come quest'ultima variabile sia associata, ancora una volta, negativamente alla *CSR disclosure*, dando forza ai risultati precedenti. Oltre a questo, è stato dimostrato che tale relazione è più accentuata nei Paesi *stakeholder-oriented*. Questo perché la *CSR disclosure* svolge un ruolo di riduzione dell'asimmetria informativa tra gli *stakeholder* relativa alle informazioni rilevanti in merito alle attività di *CSR*. Ancora, sempre nello stesso studio, è stato scoperto che la *CSR disclosure* riduce il costo del capitale proprio in maniera maggiore nei Paesi o nelle aziende caratterizzate da una maggiore opacità finanziaria (Dhaliwal et al., 2013). In questo caso, la proxy utilizzata per rappresentare l'opacità finanziaria è la media dei ratei dei tre anni precedenti all'analisi, in quanto questi rendono gli investitori sospettosi in merito agli effettivi risultati aziendali (DeFond e Hung, 2003). Questa relazione suggerisce che la comunicazione relativa alla *CSR* potrebbe sostituire la classica comunicazione finanziaria, qualora questa sia fuorviante, nella riduzione dell'asimmetria informativa e nella conseguente riduzione del costo del capitale proprio.

Ma quali sono i motivi per cui la *CSR disclosure* riduce il costo dell'*equity*? Sempre Dhaliwal e colleghi hanno fornito evidenze sul meccanismo sottostante alla relazione inversa tra *CSR disclosure* e costo del capitale proprio. È risultato che la *CSR disclosure* è associata ad un incremento della copertura degli analisti, ad un miglioramento dell'accuratezza delle previsioni e ad una riduzione della dispersione (deviazione standard) delle previsioni degli analisti stessi nei confronti di quelle aziende che hanno una *CSR performance* relativamente più alta rispetto alle aziende del medesimo settore (Dhaliwal et al., 2011, p. 90). Questi tre elementi hanno la potenzialità di ridurre il costo del capitale proprio. Questi risultati supportano l'idea che la *CSR disclosure* effettuata dalle aziende aventi anche una forte *CSR performance* contribuisce alla riduzione dell'asimmetria informativa tra i manager e gli azionisti, nonché tra gli azionisti. Alla luce di queste riflessioni, quello che gli autori hanno voluto affermare è che la comunicazione relativa alla *CSR* può ridurre il costo dell'*equity* come conseguenza della riduzione del rischio di stima nel mercato (Dhaliwal et al., 2011).

Risultati simili sono stati trovati dagli stessi autori in una ricerca svolta successivamente. Esaminando se la *CSR disclosure* fosse associata ad un miglioramento delle previsioni sugli utili

aziendali effettuate dagli analisti finanziari, scoprono che l'assicurazione delle terze parti sui *CSR report*, utilizzata come *proxy* dell'informazione divulgata su base volontaria, è correlata significativamente e negativamente con l'errore di previsione degli analisti. Anche in questo caso, questa relazione è più forte nei Paesi più *stakeholder-oriented* (Dhaliwal et al., 2012). Questo è giustificato dal fatto che in questi Paesi, i gruppi di *stakeholder* hanno una grande influenza nell'operatività delle aziende e nelle sue *performance* finanziarie, rispetto ai Paesi meno orientati all'interesse degli *stakeholder* (Chen, 2009). Per questo motivo, la *CSR disclosure*, la quale contiene informazioni sulla capacità dell'azienda nella gestione degli interessi dei suoi *stakeholder*, potrebbe essere più utile per gli analisti, che devono valutare i risultati finanziari, in Paesi che sono più *stakeholder-oriented* rispetto ad altri. In aggiunta, anche in questo caso, la relazione inversa tra la *CSR disclosure* e l'errore di previsione degli analisti è più forte in quelle aziende caratterizzate da una maggiore opacità finanziaria, così da indicare la *voluntary disclosure* come mitigante dell'effetto negativo che l'opacità finanziaria può avere sull'accuratezza delle previsioni degli analisti (Dhaliwal et al., 2012).

Altre due evidenze derivanti dagli studi di Dhaliwal e colleghi mostrano come l'implementazione della *CSR disclosure*, in questo caso intesa come la primissima *standalone disclosure* effettuata dalle aziende, sia associata ad altri due benefici. Il primo si riferisce alla capacità da parte di queste aziende di attrarre maggiori investitori istituzionali a seguito della redazione della *CSR disclosure*. Anche questa volta questo risultato sembra valido solo per le aziende che hanno contemporaneamente una *CSR performance* sopra la media settoriale. Il secondo invece, è strettamente connesso alla riduzione del costo del capitale proprio. Infatti, dall'analisi sembra che le aziende che divulgano per la prima volta i *report* sostenibili, sono più propense ad effettuare aumenti di capitale nei due anni successivi alla redazione della *CSR disclosure* per godere del potenziale beneficio della riduzione del costo dell'*equity*. Inoltre, tra le aziende che hanno condotto degli aumenti di capitale, quelle che hanno effettuato per la prima volta la *Corporate Social Responsibility disclosure*, raccolgono una maggiore quantità di capitale di rischio rispetto a quelle che non hanno implementato la stessa attività (Dhaliwal et al., 2011).

Coerentemente all'assunto secondo il quale la *disclosure* volontaria favorisce un flusso di informazioni utile per la riduzione dell'asimmetria tra manager e investitori, Cormier e colleghi

dimostrano che la *disclosure* sociale riduce la volatilità del prezzo delle azioni delle aziende e aumenta la loro *Tobin's q*, ovvero le variabili utilizzate come *proxy* dell'asimmetria informativa. Gli autori focalizzano la loro ricerca sulla comunicazione sociale derivante dai siti web delle aziende. Inoltre, dividono la *disclosure* in "indicativa" e "qualitativa" (*soft*) e "quantitativa" (*hard*). La *disclosure* indicativa è identificata come quel tipo di comunicazione non verificabile *ex post*, a differenza di quella quantitativa che risulta essere molto più quantificabile. I risultati suggeriscono che sia la *disclosure* quantitativa a ridurre l'asimmetria informativa, mentre quella qualitativa è solamente parzialmente associata a quest'ultima. La maggiore verificabilità *ex post* dell'informazione quantitativa è una delle ragioni che spiega questo risultato e che porta effettivamente a rivelare informazioni sconosciute ad investitori e *stakeholder* in generale. Nonostante questo, ancora una volta, i risultati sono validi solamente se accompagnati da una buona *performance* sociale. In altre parole, la *disclosure* sociale porta ad un aumento della *Tobin's q* e ad una riduzione della volatilità delle azioni dell'azienda solo se i valori sociali sono rilevanti e visibili sul mercato. Questa relazione inoltre, sembra essere più accentuata nelle aziende più piccole, suggerendo che quest'ultime vedano il *web* come uno strumento di comunicazione conveniente al fine di raggiungere sostenitori esterni come gli investitori, coerentemente col fatto che i tradizionali mezzi di comunicazione divulgano solamente le notizie delle grandi aziende (Cormier et al., 2009).

Ancora, è stata dimostrata una correlazione positiva tra la *CSR disclosure* e il prezzo delle azioni delle aziende (Qiu et al., 2016). Inoltre, a livello disaggregato, gli autori scoprono che per il campione di aziende da loro analizzato (inglesi ed appartenenti al FTSE350), vale la stessa relazione per la *disclosure* sociale ma non per quella ambientale, come ad indicare un maggiore interesse da parte degli investitori alle tematiche sociali, nonostante la letteratura in materia si sia sempre concentrata maggiormente sugli aspetti ambientali. La stessa relazione positiva è stata successivamente trovata tra la *CSR disclosure* prima, e la sola *social disclosure* poi, e il tasso di crescita atteso degli utili aziendali. Nonostante ciò, in questo studio è stata analizzata anche la relazione tra la profittabilità aziendale al tempo attuale ed il livello di *CSR disclosure* dell'anno precedente, in modo tale da capire se l'impegno nella redazione dei *report* sostenibili sia collegato ad un incremento immediato della profittabilità. I risultati mostrano una relazione non significativa per questo campione di aziende, forse perché ci vuole un po' di tempo affinché gli effetti di una buona reputazione costruita attraverso una

buona comunicazione si traducano in profitti maggiori (Qiu et al., 2016). Coerentemente con questo, Cahan e colleghi hanno analizzato la relazione tra la *CSR disclosure* ed il valore di mercato aziendale atteso nel lungo termine, piuttosto che sulle *performance* correnti, proprio perché, anche secondo loro, è più probabile che i benefici di una corretta *CSR disclosure* si manifestino nel lungo termine (Cahan et al., 2015). Lo studio è altresì interessante in quanto separa la *disclosure* in “aspettata” ed “inaspettata”. Questo perché gli investitori hanno a priori delle aspettative in merito al grado di comunicazione che le aziende forniranno e quindi le sole informazioni attese potrebbero non essere *value-relevant*. D’altro canto, invece, la comunicazione di informazioni inattese dagli investitori potrebbe avere un impatto maggiormente informativo ed essere la vera chiave per l’incremento del valore aziendale. I risultati della ricerca danno forza a questa tesi. Infatti, il valore della Q di Tobin delle aziende, utilizzata per rappresentare il valore atteso aziendale nel lungo termine, cresce all’aumentare della parte di *disclosure* inaspettata. Invece, coerentemente con le ipotesi alla base della ricerca, non è stata trovata una relazione tra la parte di comunicazione attesa e il valore aziendale. Inoltre, la relazione positiva tra comunicazione inaspettata e valore aziendale risulta essere più elevata per le aziende di quei Paesi caratterizzati da minore democrazia, minore libertà di stampa, minore impegno nella lotta a difesa dell’ambiente e deboli istituzioni in generale. Le aziende dei Paesi con forti istituzioni a livello nazionale sono osservate con maggiore attenzione dagli investitori e subiscono maggiori pressioni in merito alla divulgazione delle informazioni qualitative e quantitative. Per questo motivo, anche se queste aziende forniscono maggiori informazioni, siccome operano sotto queste condizioni di trasparenza, la loro comunicazione risulterà meno informativa incrementalmente rispetto a quella realizzata da un’azienda appartenente ad un Paese caratterizzato da istituzioni relativamente deboli (Cahan et al., 2015, p. 581). Un’altra testimonianza dell’impatto positivo della *CSR disclosure* sul valore aziendale deriva dallo studio di Ioannou e Serafeim. In questo caso l’analisi è stata condotta sull’impatto della regolamentazione della *CSR disclosure* sul valore aziendale. È stato dimostrato, ancora una volta, che il valore della *Tobin’s Q*, utilizzato come proxy del valore aziendale, cresce all’aumentare della *CSR disclosure* (aumento guidato dalla regolamentazione). Lo stesso studio, inoltre, mostra come l’incremento della *disclosure* dovuto alla regolamentazione di quest’ultima, aumenta la probabilità che le aziende ricevano l’assicurazione di terze parti sulla comunicazione effettuata (Ioannou e Serafeim, 2012). Questo risulta importante in quanto l’assicurazione delle informazioni divulgate dalle aziende

rende tali informazioni più credibili poiché riduce la distorsione di quest'ultime (Simnett, 2009). È stato poi analizzato che le aziende che ricevono questo tipo di assicurazione tendono a ricevere finanziamenti a condizioni migliori e ad avere valori contabili di migliore qualità (Serafeim, 2011).

Fino ad ora abbiamo parlato di *CSR disclosure* e dei suoi effetti sul valore di un'azienda. Ma all'interno di questi ragionamenti non è stata presa in considerazione la differenza tra la divulgazione di informazioni positive e negative. Che impatto ha la divulgazione di informazioni negative sul valore e sulla credibilità aziendale? La divulgazione di tali informazioni potrebbe essere un'arma a doppio taglio, poiché quest'ultime potrebbero giovare alla credibilità dell'azienda ma dall'altro lato potrebbero avere effetti negativi causati dalla negatività stessa delle informazioni. Inoltre, la divulgazione di informazioni prettamente negative risulta implausibile e per questo motivo le aziende, quando decidono di effettuare questo tipo di comunicazione, cercano di moderare la negatività di tali informazioni, in modo da evitare che i benefici derivanti dall'incremento della credibilità possano essere sovrastati dai costi dovuti alla divulgazione delle informazioni negative. A seguito di queste premesse, si può dire che la comunicazione di informazioni moderatamente negative può portare ad un incremento della credibilità aziendale che a sua volta porta ad instaurare relazioni più forti ed affidabili con gli *stakeholder*, che a sua volta ancora può tradursi in successi finanziari (Jahn e Brühl, 2019; Garcia-Castro et al., 2011).

In conclusione, sembra che una buona *CSR disclosure*, nelle sue sfaccettature appena analizzate, sia correlata positivamente ad alcuni vantaggi economici e reputazionali, consigliando ai *managers* aziendali di non sottovalutare la redazione di quest'ultima.

1.6 Le *CSR performance* e le sue determinanti

Il secondo addendo che forma l'eventuale *CSR decoupling* è rappresentato dalle *CSR performance*. In linea teorica, non esisterebbe la *CSR disclosure*, se non esistessero le *CSR performance*. Scriviamo "in linea teorica" perché questo potrebbe succedere qualora un'azienda effettuasse un *decoupling* totale tra l'attività di comunicazione e quella di azione effettiva. Questa rimane comunque un'ipotesi molto remota. Quando si parla di *corporate social performance (CSP)* si fa riferimento a tutte le azioni concrete di *CSR* messe in atto

dall'azienda. Sin dall'inizio, la definizione di *corporate social performance* ha recato non pochi problemi ai ricercatori, i quali cercavano un modo univoco per poter misurare tali *performance*. A causa della vastità dell'argomento, questo risulta un problema ancora persistente. Le *CSR performance* sono un costrutto multidimensionale caratterizzato da comportamenti che variano attraverso un'ampia varietà di input (es., investimenti in apparecchiature di controllo dell'inquinamento o altre strategie ambientali), comportamenti o processi interni all'azienda (es., il trattamento delle donne e dei minori, le relazioni con i clienti, la natura dei prodotti realizzati), ed output (es., relazioni con la comunità e programmi filantropici) (Waddock e Graves, 1997, p. 304). Una delle più ampie considerazioni sulla *corporate social performance* definisce quest'ultima come l'insieme di principi, pratiche e risultati delle relazioni delle imprese con le persone, le organizzazioni, le istituzioni, le comunità, la società e la terra, in termini di azioni deliberate dalle imprese nei confronti di questi soggetti (*stakeholder*), così come le esternalità indesiderate dell'attività commerciale (Wood, 2016, p. 1).

Ma da un punto di vista più pragmatico, quali sono le attività traducibili in "*CSR performance*"? Per dare una risposta chiara a questa domanda, ho voluto considerare le categorie e le sottocategorie del sistema di rating KLD, già precedentemente citato. La tabella 1 mostra le principali attività che questo sistema di rating valuta per dare un giudizio alle *performance ESG* di un'azienda e che quindi danno un'indicazione di cosa si intende per *CSR performance* sul lato operativo.

Tabella 1. Categorie e sottocategorie del sistema di rating KLD.

Main categories	Subcategories
Community	Charitable giving Innovative giving Non-U.S. charitable giving Support for education Support for housing Volunteer programs Other strenghts
Corporate Governance	Compensation Ownership Political Accountability Trasparency Other Strenghts
Diversity	Board of Directors CEO Employment of Disabled Promotion Women and Minority contracting Work/Life benefits Gay and Lesbian policies Other strenghts
Employee relations	Health and Safety Retirement benefits Union relations Cash profit sharing Employee involvement Other strenghts
Environment	Beneficial products and services Clean energy Pollution prevention Recycling Other strenghts
Human rights	Labor rights Relations with Indigenous peoples Other strenghts
Product	Benefits the economically disadvantages Quality R&D/Innovation Other strenghts

Fonte: Dhaliwal et al., 2011 “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting”.

In poche parole, le *CSR performance* rappresentano l'impegno concreto, pragmatico, dell'azienda nelle attività ritenute socialmente responsabili, mentre la *disclosure* si riferisce alla comunicazione di tali attività. In letteratura queste due variabili sono definite anche "*CSR talk*" e "*CSR walk*". La *CSR talk* si riferisce alla *disclosure*, intesa come la documentazione diretta all'esterno dell'azienda in merito alle responsabilità aziendali, mentre la *CSR walk* rappresenta le *performance*, intese come l'implementazione delle strategie, delle strutture e delle procedure nei processi di *core business* che facilitano la responsabilità aziendale (Wickert et al., 2016).

Le determinanti delle *CSR performance*, e in generale dell'attività di *CSR* nella sua accezione più ampia, risiedono principalmente nelle teorie economico-sociali ormai più volte analizzate. Ad esempio, secondo la *legitimacy theory*, la sopravvivenza aziendale si basa, anche, sul fatto che l'azienda sia percepita come funzionale alla società stessa e operante secondo un sistema di valori condivisi da quest'ultima. L'attività di responsabilità sociale d'impresa calza a pennello all'interno di questa visione e potrebbe essere implementata per soddisfare le implicazioni alla base della *legitimacy theory*. Seguendo gli assunti della teoria degli *stakeholder* invece, un'altra determinante dell'attività di *CSR* risulta essere la volontà da parte delle aziende di soddisfare quegli *stakeholder* che forniscono le risorse più importanti ai fini della sopravvivenza aziendale. Qualora le attività di *CSR* rientrino all'interno di queste esigenze, ci si aspetta un alto grado di implementazione di tali attività. Il coinvolgimento dell'azienda nella *Corporate Social Responsibility* dipende poi dalla postura che ha quest'ultima sulla *CSR* stessa. Come suggerisce Ullmann, più l'azienda ha una postura attiva, e quindi cerca di migliorare la propria immagine nei confronti degli *stakeholder* e monitora continuamente la propria posizione con quest'ultimi, maggiore sarà l'impegno che ci si aspetta da questa azienda in ambito di responsabilità sociale. Ancora, un'altra determinante potrebbe essere la capacità economica dell'azienda. Infatti, maggiori sono le risorse economiche, maggiore è la probabilità che l'azienda destini parte di queste risorse all'attività di *CSR*. Coerentemente con questo ragionamento, inoltre, la *Slack Resource Theory*, un'altra teoria utilizzata per analizzare alcuni aspetti dell'impegno aziendale nella *CSR*, suggerisce che maggiori sono le *performance* finanziarie, maggiore è la probabilità che l'azienda abbia delle risorse in eccesso disponibili da investire all'interno della sfera sociale, come, ad esempio, nelle relazioni con la comunità, con i dipendenti e nell'ambiente (Waddock e Graves, 1997).

Infine, come suggerisce l'*institutional theory*, l'impegno nella CSR da parte delle aziende è dettato dal loro desiderio di omogeneizzarsi alle altre organizzazioni che popolano l'ambiente, adottando quelle pratiche che altre aziende hanno ormai assodato, come la *Corporate Social Responsibility*. Senza poi nulla togliere all'implementazione della CSR dettata da meri valori etici.

Ancora, nel corso degli anni sono state studiate alcune caratteristiche di *corporate governance* come fattori che incentivano l'attività socialmente responsabile delle aziende. I risultati sono tra di loro contraddittori in quanto parte di questi studi mostrano sia legami positivi tra la CSR e le variabili di *governance*, sia negativi, sia insignificanti, suggerendo che le tali relazioni dipendano molto dal campione utilizzato per l'analisi. Inoltre, la maggior parte di questi studi analizza l'attività di CSR utilizzando come proxy i valori della *CSR disclosure*, che potrebbero essere fuorvianti, qualora le aziende adottassero comportamenti opportunistici come il *decoupling/greenwashing*, ribadendo ancora una volta la difficoltà nel misurare la *CSR performance*. Per *greenwashing* si intende la divulgazione di informazioni simboliche da parte dell'azienda senza che queste vengano accompagnate da azioni sostanziali (García-Sánchez et al., 2020). Tale argomento verrà approfondito nel capitolo successivo. Ad ogni modo, le variabili di cui stiamo parlando sono, ad esempio, la grandezza del consiglio di amministrazione, l'indipendenza di quest'ultimo, la presenza di donne all'interno del consiglio e più in generale la diversità all'interno di questo, la presenza di un comitato addetto alla CSR e la dualità del CEO. Nonostante le divergenze empiriche, è interessante capire le ragioni alla base dell'accostamento di tali variabili all'attività di CSR. Ad esempio, la presenza di una consistente percentuale di donne all'interno del *board* è associata ad una maggiore implementazione della CSR per una serie di motivi. È stato scoperto che le donne hanno maggiore capacità di sostenere e mantenere le relazioni con i diversi gruppi di *stakeholder*, elemento fondamentale per la *stakeholder theory*, e di essere maggiormente focalizzate sui bisogni altrui piuttosto che sui propri (Hater e Bass, 1988; Hisrich e Brush, 1984; Rosener, 1995). Ci si aspetta che le donne all'interno del consiglio di amministrazione costruiscano relazioni più solide con i portatori di interessi grazie al loro maggiore interesse nel prossimo, dando all'azienda maggiore consapevolezza delle necessità sociali richieste dai propri *stakeholder* (Galbreath, 2011). Tali elementi fanno sì che un *board* diversificato a livello di genere sia più propenso ad implementare attività socialmente ed ambientalmente

responsabili. Ad esempio, Galbreath, nel suo studio, trova un legame positivo tra la presenza delle donne nel *board* e la responsabilità sociale, nonché con la crescita economica aziendale. Tuttavia, lo studio non trova riscontro significativo di una relazione tra la presenza delle donne e l'attività ambientale (Galbreath, 2011). La grandezza del *board* invece, risulta collegabile ad un incremento nelle pratiche di *CSR* a causa della vastità di opinioni, esperienze e conoscenze derivanti dal suo interno. Un consiglio di amministrazione più grande può incorporare le diverse prospettive dei gruppi di *stakeholder* differenti e dedicare maggiore energia e risorse all'adempimento del proprio ruolo nell'attività sociale (Liao et al., 2016). Per quanto riguarda la dualità del *CEO*, ovvero quando l'amministratore delegato è anche presidente del CdA, ci si aspetta una relazione prevalentemente negativa tra questa condizione e l'implementazione dell'attività di *CSR*, in quanto l'assegnazione dei due ruoli alla stessa persona rischia di tradursi in una riduzione dell'indipendenza del *board*, la quale riduce responsabilità e trasparenza dell'azienda (Michelon e Parbonetti, 2012). Poi, anche la presenza di un comitato *CSR* all'interno dell'azienda rappresenta un orientamento ed un impegno verso lo sviluppo sostenibile. Ricart e colleghi, ad esempio, interpretano la presenza di questo comitato come l'allocatione di risorse produttive utili alla gestione dei rapporti con i vari *stakeholder* favorendo le attività di *CSR* nella pianificazione strategica dell'azienda (Ricart et al., 2005).

Tutto sommato, comunque, molti fattori che guidano le *CSR performance* possono essere individuati negli stessi che guidano la *CSR disclosure*, essendo le due variabili fortemente correlate ed essendo le colonne portanti di un unico grande tema quale la *Corporate Social Responsibility*. Per questa ragione credo che sia stato sufficientemente analizzato il tema dei *drivers* della responsabilità sociale d'impresa.

1.7 Le conseguenze delle *CSR performance*

Come è stato fatto per la *CSR disclosure*, consideriamo adesso le principali conseguenze/benefici derivanti dall'implementazione dell'attività di *CSR*. La letteratura che collega le *CSR performance* alle *performance* finanziarie di un'azienda e a tutta un'altra serie di benefici è molto ampia e anche contraddittoria, come si è potuto osservare anche per la *disclosure*, in quanto suggerisce relazioni positive, negative o la presenza di alcuna relazione tra le due variabili di interesse. La volontà di analizzare i benefici delle due variabili che formano l'eventuale *CSR gap* (*disclosure* e *performance*), e in particolare gli effetti sulle

performance finanziarie, deriva dal fatto che lo scopo finale della mia tesi è proprio quello di analizzare l'impatto che può avere il *decoupling* sulle *performance* finanziarie di un'azienda, arricchendo così la letteratura che collega i vari aspetti della *Corporate Social Responsibility* alle *financial performance*.

Uno degli studi più citati relativi al legame tra *CSR performance* e *performance* finanziarie è quello svolto da Waddock e Graves. I due autori scoprono che vi è una relazione positiva tra le due variabili appena citate e che questa relazione è presente in entrambe le direzioni. In altri termini, sia le *performance* finanziarie dell'anno precedente portano ad un incremento delle *CSR performance* dell'anno successivo, sia le *CSR performance* dell'anno precedente portano ad un miglioramento dei risultati finanziari dell'anno successivo. L'analisi è stata svolta sulle principali aziende quotate sullo *Standard & Poor's 500* e gli indicatori utilizzati come *proxy* delle *performance* finanziarie sono il ROA, il ROE ed il ROS, ovvero quelle misure utilizzate dalla comunità finanziaria per valutare i risultati finanziari di un'azienda. I risultati emergenti dallo studio implicano una sorta di circolo virtuoso nel quale migliori *performance* finanziarie portano a migliori *CSR performance* e migliori *CSR performance* portano a migliori *performance* finanziarie (Waddock e Graves, 1997). Questo non fa che suggerire, ancora una volta, l'implementazione delle pratiche di Corporate Social Responsibility da parte delle aziende. Questi risultati sono confermati Eccles e colleghi. Nel loro studio mostrano come le aziende "*high sustainability*", ovvero quelle aziende che già prima della diffusione della *CSR* si impegnavano in pratiche di responsabilità sociale, sovraperformano, nel lungo termine, le "*low sustainability*", coloro che invece non adottavano queste pratiche, sia in termini di valore di mercato delle azioni, sia in misure contabili (ROA e ROE) (Eccles et al., 2014). Ad esempio, dallo studio emerge che, investendo 1\$ all'inizio del 1993 in un portafoglio *value-weighted* (*equally-weighted*) di aziende *high sustainability*, alla fine del 2010 sarebbe cresciuto a 22,6\$ (14,3\$). A differenza dell'investimento di 1\$ in un portafoglio *value-weighted* (*equal-weighted*) comprendenti aziende *low sustainability* per il quale la crescita sarebbe arrivata a 15,4\$ (11,7\$) (Eccles et al., 2014, p. 2849). Inoltre, oltre ad essere maggiormente remunerativo, il portafoglio composto da aziende maggiormente *socially friendly*, risulta essere anche meno volatile rispetto al portafoglio di paragone. È stata poi analizzata la relazione tra *performance CSR* e *performance* finanziarie prendendo in considerazione l'effetto moderatore dell'azione competitiva svolta dall'azienda. Con "azione competitiva"

intendiamo diverse attività implementate dall'azienda utili a soddisfare le esigenze emergenti dei propri *stakeholder*, come l'introduzione di nuovi prodotti e le attività di marketing (Kim et al., 2015). Queste attività riflettono una propensione aggressiva dell'azienda all'innovazione e sono un sintomo della volontà aziendale di adempiere alla sua responsabilità economica, utile a creare valore per i suoi clienti attraverso una ricerca continua di nuovi metodi, prodotti e iniziative (Aupperle et al., 1985). Lo studio di Kim e colleghi attesta che l'azione competitiva modera positivamente la relazione tra buone attività di *CSR* e i risultati finanziari (*Tobin's Q*), coerentemente con l'assunto secondo il quale un'organizzazione dovrebbe adempiere contemporaneamente alle sue responsabilità economiche e sociali. Se l'azienda non rispetta la sua responsabilità economica, gli *stakeholder* apprezzeranno di meno i comportamenti atti a soddisfare la responsabilità sociale e per questo motivo saranno meno propensi ad offrire il loro supporto all'azienda (Wang e Qian, 2011). Lo studio, inoltre, dimostra che, qualora le *performance CSR* fossero scarse, l'impatto negativo sulle *performance* finanziarie è ampliato se l'azienda svolge una grande azione competitiva (Kim et al., 2015). Questo probabilmente perché tale attività fa nascere aspettative positive nella mente del pubblico e inoltre accresce la visibilità dell'azienda, la quale porta ad un maggiore scrutinio da parte del pubblico stesso. Qualora le aspettative non fossero soddisfatte, come nel caso in cui l'azienda offra scarse *CSR performance*, ci si può trovare nella situazione in cui venga a crearsi un disappunto da parte degli *stakeholder*, che può portare quest'ultimi a non acquistare più i prodotti/servizi offerti dall'azienda, provocando un danno economico all'azienda stessa (Zeelandberg e Pieters, 2004). Nel corso degli anni la relazione tra le due variabili in questione è stata analizzata insieme a diverse altre variabili che potrebbero moderare la relazione tra le due variabili principali. L'effetto moderatore può essere positivo, come nel caso dell'azione competitiva appena citata, ma anche negativo. Ad esempio, è stato testato che l'eccesso di diritto di controllo da parte degli azionisti riduce l'impatto positivo della *CSR* sulle *performance* finanziarie, a causa dei problemi di agenzia che l'eccessiva concentrazione di potere da parte di una piccola parte di azionisti (di controllo) può portare all'azienda (Ting e Yin, 2018). I due autori infatti, trovano una relazione positiva tra le *performance* sociali (ma non quelle ambientali) e le *performance* finanziarie delle aziende analizzate, ma l'effetto positivo diminuisce quando gli azionisti di controllo hanno un elevato diritto di controllo. Quando l'eccesso di diritto di controllo è elevato, gli azionisti di maggioranza sono più propensi ad implementare attività opportunistiche utili a soddisfare solamente i propri interessi, a

discapito degli azionisti di minoranza. Ad esempio, potrebbero realizzare attività di *CSR* che vanno ad incrementare la loro reputazione personale senza però incrementare le *financial performance*, effettuando così un'attività di *CSR value-destroying* (Ting e Yin, 2018). Un altro studio che testimonia la convenienza finanziaria dell'attività sostenibile è quello svolto da Hussain, Rigoni e Cavezzali. Gli autori testano in primo luogo la relazione tra le diverse dimensioni di *CSR performance* (*E, S, G*) e i risultati finanziari, le cui *proxy* sono il *ROA*, il *ROE* e la *Tobin's Q*. I risultati mostrano una significativa correlazione positiva tra le dimensioni sociali ed ambientali e tutte le variabili contabili e di mercato, mentre la dimensione relativa alla sostenibilità economica risulta non significativa in relazione al *ROA* ed al *ROE* e addirittura correlata negativamente alla variabile di mercato rappresentata dalla *Tobin's Q*. In secondo luogo, gli autori scindono le dimensioni sociali, ambientali ed economiche nelle proprie sottodimensioni, in modo da capire quali aspetti, in particolare, impattino maggiormente sulle *performance* finanziarie. I risultati dimostrano che le *performance* relative ai diritti umani e alla qualità dei prodotti offerti dall'azienda sono quelle che influenzano maggiormente e positivamente le variabili contabili (*ROA* e *ROE*). Per quanto riguarda la dimensione ambientale invece, l'impatto maggiore deriva dalle *performance* relative agli input utilizzati nell'attività aziendale (es. acqua, energia, materiali) e dalla *compliance* ambientale che caratterizza l'azienda (Hussain et al., 2018). In sunto, anche lo studio appena citato suggerisce una relazione positiva tra *CSR performance* e *financial performance*. La sfilza di studi che dimostrano una relazione positiva tra queste due variabili è molto ampia e in questo paragrafo ho voluto citare alcuni esempi significativi. Nonostante questo, in letteratura esistono anche parecchi lavori che suggeriscono l'assenza di correlazione tra l'attività di *CSR* e le *performance* finanziarie (Soana, 2011; Surroca et al., 2010), una relazione negativa tra le due variabili, che dà forza alla visione ostentata dall'*agency theory*, ovvero che la *Corporate Social Responsibility* riduce i risultati finanziari in quanto porta solamente ad uno spreco di risorse e a problemi di agenzia all'interno dell'azienda (Baird et al., 2012; Di Giulia e Kostovetsky, 2014; Lioui e Sharma, 2012; Masulis e Reza, 2015), e anche una relazione inversa *U-shaped*, (Lankoski, 2000, Wagner, 2001), la quale suggerisce che l'attività sostenibile è proficua per l'azienda fino ad un grado limitato. Tuttavia, la relazione che sembra essere condivisa maggiormente in letteratura è quella positiva.

Le conseguenze dell'attività di *CSR* non sono limitate solo all'impatto diretto sulle *performance* finanziarie, misurate prevalentemente, come si è potuto vedere, dal *ROA*, *ROE* e *Tobin's Q*. In letteratura sono presenti tantissimi altri studi che relazionano la *CSR* ad altri benefici, che indirettamente possono poi impattare sulle *performance* finanziarie. Ad esempio, è stato scoperto che le aziende con maggiori debolezze dal punto di vista della responsabilità sociale, pagano interessi maggiori sui debiti bancari rispetto alle aziende più responsabili, nonché hanno maggiore difficoltà ad ottenere prestiti a lungo termine in quanto queste debolezze rappresentano una minaccia per le banche poiché possono mettere a repentaglio la capacità di solvenza delle aziende (Goss e Roberts, 2011).

Poi, in collegamento con le conseguenze della *CSR disclosure*, è stata studiata la relazione tra le *CSR performance* e il costo del capitale aziendale. Anche in questo caso è emerso che l'investimento nell'attività di responsabilità sociale, e in particolare l'implementazione di responsabili relazioni con i dipendenti, di politiche ambientali e di strategie di prodotto, contribuiscono sostanzialmente alla riduzione del costo dell'*equity* delle aziende. (El Ghouli et al., 2011). Inoltre, tale relazione è molto più significativa negli ultimi anni del *sample* preso in considerazione (2000-2007) rispetto agli anni precedenti, in quanto l'attenzione degli investitori riguardo alle attività di responsabilità sociale è cresciuta molto nel corso di quegli anni. Questi risultati, uniti ai risultati sulla *CSR disclosure*, danno forza alla letteratura che afferma che le aziende che si impegnano nelle pratiche di *CSR* hanno una valutazione maggiore ed un minore rischio (El Ghouli et al., 2011).

Un altro studio che merita attenzione è quello realizzato da Cheng, Ioannou e Serafeim. Gli autori dimostrano che le aziende aventi *CSR performance* migliori incontrano minori vincoli di capitale all'interno del mercato finanziario. Con "vincoli di capitale" ci si riferisce agli attriti generati dal mercato che possono impedire alle aziende di finanziare tutti gli investimenti desiderati. Attraverso la realizzazione di *CSR performance* migliori, le aziende si trovano agevolate nella ricezione di finanziamenti all'interno del mercato finanziario, permettendo loro di intraprendere profittevoli investimenti strategici che altrimenti non avrebbero potuto effettuare (Cheng et al., 2014).

In linea con gli studi relativi alla *CSR disclosure*, le *CSR performance* sembrano portare ad una riduzione dell'asimmetria informativa all'interno del mercato finanziario (Cho et al., 2013). Lo

studio appena citato mostra come l'asimmetria informativa presente tra investitori maggiormente informati (es. investitori istituzionali) e investitori meno informati (es. retail), misurata attraverso il *bid-ask spread* sul titolo dell'azienda, è inversamente correlata alle *performance* sociali dell'azienda stessa. Questa relazione vale per le *performance* positive, ma soprattutto per quelle negative, suggerendo che nell'attività di *CSR* sia i punti di forza, sia quelli di debolezza svolgono un ruolo chiave nella riduzione dell'asimmetria informativa all'interno del mercato azionario.

Sempre in relazione al valore delle azioni, risulta che maggiori valori di *performance* sociali portino ad una riduzione dello *stock price crash risk* dell'anno successivo, ovvero del rischio di crollo del prezzo del titolo azionario delle aziende (Kim et al., 2014). In più, collegandosi al tema della *disclosure*, la nozione alla base dello studio appena citato è quella che i *managers* delle aziende meno trasparenti accumulino notizie cattive fino a quando non riescono più a nasconderle agli investitori e a quel punto tutte le notizie accumulate diventano pubbliche in un unico momento, portando al crollo del valore delle azioni. Ci si aspetta che, se le aziende che si impegnano nell'attività di *CSR*, si impegnano anche in una corretta e trasparente redazione dei *report*, evitando l'accumulo di notizie negative, possano godere di un minore rischio di crollo del valore azionario. Se invece l'azienda si impegna nella *CSR* solo per coprire le notizie cattive sul proprio conto e per divergere l'attenzione degli azionisti, l'attività di *CSR* rischia di portare ad un maggior rischio di crollo azionario. Inoltre, Kim scopre che la relazione inversa tra *CSR performance* e rischio di crollo del prezzo delle azioni è significativa solo per quelle aziende in cui la *governance* è meno efficace (es. minori rating di *MSCI ESG*, *CEO duality*, minori diritti degli azionisti) e in quelle aziende la cui presenza all'interno della proprietà da parte di investitori istituzionali nel lungo termine è molto breve. Questi risultati sono coerenti con la nozione che il ruolo della *CSR* nella riduzione del rischio di *crash* azionario è particolarmente importante nelle aziende in cui i meccanismi di governo, come i meccanismi di monitoraggio da parte del Consiglio o degli investitori istituzionali, sono deboli (Kim et al., 2014, p. 25).

In aggiunta, sembra che le aziende maggiormente performanti dal punto di vista della *CSR* ricevano un maggior sostegno da parte dei media. In altre parole, i media tendono a redigere *report* più favorevoli nei confronti di quelle aziende che detengono migliori *CSR performance*.

Inoltre, lo stesso studio, mostra come le *CSR performance* portino ad una riduzione del costo del capitale o ad un incremento del valore aziendale (misurato dalla *Tobin's Q*) solo se tali *performance* sono accompagnate da una più favorevole copertura da parte dei media, ovvero se quest'ultimi inclinano i loro report a favore delle aziende migliori in termini di *CSR*, dando loro l'opportunità di migliorare la propria immagine (Cahan et al., 2015).

Infine, uno studio molto recente ha dimostrato che l'impegno aziendale nell'attività di *CSR* contribuisce a ridurre il rischio di crisi finanziaria, ovvero il rischio che un'azienda non riesca a generare ricavi a causa della sua inabilità di adempiere o pagare i propri obblighi finanziari. In altre parole, le aziende che adottano migliori pratiche di *Corporate Social Responsibility* riescono a ridurre la propria esposizione al rischio, suggerendo che migliori *CSR performance* sono ricompensate con minori *defaults* finanziari. Questo grazie, tra l'altro, ad una riduzione del costo del capitale, ad una riduzione del costo del debito e a minori vincoli finanziari. Inoltre, da questo studio si evince che questi risultati sono principalmente guidati da alcuni attributi di *performance* sociale, in quanto solo le attività di *CSR* nelle aree della comunità, della diversità e delle relazioni con i dipendenti riducono effettivamente il *financial distress risk* (Boubaker et al., 2020).

La sequenza di benefici appena elencati serve a testimoniare la validità dell'attività di *Corporate Social Responsibility* intrapresa dalle aziende. C'è da ricordare che le *CSR performance* e la *CSR disclosure* sono due entità distinte, ma fortemente collegate e l'una potrebbe mitigare l'effetto dell'altra. Infatti, Fatemi e colleghi hanno dimostrato che, per quanto riguarda il campione di imprese oggetto del loro studio, i punti di forza *ESG* (*CSR performance*) aumentano il valore aziendale e i punti di debolezza lo diminuiscono, mentre l'attività di *disclosure* sembra ridurre il valore aziendale. Nonostante questo, considerando congiuntamente *performance* e *disclosure*, sembra che quest'ultima mitighi l'effetto negativo delle debolezze *ESG* sul valore aziendale (Fatemi et al., 2018).

CAPITOLO 2. IL *DECOUPLING* TRA *CSR PERFORMANCE* E *CSR DISCLOSURE*

2.1 Introduzione al *decoupling*

Come si è potuto evincere dal capitolo precedente, nel corso degli anni si sono sviluppate numerosissime ricerche in merito all'impatto che l'attività di *CSR*, nella sua accezione più ampia, sembra avere nei confronti di svariate variabili, tra cui, in particolare, le *performance* finanziarie delle aziende che decidono di implementarla.

Contemporaneamente, un altro filone di ricerca sviluppatosi in materia di responsabilità sociale d'impresa, risulta essere l'analisi del disallineamento tra l'attività di comunicazione relativa alla *CSR* e l'effettiva implementazione delle pratiche socialmente responsabili. È proprio a questo disallineamento che fa riferimento il *CSR gap (decoupling)* oggetto del mio studio. In particolare, l'obiettivo ultimo della mia tesi è analizzare l'impatto che tale *decoupling* può avere nei confronti delle *performance* finanziarie delle aziende che lo realizzano, andando ad arricchire la ricerca relativa alle conseguenze dell'attività di *Corporate Social Responsibility* ed in particolare di questo aspetto emergente che prende il nome di *CSR decoupling*.

Come si è potuto ormai assodare, le aziende intraprendono due tipi diversi di azioni una volta che decidono di impegnarsi nella *Corporate Social Responsibility*. Per le aziende, tali azioni sono necessarie per rispondere alle pressioni istituzionali e della società in generale derivanti dalla necessità di operare in maniera responsabile e trasparente. In letteratura sono state identificate due principali tipologie di azioni: azioni interne e azioni esterne. Le azioni interne sono le pratiche reali sviluppate dall'azienda in termini di *CSR*, dirette a soddisfare le aspettative degli *stakeholder* interni e si riferiscono all'adozione delle politiche di *Corporate Social Responsibility* (Hawn e Ioannou, 2016; García-Sánchez et al., 2020). La variabile "*CSR performance*", ormai più volte analizzata, rispecchia le azioni interne sviluppate dalle aziende all'interno del comparto ambientale, sociale e governativo, e viene definita come la misurazione dell'attività di *CSR* di un'azienda e del suo comportamento socialmente responsabile (Hinze e Sump, 2019). Le azioni esterne, dall'altro lato, solitamente si riferiscono alla comunicazione e alle iniziative visibili che le aziende intraprendono per ottenere l'approvazione e la legittimazione dei propri comportamenti agli occhi del pubblico e di tutti

gli attori esterni all'azienda. Come è già stato riportato, la più importante azione esterna di un'azienda in materia di CSR è la redazione dei *CSR report* (Dhaliwal et al., 2012) e quindi la *CSR disclosure*. La distinzione tra azioni interne ed esterne rimanda ad una classificazione di "stakeholder" emersa in letteratura, ovvero proprio la distinzione tra *stakeholder* interno ed esterno. Gli *stakeholder* interni, come si evince dalla parola, sono coloro che operano all'interno dell'azienda (es. dipendenti) e per i quali l'azienda, ai fini di legittimare la propria attività, è tenuta a compiere azioni sostanziali, come, ad esempio, i programmi di *training* per il personale. Gli *stakeholder* esterni invece, sono quei soggetti che si trovano al di fuori dell'azienda (es. clienti) (Verdeyen et al., 2004), e per cui le attività effettivamente svolte da quest'ultima risultano oscure. Il mezzo di comunicazione che rende più o meno chiare queste attività a questa tipologia di *stakeholder* è proprio la *disclosure*. Un'altra distinzione che viene utilizzata in letteratura per definire le *performance* e la *disclosure* si riferisce alla sostanziosità di tale attività. In tal senso distinguiamo le azioni simboliche da quelle sostanziali. Le azioni simboliche sono quelle azioni che permettono all'azienda di mostrare al pubblico una "conformità cerimoniale" in relazione alla propria attività socialmente responsabile, mentre le azioni sostanziali sono quelle che portano l'azienda ad effettuare veri e propri cambiamenti a livello operativo e implicano generalmente lo sviluppo di attività tangibili e misurabili che richiedono l'utilizzo delle risorse, economiche e non, di un'azienda (Weaver et al., 1999; Zott e Huy, 2007). Le azioni simboliche danno la possibilità di creare un'immagine rosea dell'azienda (Hawn e Ioannou, 2016) e consentono a quest'ultima di dare almeno l'impressione di soddisfare le richieste degli *stakeholder* senza costi elevati e senza la necessità di modificare l'operatività aziendale (Meyer e Rowan, 1977; DiMaggio e Powell, 1983). La *disclosure* permette agli *stakeholder* di valutare l'impegno aziendale relativo alla *Corporate Social Responsibility* e di premiare l'attività svolta in maniera positiva o applicare pressioni affinché l'attività negativa venga mitigata e corretta (Tashman et al., 2019) D'altro canto, le azioni sostanziali, riflettono l'impegno pratico nell'attività di CSR intrapreso da un'azienda e comportano maggiori costi di implementazione. È chiaro quindi che, quando si parla di azione simbolica ci si riferisce alla *CSR disclosure*, mentre quando si parla di azione sostanziale ci si riferisce alla *CSR performance*. Le due azioni sono interconnesse tra loro. Come dichiarato dalla Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo, i mercati funzionano meglio se i partecipanti dispongono di una sufficiente informazione necessaria a valutare correttamente la *governance* delle organizzazioni facenti parte i mercati. Una buona

informazione consente ai mercati di determinare con che grado le imprese rispondono alle esigenze degli azionisti e di tutte le altre categorie di portatori di interessi, svela i rischi che gravano sulle aziende e la qualità dei loro flussi finanziari futuri (The United Nations Conference on Trade and Development, 2010).

Tuttavia, l'allineamento tra ciò che viene comunicato e ciò che viene realmente realizzato non è sempre così scontato. Negli ultimi anni, a causa dell'incremento dell'attenzione degli investitori ai profitti sostenibili, oltre a quelli puramente economici, le aziende si trovano a dover affrontare la contraddittoria richiesta di essere redditizie nel lungo termine e sostenibili nel breve (Cho et al., 2015). Oltre a questo, l'annuncio da parte delle aziende del loro crescente impegno nella responsabilità sociale d'impresa, innalza le aspettative del pubblico, causando a sua volta un aumento della pressione ad essere responsabili in tutte le pratiche aziendali. (Christensen et al., 2013). Tutto questo porta inevitabilmente ad una crescente supervisione da parte delle istituzioni, dei governi, degli investitori e dei gruppi attivisti, per citarne solo alcuni, sulle politiche e sulle pratiche adottate dalle aziende (García-Sánchez et al., 2020). Questa situazione può portare i dirigenti delle aziende a nascondere i comportamenti poco etici realizzati da quest'ultima, qualora ci fossero, o a rendere visibili tramite la *disclosure* solo la parte positiva dell'attività aziendale, rendendo i report fuorvianti e contribuendo a sviluppare un certo livello di asimmetria informativa tra aziende e mercati. (Lyon e Maxwell, 2011). Una comunicazione selettiva, parziale o incompleta come quella in oggetto è possibile anche a causa della natura volontaria che contraddistingue la *CSR disclosure* in molti paesi, come gli Stati Uniti e l'Australia. Questi elementi portano alla realizzazione di un disaccoppiamento tra le azioni interne (*performance*) e le azioni esterne (*disclosure*). Tale divario è quello che viene indicato come *decoupling* ed è l'oggetto dei restanti capitoli di questa tesi.

Il termine *decoupling* all'interno del mondo aziendale è stato coniato da Weick nel 1976. Con questo termine l'autore voleva indicare la perdita di accoppiamento tra politiche e azioni realizzate dalle organizzazioni, il quale mette in discussione l'approccio tradizionale basato sulla stretta integrazione di queste due variabili (Weick, 1976). Le motivazioni che portano le aziende ad incappare in questo disaccoppiamento possono essere molteplici, spaziando dalle caratteristiche *firm-specific*, passando per quelle *industry-specific* fino ad arrivare a quelle

country-specific. Le conseguenze del *decoupling* sono anch'esse oggetto di esame ma sembra che vi sia un sentimento comune, salvo qualche eccezione (Christensen et al., 2013), che la realizzazione di tale *gap* porti una serie di problemi economici e reputazionali alle organizzazioni che lo implementano, suggerendo a quest'ultime che la migliore strategia, se così si può definire, sia quella del “*walk the talk*”, ovvero allineare al massimo le parole (*disclosure*) ai fatti (*performance*) (Schons e Steinmeier, 2016).

Il *decoupling* consente alle organizzazioni di mantenere strutture formali standardizzate e legittime, mentre le loro attività variano in risposta a considerazioni pratiche. Le aziende appartenenti alla stessa industria tendono ad essere simili nella struttura formale, rispecchiando le loro comuni origini istituzionali, ma possono mostrare molta diversità nella pratica reale (Meyer e Rowan, 1977, p. 357). I due autori suggeriscono un disallineamento tra politiche e pratiche dovuto dalle divergenti pressioni istituzionali. Tuttavia, le risposte aziendali alle pressioni dei vari *stakeholder* non sono sempre le stesse in termini di *Corporate Social Responsibility*. Affinché questo *gap* non si venga a creare, le aziende dovrebbero quindi allineare le proprie attività interne ed esterne e non dare priorità all'una o all'altra attività.

2.2 Le sfaccettature del *CSR decoupling*

Il concetto di *CSR decoupling*, tuttavia, è molto ampio e ricco di significati sottostanti che in parte divergono tra loro. La discriminante tra questi significati rimane l'incongruenza tra ciò che è scritto sui report aziendali e ciò che l'azienda realizza effettivamente, indipendentemente dal fatto che questo *gap* sia creato in mala fede, con finalità elusive, o a causa di motivazioni strutturali. Uno dei più citati disaccoppiamenti tra parole e fatti, oggetto di molte ricerche e critiche, è il *Greenwashing*. Il *Greenwashing* è l'atto che inganna i consumatori sulle pratiche ambientali di un'azienda (*firm-level Greenwashing*) o sui benefici ambientali derivanti dalla realizzazione di un prodotto o servizio (*product-level*) (Delmas e Burbano, 2011, p. 66). La campagna “Ecomagination” lanciata dalla General Electric nel 2005 è un classico esempio di *firm-level Greenwashing*. Attraverso questa campagna la multinazionale statunitense pubblicizzava il lavoro dell'azienda in campo ambientale ma contemporaneamente opponeva pressioni per combattere l'introduzione dei nuovi requisiti EPA (*Environmental Protection Agency*) per l'aria pulita. Un esempio di *product-level Greenwashing* invece, è quello realizzato nel 2010 dalla LG Electronics a causa dei suoi

frigoriferi erroneamente certificati “*Energy Star*”. *Energy Star* è un marchio di qualità ecologica certificato da terze parti che indica che un prodotto rispetta una serie di linee guida per l’efficienza energetica. Molti dei frigoriferi realizzati da LG Electronics sono stati certificati con questo marchio ma, tuttavia, è stato scoperto che dieci dei modelli di frigoriferi LG certificati avevano elencato erronee misure di consumo energetico sulle loro etichette e non rispettavano effettivamente gli standard di efficienza richiesti per ottenere la certificazione (Delmas e Burbano, 2011). Un’azienda incappa nel *Greenwashing* qualora adotti simultaneamente due comportamenti: scarse *performance* ambientali ed una comunicazione positiva relativa a queste *performance* ambientali. Walker e Wan lo definiscono come l’emanazione dall’interno dell’organizzazione di informazioni simboliche senza la realizzazione di azioni sostanziali o, in altre parole, la discrepanza tra *green talk* e *green walk* (Walker e Wan, 2012, p. 231). Questo comportamento influenza negativamente la fiducia di investitori e clienti. Ampliando il ragionamento, in letteratura sono state identificate come “*brown firms*” quelle aziende le cui *performance* ambientali risultano essere scarse, e come “*green firms*” quelle aziende le cui *performance* sono invece positive. Ancora, siccome sarebbe controproducente per un’azienda comunicare attivamente le proprie scarse *performance* ambientali, si ipotizza che le aziende “*brown*” utilizzeranno due possibili strategie: rimarranno in silenzio in merito alle loro *performance*, evitando divulgazioni di qualsiasi genere, o cercheranno di spacciarle come buone, attraverso una comunicazione attiva. Le opzioni sono quindi due. O non si comunica, o si sovrastimano le scarse prestazioni attraverso la *disclosure*. Le aziende che divulgano informazioni positive in merito alla propria attività ambientale sono definite aziende “vocali” (*vocal*), mentre quelle che decidono di astenersi dal divulgare tali informazioni sono definite aziende “silenziose” (*silent*). Quindi, le aziende con buone *performance* ambientali che decidono di comunicare questi risultati all’esterno, vengono identificate come “*vocal green firms*”, mentre quelle che non effettuano alcun tipo di comunicazione, o sottostimano le proprie attività nella *disclosure*, nonostante la bontà delle proprie *performance*, sono identificate come “*silent green firms*”, anche se alcuni articoli le identificano come “*brownwashing firm*” (Testa et al., 2018). Tra le aziende con scarsi risultati ambientali invece, identifichiamo le “*silent brown firms*”, ovvero coloro che decidono di non divulgare informazioni relative alle scarse *performance*, e le “*greenwash firms*”, ovvero proprio quelle aziende colpevoli di comunicare positivamente in merito alle scarse *performance* ambientali e quindi incappando in questo tipo di *decoupling* che è il

Greenwashing. Vi sono quindi due possibilità per cui un'azienda non colpevole di *Greenwashing* lo diventi. Innanzitutto, qualora un'azienda definita come "*vocal green firms*" alteri i propri risultati ambientali al ribasso. In secondo luogo, nel momento in cui un'azienda "*silent brown firm*" decida di iniziare a comunicare in maniera elusiva le proprie *performance* ambientali. Viene considerato il carattere elusivo dell'azione di comunicazione poiché ci si aspetta che un'azienda non comunichi apertamente la scarsità delle proprie attività (Hackston e Milne, 1996; Holder-Webb et al., 2009; Scalet e Kelly, 2010), nonostante alcuni studi ne abbiano dimostrato una certa valenza. In particolare, è stato dimostrato che le aziende dovrebbero cercare di bilanciare la comunicazione di informazioni positive e negative, come previsto tra l'altro dal *Balance principle* del *GRI* (GRI, 2016), in modo da fornire un'immagine non distorta delle *performance* aziendali. Precisamente, le aziende dovrebbero trovare un *threshold* per la divulgazione di informazioni negative, affinché l'effetto positivo derivante da un aumento della credibilità aziendale e dell'attendibilità delle informazioni, non venga sovrastato dall'effetto negativo derivante dalla mancanza di plausibilità di tali informazioni (la divulgazione di informazioni prettamente negative è vista come implausibile agli occhi del pubblico) e possa portare ad un rafforzamento delle relazioni con gli *stakeholder*, che in secondo luogo ha la possibilità di portare successi finanziari all'azienda (Jahn e Brühl, 2019; García-Castro et al., 2011; Schnackenberg e Tomilnson, 2016). È importante sottolineare che quando si parla di *Greenwashing* ci si riferisce solamente alla dimensione ambientale, si considera solo le attività finalizzate a ridurre le negatività provocate dall'operatività aziendale sull'ambiente e la divulgazione all'esterno di quest'ultime. Non vengono prese in considerazione la sfera sociale e governativa e le relative *performance/disclosure* che rientrano nel grande insieme della *Corporate Social Responsibility*. Infine, per una più ampia analisi del fenomeno del *Greenwashing*, nel paragrafo successivo verranno trattate le motivazioni che portano l'impresa ad incappare in questo comportamento, nonché le conseguenze a livello aziendale.

Una classificazione alternativa relativa al tema del *decoupling* deriva dal lavoro di Winn ed Angell (2000). Per capire al meglio la distinzione con il *Greenwashing* è necessario introdurre alcuni concetti derivanti da questo lavoro. I due autori hanno identificato quattro approcci di implementazione dell'attività ambientale da parte delle aziende. Il primo approccio è definito "*deliberate reactive greening*". Questo approccio prevede che l'azienda non prenda in

considerazione la salvaguardia dell'ambiente all'interno delle decisioni e dei processi aziendali a causa della riluttanza dei *top manager* all'agenda ambientale. All'interno di queste organizzazioni, l'ambiente non è visto come una responsabilità gravante sull'azienda. Quest'ultima quindi, manifesta un approccio reattivo alla tematica ambientale, impegnandosi in attività *environmentally-sensitive* solo se forzate dalle autorità di regolamentazione o da pressioni esterne, attuando ogni tipo di attività con riluttanza e senza attuare azioni di pianificazione o monitoraggio al fine di prevenire sorprese derivanti da nuove regolamentazioni o problemi ambientali emergenti. Un secondo approccio è quello definito "*deliberate proactive greening*". In questo caso l'approccio alla tematica ambientale è di tipo proattivo. Le aziende di questo tipo mostrano una grande sensibilità nei confronti dell'ambiente, inserendo questa dimensione all'interno di tutte le decisioni e processi aziendali. I dirigenti di queste aziende e l'azienda nel suo complesso hanno un profondo senso di responsabilità nei confronti dell'ambiente in cui operano e cercano di favorire uno sviluppo sostenibile attraverso un alto livello di implementazione delle attività *eco-friendly*. Le attività di pianificazione e monitoraggio in merito alle questioni ambientali emergenti, nonché l'attività di innovazione ambientale è all'ordine del giorno. All'interno di tali organizzazioni le intenzioni professate relative all'attività ambientale e le decisioni prese ad ogni livello aziendale e tra le diverse funzioni, sono allineate e non portano alla creazione di nessun tipo di *decoupling*. Il terzo approccio è quello che viene definito come "*unrealized greening*". Le *unrealized greening firms* sono quelle aziende in cui l'ambiente sembra essere preso in considerazione in ogni decisione aziendale e in cui i dirigenti mostrano un grande sforzo per le questioni ambientali ma, contemporaneamente, le azioni interne, come l'attività di ricerca e sviluppo, peccano di un approccio sostanziale e sono sotto implementate. Vi è un'incongruenza tra l'importanza ambientale professata dai manager e la priorità che questa tematica detiene nella lista degli obiettivi aziendali (Winn ed Angell, 2000). Tra tutti, questo tipo di approccio è quello più elusivo ed è quello che più si avvicina alla pratica del *Greenwashing*. Il quarto e ultimo approccio viene identificato come "*emergent active greening*". Le aziende che rispecchiano questo approccio sono quelle per cui le attività interne sovrastano quelle esterne. Gli autori si riferiscono alle *emergent green firms* quando parlano di quelle aziende che utilizzano un approccio proattivo all'attuazione dei sistemi ambientali in assenza di un impegno dei dirigenti a favore delle politiche ambientali. Secondo loro, tali imprese adottano un approccio dal basso verso l'alto di fronte ad aspettative esterne

contrastanti e, pertanto, i dirigenti di livello medio si assumono la responsabilità dell'ambiente in tutti i loro processi, generano innovazioni ambientali e controllano regolarmente le loro *performance* ambientali senza richiedere un impegno politico formale da parte del *top management* (Winn ed Angell, 2000). Le *emergent green firms* e le *silent green firms* di cui sopra hanno un elemento in comune che è la tendenza a sottostimare la propria attività di CSR all'interno della loro reportistica (García-Sánchez et al., 2020). Il *decoupling* realizzato da queste aziende non ha quindi scopi elusivi come il *Greenwashing*. Tuttavia, nonostante il fatto che la sottovalutazione delle proprie attività possa essere intesa come un gesto umile da parte delle aziende, risulta essere un atto pericoloso tanto quanto quello della sopravvalutazione. Infatti, Triple Pundit, una rivista online dedicata alle tematiche di responsabilità sociale, in uno dei suoi articoli ha inserito in cima alla lista degli errori peggiori in cui un'azienda può incappare quando si affaccia al mondo della CSR proprio quello di sottostimare la propria attività all'interno della *disclosure* (Triple Pundit, 2012). Quando un'azienda realizza dei cambi strutturali all'interno delle decisioni e dei processi aziendali per integrare l'attività di CSR ma non comunica adeguatamente questa evoluzione, rischia di perdere credibilità e trasparenza agli occhi dei vari *stakeholder*, correndo il rischio di non beneficiare a pieno delle proprie attività (García-Sánchez et al., 2020).

È stato detto che il *Greenwashing* si riferisce solo alla dimensione ambientale dell'attività di CSR. Qualora vengano considerati tutti gli aspetti della responsabilità sociale, invece, la letteratura ha identificato il termine "*CSR faking*" (García-Sánchez et al., 2020) per indicare il disaccoppiamento tra *walk* e *talk* relativo anche alle dimensioni sociali e governative. Ma alla fine dei conti, il nome che si attribuisce a queste attività risulta essere solamente un'etichetta. La cosa importante è capire cosa c'è dietro a queste etichette. Sia che si stia parlando di *Greenwashing*, sia che si stia parlando di *CSR faking*, ci si sta riferendo ad un disallineamento tra i valori della *performance* e quelli della disclosure dovuti ad una sopravvalutazione dei valori della *performance* all'interno della *disclosure* redatta dall'azienda. In entrambi i casi quindi, la strategia svolta dall'azienda ha la finalità elusiva di nascondere le scarse *performance* CSR attraverso la redazione di report ottimistici con la finalità di ricevere il consenso da parte degli *stakeholder*, nonostante l'attività svolta realmente dall'azienda, qualora investigata, rischierebbe di compromettere i rapporti con quest'ultimi.

La CSR viene intesa come “cerimonial” o “window dressing” se l’azienda disallinea le politiche dall’effettiva implementazione e/o dagli impatti che le attività definite dalle politiche dovrebbero avere. La *Institutional theory* definisce che il principale motivo per cui le aziende disaccoppiano le proprie attività è la tensione che si viene a creare all’interno di un’azienda che deve acquisire legittimità sociale dai suoi *stakeholder*, aventi spesso esigenze contrastanti, mentre subisce anche la pressione di mantenere una certa efficienza interna (Meyer e Rowan, 1977). Questa osservazione permette di introdurre altre due tipologie di *decoupling* che non tengono solamente conto del divario tra comunicazione e *performance*. Bromley e Powell all’interno della loro ricerca, distinguono due tipologie di *decoupling*. La prima si riferisce al collegamento tra le politiche espresse dall’azienda e l’implementazione di tali politiche (Bromley e Powell, 2012). Quindi, in questo caso, con la parola “politiche” intendiamo le attività prospettive che l’azienda si prefissa di realizzare e che decide di comunicare all’esterno. Non ci si riferisce quindi ad una *disclosure* finalizzata a mostrare quello che si è fatto, o si spaccia per tale. Nonostante le aziende possano fingere di fare del bene comunicando le proprie politiche, credendo di acquisire legittimità, tali politiche potrebbero non portare effettivamente all’implementazione delle attività di CSR. Se le politiche non vengono implementate utilizzando programmi e sistemi di gestione, l’efficacia della *Corporate Social Responsibility* potrebbe essere messa a repentaglio (Graafland e Smid, 2019). La seconda tipologia di *decoupling* si riferisce alla relazione tra l’implementazione dei programmi e i risultati concreti a cui questi programmi portano, ovvero gli effetti che hanno sull’ambiente, nel caso di attività ambientali, o sulla società nel caso di attività sociali. Quando i programmi non sono adeguatamente implementati, gli impatti possono essere carenti. È molto importante considerare questa seconda tipologia di *gap* in quanto se la responsabilità sociale d’impresa fallisce nell’intento di fornire un impatto sociale ed ambientale sulla società che sia vantaggioso, allora l’intero concetto di CSR perde di valore (Graafland e Smid, 2019). Prima di analizzare le relazioni tra politiche, implementazioni ed impatti e mostrare quando questi elementi possono portare ad un *decoupling*, è necessario definire cosa rappresentano queste variabili. Come già introdotto, le politiche in ambito di CSR si riferiscono alle intenzioni sociali ed ambientali di un’azienda dichiarate all’interno e all’esterno dell’azienda stessa, attraverso, ad esempio, dichiarazioni e slogan riguardanti la gestione ambientale o sociale (Rhee e Lee, 2003). Attraverso la dichiarazione delle proprie politiche, le organizzazioni prendono coscienza della responsabilità che hanno nei confronti di determinate tematiche e definiscono

le attività che ritengono utili per rispettare tali responsabilità. Quindi possiamo dire che la dichiarazione delle politiche rappresenti il primo vero passo da parte delle imprese nei confronti della responsabilità sociale. Una volta decisa una politica da adottare, il secondo passo richiede alle aziende di implementare i programmi necessari per integrare la CSR all'interno dell'operatività quotidiana e questo è ciò che si riferisce all'implementazione. L'implementazione può essere considerata come l'elemento mediatore tra politiche ed impatti. Maggiore è l'integrazione delle politiche all'interno delle procedure aziendali grazie all'utilizzo di programmi d'azione di qualità, maggiore è la probabilità di successo in termini di impatti e di sostenibilità nel lungo termine (Hess e Warren, 2008). Infine, gli impatti dell'attività di CSR si riferiscono al raggiungimento degli obiettivi sociali ed ambientali a livello aziendale come, ad esempio, la salute dei dipendenti o la riduzione delle emissioni di Co2 (Graafland e Smid, 2019). L'impatto è ciò che più si avvicina al concetto di *CSR performance*.

La prima tipologia di *gap*, quella tra le politiche e l'implementazione, viene definita "*policy-practice gap*", mentre la seconda, quella riguardante il nesso tra implementazione ed impatto, si definisce come "*means-ends gap*". Un esempio della prima tipologia è il caso della British Petroleum, una società operante nel settore dell'energia, che nel 2000 spese sette milioni di dollari per ricercare il nuovo brand "*Beyond Petroleum*" e venticinque milioni di dollari per supportare il cambiamento di brand attraverso una campagna promozionale. Successivamente, l'ONG Greenpeace definì questa attività come un trionfo di stile al di sopra della sostanza, accusando la British Petroleum di aver investito maggiori risorse nel logo e nell'apparenza durante l'anno della campagna, piuttosto che nella produzione di energia rinnovabile nell'anno precedente (Hawn e Ioannou, 2015). In questo modo è venuto alla luce che la società avesse realizzato maggiori sforzi nel mostrare le proprie intenzioni al pubblico piuttosto che sostenere il costo maggiore relativo all'implementazione delle attività all'interno dei processi aziendali. Un esempio del secondo del tipo di *decoupling* invece, è stato realizzato negli anni da molte aziende parafarmaceutiche. Quest'ultime hanno implementato numerose iniziative sociali che prevedevano la donazione di farmaci ai Paesi in via di sviluppo. Tuttavia, è stato scoperto che molti dei farmaci donati erano scaduti. Perciò, nonostante le aziende abbiano potuto beneficiare in termini di legittimità dall'esecuzione di queste presunte azioni filantropiche, seguendo la logica del *walk the talk*, gli impatti derivanti dalla donazione dei farmaci si sono rivelati insignificanti se non negativi. In questa seconda tipologia di

disaccoppiamento, quindi, i programmi previsti dalle *policy* vengono implementati ma ciò che crea il *gap* è l'incertezza degli impatti di tali implementazioni (Graafland e Smid, 2019). Gli esempi di *decoupling* appena spiegati si rifanno a comportamenti ingannevoli, associabili a bassi standard morali condivisi all'interno dell'organizzazione. Tuttavia, è giusto sottolineare che non sempre il *decoupling* è frutto di comportamenti immorali. Infatti, questo può derivare da alcuni problemi di natura operativa, strutturale, in quanto gli impatti dell'attività aziendale non dipendono sempre univocamente dall'attività svolta dalla singola impresa ma anche dalla collaborazione con altri partner. Ad esempio, le aziende hanno un potere limitato nel garantire il rispetto degli standard ambientali e sociali definiti nelle loro *policy* all'interno della *supply chain*. Le aziende possono intraprendere molte azioni per ridurre il rischio di realizzare scarse *performance*, come la scelta dei partner corretti e il controllo delle condizioni di lavoro in cui essi operano, ma non possono avere il totale controllo della situazione e tantomeno non possono costringere i partner della *supply chain* ad intraprendere azioni specifiche finalizzate a mantenere gli standard promossi dalle loro politiche (Graafland e Smid, 2019).

Sono state indicate le principali sfaccettature di *decoupling* emerse dai più importanti contributi presenti in letteratura. Ricordiamo, in particolare, che con il termine *decoupling/gap* solitamente si intende la combinazione di politiche promettenti accompagnate da scarse implementazioni o impatti (Graafland e Smid, 2019), includendo quelle attività definite "*emergent*" o "*silent*" che sono frutto di aspettative inconsistenti degli *stakeholder* (García-Sánchez et al., 2020). Con il termine *Greenwashing* invece, ci si riferisce all'incrocio tra l'ottenimento di scarsi risultati ambientali, ma possiamo ampliare il concetto anche a quelli sociali, e la comunicazione sotto una luce positiva di tali risultati. Possiamo dire che il *Greenwashing* è un elemento dell'insieme più ampio rappresentato dal *decoupling*. È importante considerare sia la sopravvalutazione, sia la sottovalutazione delle pratiche socio-ambientali all'interno della *disclosure* in quanto l'analisi empirica che svilupperò nel terzo capitolo terrà conto di entrambe le tipologie di *decoupling*. In tabella 2 sono riportati a scopo di sintesi e di migliore comprensione i principali concetti e termini utilizzati nella letteratura relativa al *decoupling*.

Tabella 2. Terminologia e definizioni in materia di *decoupling*.

Concepts/terminologies	Definitions
CSR decoupling (o CSR gap)	CSR decoupling is the “degree of misalignment between a firm’s CSR reporting and CSR performance” (Tashman et al., 2019, p. 158). It is “the gap between how firms communicate about CSR and what firms do in terms of CSR” (Sauerwald & Su, 2019). Complete decoupling is “a condition of full divergence” that reflects a “purely ceremonial CSR” (Graafland & Smid, 2019, p. 231).
Greenwashing	“Symbolic information emanating from within an organization without substantive actions. Or, in other words, discrepancy between the green talk and green walk.” (Walker & Wan, 2012, p. 231). It is “the intersection of two firm behaviors: poor environmental performance and positive communication about environmental performance” and negatively affects investor and consumer confidence (Delmas & Burbano, 2011).
CSR faking	While the greenwashing literature focuses only on environmental dimension of CSR, CSR faking includes all aspects of social responsibility. In our study and in line with other researchers, CSR faking is reflected by a firm’s overstatement of CSR performance in its disclosure (Hawn & Ioannou, 2016; Tashman et al., 2019). It is an intentional firm’s response in the presence of information asymmetry (Crilly et al., 2012). However, it also resembles Unrealized Greening (Winn & Angell, 2000) and Greenwashing (Delmas & Burbano, 2011)
Silent Green	Silent green firms are firms with good environmental performance that do not communicate about their environmental performance (Delmas & Burbano, 2011). A negative gap exists when firms unknowingly create a gap between current external actions (for instance, issuance of CSR reports) and prior internal actions (for instance, CSR performance) (Hawn & Ioannou, 2016). In corporate greening literature, this resembles Emergent Active Greening (Winn & Angell, 2000) and Silent Green Firms.
Organizational hypocrisy	“A response to a world in which values, ideas, or people are in conflict—a way in which individuals and organizations handle such [conflicting demands of stakeholders]” (Brunsson, 2007, p. 113). It is a “way of handling conflicts by reflecting them in inconsistencies among talk, decisions, and actions” (Brunsson, 2007, p. 115).
Organizational facade	“A symbolic front erected by organizational participants designed to reassure their organizational stakeholders of the legitimacy of the organization and its management” (Abrahamson & Baumard, 2008). Talk, decision, and actions are counter-coupled (Lipson, 2007).

Fonte: García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S.-A., Martínez-Ferrero, J., (2020). Do markets punish or reward Corporate Social Responsibility decoupling? *Bus. Soc.*

2.3 I *drivers* del *decoupling*

Le motivazioni che inducono le organizzazioni a realizzare il *decoupling*, di qualsiasi tipologia, possono essere diverse e difficile da determinare. Quando parliamo di *decoupling* siamo in presenza, anche in questo caso, di un argomento ampio e che trova anche qualche contraddizione di significato e misurazione. Per questo motivo, anche quando parliamo delle determinanti del *decoupling*, non siamo di fronte a delle certezze valide per tutte le aziende, bensì siamo davanti a delle indicazioni emerse in letteratura che, sulla base delle varie teorie economiche, sociologiche e anche psicologiche, sembrano potersi adattare bene alla spiegazione di questo fenomeno. I *drivers* del *decoupling* quindi, nonché il grado di implementazione di quest'ultimo, possono variare da azienda ad azienda. In questo paragrafo cercherò di mostrare quelli che sono i principali motivi e le principali variabili che possono portare le aziende ad adottare alcune strategie di disaccoppiamento, considerando gli aspetti meramente teorici e quelli derivanti da analisi empiriche.

Innanzitutto, partiamo da quelli che sono stati riconosciuti come i principali *drivers* del *Greenwashing*. In particolare, ci focalizziamo sul caso in cui una *brown firm* decide di comunicare positivamente in merito alle sue *performance* ambientali. Sono state identificate quattro tipologie di *drivers* classificate in base al fatto che l'input che rischia di portare al *Greenwashing* derivi dal mercato esterno all'azienda, dal contesto normativo e di monitoraggio, da fattori *firm-specific* e da caratteristiche psicologiche (Delams e Burbano, 2011). Le prime determinanti fanno parte di una categoria che viene definita come "*Non-Market External Drivers*". A questa categoria appartengono il contesto normativo e le pressioni dei gruppi attivisti, dei media e delle ONG. Uno dei principali *driver* del *Greenwashing* risulta essere la mancanza di una stringente regolamentazione che possa punire tali pratiche. Vi è una forte incertezza in merito alla presenza e alla natura delle sanzioni in cui le imprese potrebbero incappare nel momento in cui venissero accusate di *Greenwashing*. Riportando un esempio, negli Stati Uniti l'agenzia governativa *Federal Trade Commission (FTC)* attraverso la sezione 5 dell'*FTC act* dovrebbe punire le aziende che svolgono pratiche aziendali ingiuste o ingannevoli. Tuttavia, la storia mostra che queste sanzioni sono state sempre molto limitate nel corso degli anni. Inoltre, da parte delle aziende c'è incertezza in merito al fatto che le loro attività possano essere oggetto di denuncia perché non sempre le varie commissioni nazionali riescono a provare la mala fede delle aziende. A causa delle limitate denunce portate avanti

dalla *FTC*, a titolo esemplificativo, le aziende percepiscono il rischio di essere punite per avere effettuato *Greenwashing* con bassa probabilità e per questo una regolamentazione molle non permette di combattere a pieno questa forma di *decoupling*. Un altro problema, come già citato, deriva dalla natura volontaria della pubblicazione della *disclosure* ambientale in molti Paesi. L'obbligatorietà della *disclosure* e l'attività di *audit* di terze parti su quest'ultima renderebbero molto più difficile la realizzazione del *Greenwashing* da parte delle aziende *brown*, poiché, anche se il *Greenwashing* in sé non è regolamentato, i consumatori, le ONG e gli investitori sarebbero maggiormente in grado di comparare le informazioni divulgate delle aziende con informazioni affidabili sulle pratiche ambientali adottate dalle aziende stesse. Quindi, anche la volontarietà della *disclosure* ambientale non permette di combattere a pieno il fardello del *Greenwashing*. Oltre al contesto normativo, interviene anche quello relativo alla pressione da parte dei media, degli attivisti e delle ONG. Questi soggetti possono limitare le pratiche ingannevoli del *Greenwashing* messe in atto dalle aziende, pubblicando attraverso diversi mezzi, informazioni relative a tali pratiche in modo tale che la vastità del pubblico venga a conoscenza di quest'ultime. Ad esempio, con lo sviluppo di vari social network come twitter, facebook e youtube, questi soggetti hanno la capacità di boicottare l'attività ingannevole delle *Greenwashing firms* attraverso la pubblicazione di articoli, video e altri contenuti, in maniera rapida e senza grossi costi e soprattutto con la consapevolezza che tali strumenti sono diventati di dominio pubblico e hanno maggiore efficacia nel mobilitare l'opinione pubblica. Nonostante questo, però, sempre a causa della limitata regolamentazione relativa al *Greenwashing*, attivisti, media e ONG possono solo portare ad un danno reputazionale nei confronti di queste aziende, senza avere la certezza che queste subiscano vere e proprie sanzioni pecuniarie o di altro genere. L'incertezza della pena è un driver del *greenwashing* (Delmas e Burbano, 2011).

La seconda categoria di determinanti prende il nome di "*Market External Drivers*" ed è popolata dalle pressioni derivanti dai consumatori, dagli investitori e dai *competitor* aziendali. Le aziende con scarse *performance* ambientali incontrano pressioni sia dagli investitori, sia dai consumatori affinché appaiano rispettose dell'ambiente e quindi sono incentivate a comunicare in modo positivo i loro risultati col fine smorzare queste pressioni. Innanzitutto, a parità di altre condizioni, maggiore è la pressione percepita dall'azienda da parte dei consumatori e investitori in merito all'agenda ambientale, maggiore sarà la probabilità che

una *brown firm* effettui il *Greenwashing*. Poi, l'ambiente competitivo risulta essere un altro importante *driver*. Le aziende tendono ad omogenizzarsi ai loro *competitor*, come suggerito dall'*institutional theory*, in particolare a coloro la cui attività è ritenuta maggiormente di successo e legittima. Alcune ricerche hanno dimostrato che questo aspetto possa favorire in qualche modo l'adozione di pratiche ambientali da parte delle aziende (Delmas e Toffel, 2008). Questo suggerisce che alcune aziende possano comunicare ipotetiche pratiche *green*, che in realtà non mettono in atto, solamente per evitare di perdere il vantaggio competitivo con i loro *competitors*, incappando però nel *Greenwashing*. Ancora una volta però, il problema rimane la mancanza di una stringente regolamentazione su questa tipologia di *gap*, la quale può portare i consumatori "*green*" a diventare sempre più cinici in merito alle richieste ambientali, erodendo il mercato da prodotti e servizi *environmentally-friendly*.

Ancora, la terza categoria di *drivers* è rappresentata dagli "*Organizational-Level Drivers*", ovvero quelle determinanti *firm specific*. Tra queste troviamo le caratteristiche aziendali come la grandezza, il settore di appartenenza, la redditività, le capacità economiche e le competenze. Tra i benefici perseguibili dalle *brown firm* nel comunicare in merito alle *performance* ambientali vi è l'accesso ad investitori e consumatori *green* e questi benefici variano in base al tipo di azienda. Le aziende *consumer products* hanno maggiori pressioni da parte dei consumatori rispetto a quelle operanti nel settore dei servizi nell'apparire/essere *green*. In più, le aziende più grandi e quotate in Borsa sono analisi della *SRI (social responsible investment) community* e quindi subiscono maggiori pressioni rispetto alle aziende più piccole e non listate all'interno dei mercati finanziari. Le aziende più grandi, con brand famosi, sono maggiormente soggette ad essere scrutinate da attivisti, media e ONG perché hanno inevitabilmente maggiore capacità di attirare l'attenzione del pubblico. Allo stesso tempo, anche le aziende appartenenti ad industrie poco *environmentally-friendly* (es. *oil* e *utilities*) sono quelle maggiormente osservate da media ed attivisti trovandosi spesso nella *top list* delle *Greenwashing firm* (es. *Greenpeace list*). Ancora, aziende più propense al *Greenwashing* sembrano essere quelle più redditizie in quanto sono maggiormente in grado di far fronte a shock derivanti da danni reputazionali a seguito dell'etichetta di "*greenwasher*". Inoltre, tali aziende possono sostenere più facilmente le eventuali multe e le spese legali derivanti, solo a titolo esemplificativo, dall'applicazione della sezione 5 del *FTC act*, rispetto alle aziende meno redditizie. Altri *drivers* insiti all'interno dell'azienda possono essere gli incentivi che

ricompensano i manager per il raggiungimento di obiettivi finanziari arbitrari, che per essere raggiunti rischiano di portare tali soggetti ad adottare comportamenti poco etici. Poi, un'altra variabile che entra in gioco è il cosiddetto "*ethical climate*" aziendale. Esistono tre tipi di *climate*: *egoistic climate*, *benevolent climate* e *principled climate*. In particolare, va considerato l'*egoistic climate*. Quest'ultimo prevede l'applicazione di norme interne all'azienda utili al soddisfacimento dei propri interessi, senza considerare più di tanto la massimizzazione del benessere generale, come avviene invece nelle aziende caratterizzate da un *benevolent climate*. Si è dimostrato che i comportamenti non etici avvengono maggiormente all'interno di aziende che hanno questo *climate* (Martin e Cullen, 2006) a causa della loro predisposizione ad avere comportamenti opportunistici e non etici come quello del *Greenwashing*. Si presume che aziende con codici etici e *standards* aziendali siano meno propense al *Greenwashing* (Delmas e Burbano, 2011). Un ulteriore *driver firm specific* è ciò che viene identificato con il termine "inerzia organizzativa". Questa è la tendenza di un'organizzazione matura a continuare sulla sua traiettoria corrente. È costituita da due elementi: rigidità nelle risorse e rigidità nella routine. È la forte persistenza delle forme e delle funzioni sottostanti l'operatività aziendale che spesso ne limita i cambiamenti strategici. È più probabile che questa caratteristica si trovi all'interno di aziende vecchie rispetto a quelle più giovani. Si può manifestare attraverso un ritardo naturale tra le dichiarazioni dei manager in merito ad intenti *green* e l'effettiva implementazione di questi intenti o nella differenza tra la dichiarazione del *CEO* su intenti *green* e l'alterazione delle strutture e processi utili a rendere realmente *green* l'azienda. Questa situazione, ad esempio, si verifica spesso nelle aziende in cui vi è un passaggio da un *CEO* all'altro o nel caso di fusioni e acquisizioni. È una sorta di deficit operativo. Un esempio potrebbe essere il *Greenwashing* realizzato da Bob Dudley, *CEO* entrante della British Petroleum, a seguito del sollevamento dalla carica dell'ex *CEO* dopo il disastro della piattaforma petrolifera *Deepwater Horizon*. Dudley è stato accusato di aver solamente professato l'intento di aumentare la sicurezza per evitare il ripetersi di quel disastro senza concretizzare le sue parole. Però, è possibile che, nonostante il suo intento di modificare i processi e le procedure utili ad incrementare la sicurezza della British Petroleum, questi cambiamenti abbiano richiesto più tempo del previsto prima che venissero attuati a causa dell'inerzia organizzativa. Infine, un'ultima determinante *firm specific* risulta essere la mancanza o la scarsa comunicazione all'interno dell'azienda. Aziende con comunicazioni inefficaci tra marketing, *public relation* e *product development*, produzione e assemblaggio,

sono più a rischio *Greenwashing*, a parità di altre condizioni. Ad esempio, le funzioni marketing e *public relation* potrebbero sovrastimare la bontà *green* dei prodotti a causa di una scorretta informazione o mancanza di comunicazione con il dipartimento di *product development*, di *packaging* o con i fornitori di componenti di prodotto.

La quarta e ultima classe di *drivers* è rappresentata dagli *Individual-Level Psychological Drivers*. Fanno parte di questa categoria le cosiddette “*narrow decision framing*” ed “*optimistic bias*”. La prima si riferisce alla tendenza di prendere decisioni in isolamento, non logicamente connesse tra di loro. I decisori all’interno di un’azienda possono decidere di comunicare odiernamente in merito alla sostenibilità dei propri prodotti o della propria azienda, senza considerare adeguatamente cosa è richiesto per implementare tale sostenibilità in futuro, con il risultato di incappare nel *Greenwashing*. Un altro esempio è la preferenza dei decisori aziendali di focalizzarsi sui benefici di breve termine derivanti dal *Greenwashing*, benefici che possiamo considerare effimeri, senza pesare adeguatamente i potenziali effetti negativi nel lungo termine, come la perdita di reputazione causata da questa attività. L’*optimistic bias* invece, si riferisce alla tendenza degli individui di sopravvalutare la probabilità degli eventi positivi e sottovalutare quella degli eventi negativi. Anche questo sembra poter incidere sulla realizzazione del *Greenwashing*. Le aziende potrebbero sovrastimare la possibilità di ottenere risultati positivi dall’attività di *Greenwashing*, come guadagnare quote di mercato “verde” ed ottenere capitali dagli investitori socialmente responsabili, e sottostimare la possibilità di ottenere risultati negativi come incappare in sanzioni o ricevere una pubblicità negativa da parte dei media, dei gruppi attivisti e delle ONG. Questo potrebbe portare ad un incremento della probabilità che i decisori aziendali di quelle aziende caratterizzate da scarse *performance* ambientali decidano di comunicare positivamente in merito a tali risultati, ovvero realizzare il *Greenwashing* (Delmas e Burbano, 2011). È importante prendere in considerazione le determinanti del *Greenwashing* perché queste risultano essere un punto di partenza per l’analisi delle determinanti del *decoupling* inteso nella sua accezione più ampia.

Considerando ora il *decoupling* inteso in senso più ampio, sembra che le aziende non dissociino i loro comportamenti dagli impegni dichiarati nelle *policy* solo con motivi intenzionali ed elusivi, ma anche come risultato di tentativi scoordinati ed esplorativi (intesi come la ricerca di nuove soluzioni) necessari a rispondere alle richieste diverse e contrastanti dei vari

stakeholder (Crilly et al., 2012). Il *decoupling* può emergere anche a causa di una variazione nelle pratiche all'interno dell'azienda piuttosto che da un processo decisionale coordinato dall'alto (Crilly et al., 2012, p. 1431). Le aspettative contrastanti e caratterizzate da un rapido cambiamento portano le aziende ad adottare politiche incompatibili tra di loro che non possono essere implementate contemporaneamente. In alcuni casi ci si trova in una situazione in cui i dirigenti ai vertici aziendali decidano di delegare il potere decisionale ai dirigenti locali, i quali cercheranno soluzioni distinte per ogni unità. L'*imperfect learning* rende difficile replicare le soluzioni ritenute appropriate per le altre unità aziendali, le quali disaccoppieranno l'attività svolta dalle altre unità. Questo tipo di *decoupling* prende il nome di "*muddling through*" (Crilly et al., 2012). Secondo Crilly e colleghi, poi, il secondo motivo che può portare al *decoupling* è l'asimmetria informativa creata dai manager aziendali, la quale concede loro di perseguire i propri interessi personali e li incentiva a realizzare false attività di CSR, a nascondere le non conformità e adottare comportamenti simbolici (Crilly et al., 2012). In questo caso i *drivers* del *decoupling* sarebbero chiaramente di stampo opportunistico.

Tornando al concetto di *policy-practice* e *means-ends decoupling*, sono state analizzate alcune variabili che potrebbero incidere su tale *decoupling*. In particolare, è stato studiato come la qualità delle politiche e dell'implementazione incidessero rispettivamente sul primo e sul secondo tipo di *decoupling*. Alla base della relazione tra *policy-practice decoupling* e qualità delle politiche vi è l'aspettativa che tale disaccoppiamento sia più probabile all'interno di aziende caratterizzate da politiche di bassa qualità. Una politica risulta di maggiore qualità se è oggetto di una dichiarazione formale e scritta, se si applica a tutta l'azienda e se descrive le responsabilità in maniera dettagliata. Una dichiarazione scritta e applicabile all'intera azienda riduce l'ambiguità in merito alle intenzioni dell'azienda. Inoltre, creando delle politiche dettagliate e non generiche, che non lascino troppi margini di interpretazione, si può diminuire l'inefficienza della comunicazione all'interno dell'azienda che, come analizzato in precedenza, è uno dei motivi che favorisce il *decoupling*. Ancora, le dichiarazioni scritte, formali e dettagliate innalzano le aspettative del pubblico e quindi qualora una forte politica non generi impatti concreti, a causa della scarsa implementazione, gli *stakeholder* potrebbero etichettare l'azienda come "ipocrita", ledendo alla sua reputazione. È per questi motivi che ci si aspetta che un'azienda con politiche di CSR più forti, implementi in maniera qualitativa quest'ultime in modo da generare impatti pragmatici e successivamente beneficiare da questi (Graafland e

Smid, 2019). Un ragionamento simile è alla base dell'ipotetica relazione negativa tra il *means-ends decoupling* e la qualità dei programmi di implementazione. Le aziende presentano programmi implementativi di qualità qualora questi programmi coprano la maggior parte dell'operatività aziendale, qualora l'azienda fissi degli obiettivi per il miglioramento degli impatti *CSR*, nonché applichi scadenze rigorose per la realizzazione di quest'ultimi. L'ampia copertura dell'applicazione dei programmi è una condizione di qualità poiché se questi programmi vengono applicati solo ad un piccolo sottogruppo di attività aziendali, gli impatti che avranno per l'azienda nel suo complesso saranno trascurabili (Graafland e Smid, 2019). Inoltre, la definizione degli obiettivi è uno strumento di gestione collaudato per avviare il cambiamento ed il miglioramento (Palmer e Van der Vost, 1997). Ancora, programmi di attuazione di alta qualità incoraggiano i manager a sviluppare un monitoraggio importante su tali programmi, richiedendo impegno e disciplina nell'implementazione e fornendo una documentazione migliore, la quale potrà incrementare la consapevolezza sulle tematiche sociali ed ambientali. La riduzione dell'incertezza e dell'ambiguità relativa alla *CSR* ed il miglioramento dei meccanismi e controlli della conformità derivante da questo meccanismo, ridurrà la probabilità del *means-ends decoupling*. Infine, l'applicazione di rigorose scadenze è necessaria in quanto gli obiettivi prefissati stimolano l'azione solamente se sono ben definiti all'interno di un chiaro quadro temporale (Graafland e Smid, 2019). L'analisi empirica svolta da Graafland e Smid supporta le ipotesi appena elencate, suggerendo che la maggiore qualità delle politiche e dei programmi di implementazione porta ad una riduzione dei due *gap*, e di conseguenza che la scarsa qualità di queste due variabili possa essere un *driver* del *decoupling*. Tuttavia, l'aspetto interessante che emerge dall'analisi è che, nonostante la scarsa qualità di politiche e programmi di implementazione rischi di aumentare il *decoupling*, avere politiche e programmi di scarsa qualità è comunque meglio di non avere affatto delle politiche o dei programmi di implementazione. Inoltre, lo stesso studio mostra che la maggior qualità della *disclosure* realizzata dall'azienda induce quest'ultime a migliorare la qualità dei suoi programmi di *CSR*, con una conseguente riduzione del *decoupling*. Questo perché una migliore *disclosure* porta ad una maggiore trasparenza, che a sua volta permette agli *stakeholder* di valutare più correttamente l'effettiva *performance* socio-ambientale delle aziende. Una rendicontazione più qualitativa quindi, incentiva la realizzazione di programmi di implementazione di maggior livello, necessari a loro volta ad ottenere migliori impatti e a prevenire le perdite reputazionali derivanti dalla scoperta da parte degli *stakeholder* delle

scarse *performance* aziendali (Graafland e Smid, 2019). Possiamo quindi dire che una *disclosure* di qualità ridotta possa essere una variabile che impatta positivamente sul *decoupling*. Un ultimo spunto derivante da questo studio è quello che si riferisce alla consapevolezza da parte degli amministratori dell'importanza delle *CSR performance*. L'istituzionalizzazione delle *corporate social performance* all'interno dell'azienda, dai livelli più bassi fino al Consiglio di amministrazione, attraverso misure che esplicitano che le *CSR performance* facciano parte delle responsabilità professionali dei *leader* aziendali, favorisce l'attuazione dei programmi di *CSR*. Seguendo la logica utilizzata fino ad ora, l'assunzione da parte del Consiglio delle responsabilità in merito alle *CSP*, riduce il *means-ends decoupling*.

Un altro studio interessante ai fini della comprensione delle determinanti del *decoupling* è quello realizzato da Wickert e colleghi. Gli autori analizzano il *decoupling* in relazione ai costi delle attività di comunicazione ed implementazione e alla grandezza dell'azienda (Wickert et al., 2016). Lo studio suggerisce che per quanto riguarda le aziende più grandi, il *decoupling* maggiormente realizzato è quello relativo all'implementazione concreta delle attività di *CSR*, ovvero queste aziende si impegnano maggiormente nel *talk* piuttosto che nel *walk*. Questo disaccoppiamento viene definito "*CSR implementation gap*" e aumenta all'incrementare della grandezza aziendale. Viceversa, le piccole aziende realizzano maggiormente il cosiddetto "*CSR communication gap*", ovvero l'impegno maggiore nel *walk* piuttosto che nel *talk*. Tale *decoupling* aumenta al diminuire della grandezza aziendale. Le grandi aziende tendono ad effettuare la prima tipologia di *gap* poiché l'implementazione delle pratiche e delle procedure di *CSR* all'interno dell'operatività aziendale è relativamente più costosa rispetto al costo della *disclosure*. Questo perché i costi per controllare e coordinare le attività centralizzate, come la comunicazione, sono relativamente più leggeri rispetto a quelli necessari per coordinare e monitorare le attività decentralizzate, come può essere l'implementazione effettiva della *CSR*. Al contrario, le piccole aziende tendono ad effettuare la seconda tipologia di *gap* perché per loro i costi della *disclosure* risultano relativamente più pesanti rispetto a quelli sostenuti per implementare le pratiche e le procedure *CSR* all'interno del *core business*. Le ragioni alla base di queste assunzioni derivano dalla natura dei costi differente della comunicazione e dell'implementazione delle attività di *CSR*. I costi per la redazione della *disclosure* sono prevalentemente fissi, la cui quota relativa nei costi totali diminuisce all'aumentare delle dimensioni dell'azienda (McWilliams e Siegel, 2001). All'interno di questi costi fissi troviamo,

ad esempio, quelli per le risorse umane e finanziarie utili a realizzare un dipartimento *CSR* o per la pubblicazione dei *report*. Queste attività fanno aumentare il costo complessivo ma grazie alla loro natura fissa rimangono relativamente costanti e permettono di realizzare più facilmente economie di scala. Al contrario, l'implementazione (*walk*) implica prevalentemente costi variabili, siccome le pratiche e le procedure devono essere adottate individualmente lungo tutta la catena del valore. Più l'azienda è grande e maggiori sono i processi che devono essere modificati ad hoc affinché rispettino i valori e i parametri di una corretta implementazione della *CSR*. I costi del *walk* risultano inevitabilmente più pesanti rispetto a quelli del *talk*. Ad esempio, le grandi aziende si troveranno a spendere maggiori risorse per monitorare le divisioni diversificate e geograficamente distanti (McWilliams e Siegel, 2001). Tuttavia, i costi variabili per l'implementazione delle attività sono sostenuti anche dalle aziende più piccole, ma, in questo caso, i costi relativamente più bassi per il controllo ed il coordinamento rendono l'attuazione della *CSR* più favorevole in termini finanziari rispetto alla comunicazione esterna, il quale costo fisso rischia di incidere più pesantemente sulla totalità dei costi (Wickert et al., 2016).

La grandezza aziendale e la natura dei costi risultano essere dei *drivers* interni all'azienda. Tuttavia, come lo studio sulle determinanti del *greenwashing* insegna, ci sono anche fattori esterni che possono incidere sul *decoupling*. In particolare, la ricerca di Tashman e colleghi, realizzata su un campione di aziende multinazionali appartenenti ai mercati emergenti, si focalizza su due variabili: vuoti istituzionali e internazionalizzazione (Tashman et al., 2019). I mercati emergenti sono caratterizzati dai cosiddetti vuoti istituzionali (*institutional voids*), ovvero da istituzioni governative mal funzionanti che ostacolano l'efficacia dei mercati. Gli *stakeholder* internazionali spesso diffidano dalle aziende provenienti da questi mercati poiché credono che i vuoti istituzionali presenti nel loro Paese di origine possano limitare la capacità di operare in maniera legittima quando queste aziende si espandono all'estero. Questo stereotipo negativo che colpisce queste aziende è ciò che viene definito come "*liabilities of origin*". Le *CSR performance* sono limitate dai vuoti istituzionali per una serie di motivi. Innanzitutto, maggiori vuoti istituzionali implicano una più debole protezione dei diritti del lavoro, dell'ambiente e degli interessi della comunità ed una applicazione di meccanismi più deboli contro i comportamenti socialmente irresponsabili. Inoltre, deboli istituzioni sono associate ad una regolamentazione di settore limitata, ad una formazione limitata e ad una

attività dei media limitata, tutte variabili che porterebbero a pressioni normative utili ad incentivare le azioni sostanziali in termini di *CSR* (Miska et al., 2016). Qualora le aziende appartenenti a questi Paesi emergenti decidessero di internazionalizzarsi, cercheranno di migliorare la propria *CSR disclosure*, essendo questo il mezzo di legittimazione più comunemente usato e che non richiede a priori stravolgimenti nell'operatività giornaliera (Kolk, 2010). Tuttavia, causa dei vuoti istituzionali presenti nei loro Paesi di origine, i quali limitano la capacità di queste aziende di implementare attività sostanziali, le quali a loro volta richiederebbero forti mutamenti nelle capacità operative aziendali, l'allineamento tra *CSR disclosure* e *CSR performance* può risultare molto difficile. Per questo motivo lo studio ipotizza che una determinante del *decoupling*, per le aziende appartenenti ai mercati emergenti, siano proprio i vuoti istituzionali presenti nei Paesi di origine. Questa ipotesi ha trovato riscontro empiricamente (Tashman et al., 2019). L'altra variabile presa in considerazione è l'internazionalizzazione di queste aziende, ovvero l'espansione della loro attività oltre ai confini nazionali, in particolare nei mercati sviluppati. Questi mercati sono caratterizzati da requisiti in materia di *CSR* più stringenti. Un alto livello di internazionalizzazione implica una più intensa esposizione verso gli attori di legittimazione globale, come le ONG, ma anche gli altri *stakeholder* globali, che monitorano gli impatti sociali ed ambientali su scala mondiale di queste aziende. Questo maggiore scrutinio dovrebbe dissuadere le aziende in questione nel realizzare il *decoupling*, poiché aumenta la probabilità che gli *stakeholder* mondiali scoprano le dichiarazioni false presenti nella loro *disclosure*. Se questo dovesse accadere, gli *stakeholder* potrebbero credere nell'intenzionalità ingannevole portata avanti da queste aziende in merito alle *CSR performance*, con una conseguente sfiducia nel lungo termine che potrebbe rafforzare ancora di più i pregiudizi associati alle *liabilities of origin*. Lo studio di Tashman e colleghi ipotizza quindi che il *decoupling* è correlato negativamente all'internazionalizzazione delle aziende appartenenti ai mercati emergenti (Tashman et al., 2019). La variabile "internazionalizzazione" quindi, non è considerato come *driver* del *decoupling* ma come moderatore. Anche questa ipotesi è stata confermata dall'analisi empirica.

Tornando alle variabili interne all'azienda, un'altra variabile che è stata identificata come incentivante del *decoupling* è l'eccesso di fiducia degli amministratori delegati (Sauerwald e Su, 2018). L'eccesso di fiducia di questi soggetti tende a portarli a sopravvalutare le proprie capacità ed in relazione alla *CSR* questo si traduce con la realizzazione di *report* troppo

ottimistici rispetto a quello che le vere *performance* dimostrano. Inoltre, i *CEO* troppo sicuri di sé tendono a sottovalutare i possibili attacchi derivanti dal *decoupling*. Infine, nonostante gli amministratori delegati non siano coinvolti in tutti gli aspetti della *CSR disclosure*, possono influenzare le percezioni e l'operato degli addetti alla redazione dei report sostenibili, che si troveranno a redigere report caratterizzati da una sopravvalutazione dell'attività di *CSR* e a nascondere le informazioni negative su quest'ultima. Quindi, il *gap* di cui si sta parlando adesso, è un *gap* con caratteristiche elusive, in quanto il valore emergente dalla *disclosure* è superiore a quello delle *performance*.

Una volta che sono state analizzate alcune delle determinanti del *decoupling*, manca focalizzarci sugli effetti che il *decoupling* può avere sulla vita aziendale, ed in particolare sulle sue *performance* finanziarie, sulla sua reputazione e su come il mercato percepisce questo disaccoppiamento. Il prossimo paragrafo avrà il compito di analizzare questi elementi.

2.4 Le conseguenze del *decoupling*

In quest'ultimo paragrafo si cercherà di mostrare quali sono le principali conseguenze che il *decoupling* può avere sulle aziende che lo implementano. In particolare, verranno presi in considerazione gli effetti dal punto di vista dei mercati finanziari e in relazione alle *performance* finanziarie. Nonostante l'analisi effettuata da Christensen e colleghi suggerisca che il disaccoppiamento tra parole e fatti non sia necessariamente un'entità negativa, in quanto questa discrepanza ha la potenzialità di stimolare l'azienda al raggiungimento di obiettivi e standard superiori (quelli divulgati dalla *disclosure*) (Christensen et al. 2013), dalla letteratura da me analizzata, sembra che ci sia la visione comune che il *decoupling*, nelle sue diverse sfaccettature sia pericoloso per le aziende che lo realizzano.

MacLean e Behnam suggeriscono che il *decoupling* in cui le azioni esterne sovrastano quelle interne è dannoso in quanto si traduce in una "*legitimacy façade*" (Abrahamson e Baumard, 2008), ovvero una facciata simbolica realizzata dai partecipanti all'azienda per rassicurare i propri *stakeholder* sulla legittimità dell'azienda stessa e dei suoi dirigenti, la quale porta all'istituzionalizzazione di comportamenti scorretti all'interno dell'azienda, i quali portano a loro volta a far crescere la probabilità che l'azienda venga scoperta ed incolpata di *decoupling*. Quando le aziende acquisiscono legittimità esterna (dagli *stakeholder* esterni) attraverso il

disaccoppiamento dei programmi di *compliance* dai processi organizzativi centrali, questi programmi di *compliance* possono mancare di legittimità agli occhi degli *stakeholder* interni, creando solo una legittimità effimera. I due autori scoprono che questa *legitimacy façade* attorno ai programmi di conformità delle pratiche di vendita, contribuisce a realizzare pratiche di vendita ingannevoli, le quali, se scoperte, portano chiaramente ad una perdita di legittimità anche esterna, oltre che interna (MacLean e Behnam, 2010).

Una testimonianza importante sugli effetti del *decoupling* sulle *performance* finanziarie aziendali deriva dallo studio di Walker e Wan. I due autori, attraverso l'analisi delle cento aziende canadesi maggiormente performanti ed appartenenti ai settori visibilmente inquinanti (chimico, minerario, energetico e forestale), oltre a suggerire che le azioni sostanziali in ambito ambientale (*green walk*), analizzate singolarmente, né danneggiano, né avvantaggiano i risultati aziendali e che invece le azioni simboliche (*green talk*) impattano negativamente su quest'ultimi, scoprono che il *Greenwashing* incide negativamente sulle *performance* finanziarie. *Performance* finanziarie che sono state rappresentate dal *ROA* (Walker e Wan, 2012). Concentrandosi su questo risultato si cercherà, adesso, di spiegare le possibili ragioni alla base di questa scoperta. Innanzitutto, la definizione di *Greenwashing* utilizzata in questo studio è quella relativa al disallineamento tra le azioni simboliche emanate dall'interno dell'azienda senza il susseguirsi di azioni sostanziali. Quindi non si tratta della disinformazione derivante dalla definizione di *Greenwashing* in cui la *disclosure* ambientale parla in maniera positiva di *performance* non altrettanto positive, bensì si tratta di una informazione che non è seguita da azioni sostanziali. Il *Greenwashing* può essere usato come una strategia di comunicazione utile a nascondere la mancanza di impegno in reali *performance* ambientali da parte dell'azienda. All'interno delle industrie inquinanti, gli *stakeholder* sono maggiormente abili nell'identificare, e premiare di conseguenza, le azioni sostanziali da quelle simboliche. La stessa capacità investigativa avviene per il *Greenwashing*. Si ipotizza che una volta scoperto, il *Greenwashing* venga punito per una serie di motivi. Innanzitutto, le aziende che attuano questo *decoupling* possono essere percepite come inaffidabili, opportunistiche e manipolative. Ad esempio, i consumatori muniti di dati e informazioni pubbliche, provenienti da terze parti indipendenti e da organi di controllo istituzionali, riescono ad essere più consapevoli dell'eventuale *Greenwashing* realizzato dalle aziende. Inoltre, è meno probabile che attribuiscono importanza alle azioni simboliche che

non sono accompagnate da azioni sostanziali, decidendo di offrire il loro sostegno alle imprese con azioni ambientali sostanziali. Il *Greenwashing*, poi, potrebbe anche causare la perdita di fiducia dei dipendenti nell'azienda stessa, poiché la divulgazione di informazioni infondate potrebbe mettere i dipendenti a disagio come partecipanti riluttanti. Non solo, ma anche le altre aziende potrebbero perdere fiducia nelle *Greenwashing firms*, portandole a chiudere i rapporti e a non scambiare più risorse con quest'ultime ed a eliminare qualsiasi tipo di interazione per evitare di essere accostate al *Greenwashing* realizzato da queste aziende. Danneggiare le relazioni con questi *stakeholder* porterà in ultima analisi ad una diminuzione delle *performance* finanziarie. In secondo luogo, le imprese che operano in industrie visibilmente inquinanti sono sottoposte ad un maggiore esame da parte degli *stakeholder*. Secondo Berrone e Gomez-Mejia, le questioni ambientali sono attualmente una preoccupazione sociale importante e le imprese che inquinano devono far fronte a rigide normative, maggiore attenzione da parte dei media e forte attivismo ambientale (Berrone e Gomez-Mejia, 2009). Date queste circostanze, risulta meno probabile che il *Greenwashing* sia efficace, bensì è più probabile che venga percepito e infine punito. Infine, con l'aumento del controllo e dello scrutinio da parte degli *stakeholder*, aumentano le aspettative per le prestazioni ambientali delle aziende in oggetto. Tali aspettative sono superiori per le aziende che operano in settori visibilmente inquinanti, in quanto quest'ultime sono considerate le principali cause di danno ambientale, e ci si aspetta quindi che mitighino o almeno riducano al minimo i danni. Il mancato rispetto di tali aspettative comporterà, in ultima analisi, una diminuzione del rendimento finanziario. Per esempio, per quanto riguarda i richiami di prodotti, le imprese con una grande reputazione tendono a subire una maggiore diminuzione della ricchezza degli azionisti, poiché i consumatori hanno aspettative più elevate e puniscono tali imprese più duramente quando le loro aspettative vengono violate (Walker e Wan, 2012). Questi potrebbero essere i motivi per cui il *Greenwashing*, nello studio appena analizzato, è risultato correlato negativamente alle *performance* aziendali.

Risultati simili allo studio appena analizzato sono stati trovati da Schons e Steinmeier. Nel loro studio i due autori analizzano il *decoupling* tra *walk* e *talk* e le *performance* finanziarie ma considerando la tipologia di *stakeholder* a cui queste azioni sono dirette (Schons e Steinmeier, 2016). Lo studio prende in considerazione la definizione di *stakeholder* basata sulla vicinanza di quest'ultimo all'azienda (*stakeholder proximity*). Ricordiamo che gli "*high-proximity internal*

stakeholders” sono quei soggetti caratterizzati da una stretta vicinanza e da un forte coinvolgimento nell’attività aziendale (es. dipendenti e manager), mentre i “*low-proximity external stakeholders*” sono coloro che possiedono una vicinanza limitata all’azienda e un coinvolgimento limitato nel processo aziendale (es. clienti, comunità locali, agenzie governative, ONG). Innanzitutto, gli autori, nelle loro ipotesi, ritengono che le azioni simboliche dirette nei confronti degli *stakeholder* di bassa prossimità avranno un effetto positivo sui risultati finanziari, mentre non si aspettano nessun effetto sulle *performance* finanziarie se tali azioni simboliche sono dirette nei confronti degli *stakeholder* di alta prossimità. Questo perché gli *stakeholder* di bassa prossimità sono esterni all’azienda e non conoscono l’effettiva operatività interna e sono quasi costretti a credere alle informazioni divulgate dalle aziende. Tali *stakeholder* quindi, non riconoscono la natura simbolica o sostanziale dell’attività aziendale e tendono a credere più facilmente alle parole professate dalla *disclosure* o dai media, incrementando la legittimità all’azienda che successivamente raccoglierà i frutti del rafforzamento delle relazioni con questi *stakeholder*. Diversamente, è più facile che gli *stakeholder* interni riconoscano quando un’azione è meramente simbolica, in quanto sono parte dell’azienda e possono osservare meglio l’operatività di quest’ultima. L’azienda quindi non riuscirà a convincere facilmente gli *stakeholder* di alta prossimità attraverso azioni cerimoniali e non beneficerà finanziariamente di un maggior sostegno da parte di quest’ultimi. Non è previsto che queste azioni portino ad una riduzione delle *performance* finanziarie poiché non comportano costi elevati. Viceversa, viene ipotizzato che le azioni sostanziali dirette verso gli *stakeholder* di alta prossimità portino ad un incremento delle *performance* finanziarie, senza nessun effetto su di esse qualora siano dirette verso gli *stakeholder* di bassa prossimità. Le ragioni alla base di questa ipotesi sono simili a quelle della prima ipotesi. In questo caso, gli *stakeholder* interni riescono ad identificare facilmente la natura sostanziale dell’attività svolta dall’azienda, riconoscono l’impegno dell’azienda nel cercare di rafforzare i rapporti con gli *stakeholder* e successivamente ripagano queste azioni. Infatti, nonostante le azioni sostanziali portino al sostegno di costi più alti, questi costi vengono superati dall’incremento di produttività derivante dall’impegno degli *stakeholder* interni (es. dipendenti) (Schons e Steinmeier, 2016). Infatti, ad esempio, i dipendenti che ricevono un supporto professionale di alta qualità, possono percepire questo supporto come un investimento nella loro persona e ricompenseranno l’azienda attraverso un maggiore impegno e fedeltà (Turban e Greening, 1996), che può portare, ad esempio, ad un minor

assenteismo, alla riduzione del turnover, ad un miglioramento del tasso di mantenimento dei dipendenti e quindi ad una maggiore redditività dell'impresa (Eisenberg et al., 1986; Smidts et al., 2001; Sun et al., 2007). Per quanto riguarda gli *stakeholder* di bassa prossimità invece, nonostante anche questi soggetti abbiano interesse nelle azioni sostanziali eseguite dall'azienda, per loro è più difficile acquisire informazioni su tali azioni e quindi l'effetto di legittimità da parte di questi soggetti nei confronti dell'azienda sarà limitato, rischiando di non avere un effetto positivo sulle *performance* finanziarie. Entrambe le ipotesi appena citate sono state confermate dall'analisi empirica, suggerendo che le azioni sostanziali possono avere un impatto positivo sulle *performance* finanziarie (misurate in questo studio da un indicatore che è la sintesi pesata di altri indicatori come il *ROA*, l'*operating profit margin*, il *ROIC* ed altri) solo se indirizzate agli *stakeholder* di alta prossimità e che le azioni simboliche, invece, possono incrementare i risultati finanziari aziendali solo se indirizzate agli *stakeholder* di bassa prossimità. Ma il risultato più interessante ai fini dell'analisi del *decoupling* è quello derivante dall'accettazione della terza e quarta ipotesi di questo studio. Alla base di queste ipotesi vi è ancora una volta la capacità di distinguere da parte dei vari *stakeholder* (interni ed esterni) le azioni sostanziali da quelle simboliche. Come già detto, gli *stakeholder* di alta prossimità riescono a captare facilmente se un'azione simbolica non è accompagnata da quella sostanziale, e quindi riescono a scoprire facilmente il *decoupling*. Se scoperto, come suggerito dal lavoro di Walker e Wan analizzato prima, il *decoupling* porta al ritiro del supporto e della lealtà nei confronti dell'azienda, il quale porta ad una riduzione della legittimità aziendale, che in ultima analisi può portare ad una riduzione delle *performance* finanziarie. Viceversa, gli *stakeholder* di bassa prossimità sono più limitati nel riconoscere le vere e proprie *CSR performance* delle aziende con cui interagiscono ed hanno maggiore difficoltà anche nel rilevare un eventuale *gap*. Per questo motivo, soprattutto in situazioni di incertezza ed ambiguità, le azioni simboliche sono ben accette dagli *stakeholder* di bassa prossimità, poiché sono le poche informazioni che hanno a disposizione e che permettono di ridurre questa incertezza, nonostante in realtà siano informazioni fuorvianti. A seguito di questo ragionamento, nello studio viene ipotizzato che il *decoupling* tra azioni simboliche e sostanziali, se rivolto agli *stakeholder* di bassa prossimità, porti ad un incremento della legittimità aziendale e ad un successivo incremento delle *performance* aziendali (Schons e Steinmeier, 2016). Entrambe le ipotesi appena citate sono state accettate dall'analisi empirica,

suggerendo che il *decoupling* non sempre sia premonitore di risultati finanziari negativi, bensì questa relazione dipende dal tipo di *stakeholder* con cui si sta interagendo.

Ancora, alla luce di molti ragionamenti già citati nel corso di questo elaborato, Hawn e Ioannou scoprono che il *decoupling* tra le azioni interne (*performance*) ed esterne (*disclosure*) incide negativamente sul valore di mercato delle aziende, misurato dalla *Tobin's Q* (Hawn e Ioannou, 2016). I motivi alla base di questo risultato risiedono ancora una volta nella fiducia e nella credibilità che gli *stakeholder* attribuiscono alle aziende. Fiducia e credibilità che possono mutare in negativo qualora l'azienda realizzi il *decoupling*, inteso sia come "azioni interne maggiori di quelle esterne", sia viceversa. Infatti, se da una parte l'azienda non riesce a raccogliere a pieno i frutti del suo impegno nella *CSR*, a causa di una mancanza di comunicazione efficace al pubblico, dovuta da una comunicazione di qualità inferiore rispetto a quelle che sono veramente le *CSR performance*, dall'altra parte rischierà di essere definita come "*Greenwashing firm*", e subirne tutte le conseguenze che ne derivano, qualora si impegni maggiormente nella realizzazione delle azioni esterne piuttosto che di quelle interne. Nel primo caso, gli investitori non riescono a capire il vero valore derivante dalla *CSR* a causa di un aumento dell'asimmetria informativa. Se l'azienda non comunica e si impegna nei confronti degli *stakeholder* in maniera consistente (allineata) e credibile, quest'ultimi potrebbero presumere che l'impegno nella *CSR* non sia effettivamente avvenuto. In questo modo, la mancanza di informazioni viene scontata negativamente dal mercato e l'azienda rischia di incorrere in costi per i quali i benefici non si materializzeranno pienamente (Hawn e Ioannou, 2016). Nel secondo caso, invece, l'azienda rischia di subire valutazioni inferiori dovute all'incremento del rischio di essere troppo esposte all'etichetta di "*Greenwashing firm*", soprattutto nel medio e lungo termine (Hawn e Ioannou, 2016). Spiegare i motivi alla base della relazione negativa tra *decoupling* e valore di mercato aziendale è molto importante ai fini di questa tesi, in quando verrà fatta un'analisi simile nel terzo ed ultimo capitolo.

Un ultimo lavoro che tornerà utile per capire i ragionamenti alla base delle ipotesi che verranno sviluppate nel terzo capitolo è quello realizzato da García-Sánchez e colleghi. Gli autori analizzano la relazione tra il costo del capitale proprio (*cost of equity*) e l'accesso alla finanza (*access to finance*) e il *decoupling*. Dall'analisi emerge che il *decoupling*, misurato come la differenza tra gli *score* di *CSR disclosure* e quelli di *CSR performance*, porti ad un aumento

del costo del capitale proprio e ad una riduzione della facilità di accesso alla finanza. Il costo del capitale proprio, come già citato, misura il tasso di rendimento richiesto dagli investitori affinché quest'ultimi investano o mantengano il loro investimento nell'azienda, riflettendo la rischiosità percepita dei futuri *cash flows* aziendali. Per un'azienda sarebbe quindi conveniente poter abbassare questo tasso. L'accesso ai capitali, invece, gioca un ruolo vitale negli investimenti strategici dell'azienda (Stein, 2003) ed influenza le seguenti *performance* del mercato azionario (Lamont et al., 2001). Infatti, la presenza di limiti all'interno del mercato è deleteria per l'azienda in quanto rischia di impedirle di intraprendere qualsiasi tipo di investimento redditizio (García-Sánchez et al., 2020). Le ragioni alla base dei risultati ottenuti da questo studio, in parte già analizzate nei paragrafi relativi alle conseguenze delle *CSR performance* e *disclosure*, possono essere quelle che indicherò qui di seguito. In primo luogo, c'è un ampio consenso in merito alla riduzione del costo del capitale e dei vincoli finanziari a seguito della redazione di una *disclosure* di qualità. Una *CSR disclosure* accurata riduce l'errore di previsione e l'asimmetria informativa grazie alla trasformazione delle informazioni private in pubbliche, utili a rendere informati gli *stakeholder* meno informati (Diamond e Verrecchia, 1991; Kim et al., 2014). Il *decoupling*, nel contesto della *corporate disclosure*, è considerato come la pubblicazione di una reportistica di bassa qualità (Marquis e Qian, 2013). Inoltre, la crescita della disponibilità di informazioni volontarie offre un migliore consapevolezza dei rischi economici per gli investitori e i creditori, andando a ridurre di conseguenza il costo del capitale proprio e ad incrementare l'accesso alla finanza per dell'azienda (Mazumdar e Sengupta, 2005). Secondo Cheng e colleghi poi, le aziende con migliori *CSR performance* possono accedere più facilmente ai finanziamenti sui mercati dei capitali grazie alla redazione di una *CSR disclosure* più ampia e credibile. Per tutte queste ragioni, ci si aspetta che le aziende che promuovono una reportistica aziendale più trasparente, facendo così incrementare la precisione delle aspettative degli investitori e riducendo i disturbi associati alle informazioni relative ai rendimenti dei titoli azionari, godano di una maggiore riduzione nell'errore di previsione e nel costo del capitale proprio e di un incremento dell'accesso ai finanziamenti. Se però le aziende disaccoppiano le attività interne da quelle esterne l'efficienza del mercato viene compromessa e quest'ultimo perde la sua funzionalità a causa dell'incremento dell'asimmetria informativa. Conseguentemente, lo scetticismo degli investitori cresce, portandoli a seguire una strategia "*price protect*" e ad essere meno propensi alle negoziazioni, con conseguente riduzione della liquidità del mercato (García-Sánchez et al., 2020). Queste

sono le ragioni su cui si basano le ipotesi, accettate empiricamente, di questo studio. Infine, da questo articolo emerge anche che gli errori di previsione degli analisti, causati dal *CSR gap*, portano ad ampliare la relazione positiva tra il quest'ultimo ed il costo del capitale proprio e i vincoli finanziari, suggerendo che il *CSR decoupling* sia a tutti gli effetti deleterio per le aziende che lo implementano.

Dopo aver indicato le principali conseguenze, principalmente negative, che il *decoupling* rischia di avere sul valore aziendale, nel prossimo capitolo verrà effettuata un'analisi empirica che analizza le conseguenze finanziarie del *CSR decoupling*, offrendo un interessante contributo alla letteratura esistente.

CAPITOLO 3. GLI IMPATTI DEL *CSR DECOUPLING* SUI RISULTATI FINANZIARI AZIENDALI

3.1 Introduzione

L'obiettivo di quest'ultimo capitolo è quello di testare attraverso un'analisi empirica l'impatto del *decoupling* sulle *performance* finanziarie delle aziende che lo implementano. In particolare, verrà analizzata la sfera sociale della *Corporate Social Responsibility* e quindi verrà analizzato un *decoupling* che prenderà in considerazione solamente le *performance* e la *disclosure* sociale realizzate dalle aziende. Ho deciso di concentrarmi sulla sfera sociale innanzitutto perché, basandomi sulla letteratura da me analizzata, sembra esserci solo uno studio che svolge questo tipo di distinzione (Schons e Steinmeier, 2016). Infatti, gli studi realizzati sul *decoupling* sono stati svolti prendendo in considerazione o la sola sfera ambientale (es. Walker e Wan, 2012; Testa et al., 2018), o l'intera sfera relativa alla *CSR* (es. Schons e Steinmeier, 2016; García-Sánchez, 2020). In secondo luogo, si è deciso di seguire lo spunto di Qiu et al., i quali suggeriscono che, nonostante la letteratura si sia concentrata maggiormente sulle implicazioni che può avere la sfera ambientale sui mercati dei capitali, dai risultati del loro studio emerge che sia la sfera sociale ad interessare veramente agli investitori (Qiu et al., 2016). Nello specifico, verranno analizzati gli effetti di due tipologie di *decoupling* differenti. Il primo è quello che si riferisce ad un *gap* negativo (inteso come segno matematico del valore del *gap*) nel quale le attività sostanziali relative all'ambito sociale risultano essere maggiori dell'attività di comunicazione svolta a riguardo. Questo disaccoppiamento è quello realizzato dalle aziende definite "*Silent green*". Oltre a questa denominazione, che richiama maggiormente alla sfera ambientale, in letteratura sono emersi anche altri appellativi come "*Brownwasher*" o "*Silent Saints*" (Testa et al., 2018; Schons e Steinmeier, 2016). Per comodità, nel corso dell'elaborato chiamerò le aziende che realizzano un *decoupling* negativo come "*Silent green*", in quanto sembrano non esserci in letteratura denominazioni che si riferiscono solo alla sfera sociale.

Il secondo invece, è quello che si riferisce ad un *gap* positivo, nel quale l'attività di comunicazione supera quella di implementazione sostanziale. Questo è quel tipo di *decoupling* che viene identificato come "*Greenwashing*" o "*CSR faking*". La prima denominazione rimanda prevalentemente alla sfera ambientale, mentre la seconda include

tutti gli aspetti della CSR. Non essendoci neanche in questo caso un termine che identifichi il solo *social gap*, identificherò quest'ultimo col termine più generale "*Greenwashing*".

3.2 Sviluppo delle ipotesi

Le logiche alla base delle mie ipotesi sono parzialmente deducibili dai risultati mostrati nel paragrafo relativo alle conseguenze del *decoupling*. A questi si aggiungono altri ragionamenti derivanti dalla letteratura non necessariamente relativa alla *Corporate Social Responsibility* ed al suo *decoupling*. Integrando le diverse logiche, si illustra di seguito il *framework* teorico di riferimento delle ipotesi sviluppate.

Innanzitutto, come abbiamo visto, lo studio di Walker e Wan (2012) suggerisce che l'attività di *Greenwashing* porti ad una riduzione delle *performance* finanziarie aziendali (Walker e Wan, 2012). Il *Greenwashing* analizzato in questo caso si riferisce alla sola sfera ambientale ma credo che i risultati possano essere adattati anche alla sfera sociale, a causa dell'importanza che quest'ultima ha riscontrato negli ultimi anni e in coerenza con l'assunto secondo il quale è la sfera sociale ad interessare maggiormente agli *stakeholder*. Lo stesso studio giustifica i risultati ottenuti colpevolizzando la riduzione dell'affidabilità e della credibilità aziendale agli occhi degli *stakeholder* causate dall'attività di *Greenwashing*. Dipendenti e consumatori ridurranno la loro fiducia nei confronti dell'azienda privandola, da una parte, di quella produttività efficiente utile a ridurre costi come quelli, ad esempio, di assenteismo o di turnover, e dall'altra degli introiti derivanti dalla vendita di prodotti e servizi (i consumatori preferiranno sostenere le aziende con maggiori azioni sostanziali) portando ad una successiva riduzione dei risultati finanziari. Infatti, coerentemente con la tesi a sostegno del potere della credibilità aziendale, la letteratura ha evidenziato una relazione positiva tra la reputazione e la credibilità aziendale e le sue *performance* finanziarie (Roberts e Dowling, 2002; Zhang e Rezaee, 2009). Secondo queste logiche, questa è una prima motivazione che suggerisce una relazione negativa tra il *decoupling* e i risultati finanziari delle aziende. Ancora, tramite lo studio di Hawn e Ioannou è possibile constatare una relazione inversa tra il *decoupling* ed il valore di mercato aziendale (Hawn e Ioannou, 2016). In questo caso il *decoupling* viene considerato in entrambe le tipologie: *performance* superiori alla *disclosure* e viceversa. Questo studio ci suggerisce un impatto negativo sul valore aziendale che si verifica sia per le *Greenwasher firms*, sia per le *Silent Green firms*. Le ragioni alla base di questa relazione

risiedono ancora una volta nel concetto di affidabilità ed attendibilità aziendale. Concentrandosi solo sul *gap* realizzato dalle *Silent Green*, nonostante la strategia di impegnarsi maggiormente nelle azioni sostanziali piuttosto che nella divulgazione di quest'ultime si possa considerare una scelta umile e lodevole, svolgere un'attività senza comunicarla chiaramente al pubblico potrebbe avere lo stesso impatto negativo della scelta meno lodevole di sovrastimare la propria attività all'interno della *disclosure*. Infatti, come è già stato detto, gli investitori non riescono a capire il vero valore derivante dalla *CSR* a causa di un aumento dell'asimmetria informativa. Se l'azienda non comunica e si impegna nei confronti degli *stakeholder* in maniera consistente (allineata) e credibile, quest'ultimi potrebbero presumere che l'impegno nella *CSR* non sia effettivamente avvenuto. In questo modo, la mancanza di informazioni viene scontata negativamente dal mercato e l'azienda rischia di incorrere in costi per i quali i benefici non si materializzeranno pienamente. Gli *stakeholder* devono essere pienamente consapevoli delle buone azioni svolte dall'azienda affinché questa possa raccoglierne i frutti relazionali che ne derivano. Come si ricorda, infatti, la rivista Triple Pundit ritiene che la sottostima della propria *CSR* all'interno della *disclosure* sia il peggiore errore che un'azienda possa commettere qualora decida di impegnarsi nella responsabilità sociale d'impresa (Triple Pundit, 2012). Inoltre, questo approccio risulta anche difficile da difendere agli occhi degli azionisti dell'azienda, i quali richiedono i compensi finanziari di tali attività (Hawn e Ioannou, 2016). Il problema dell'asimmetria informativa derivante dalla scorretta comunicazione delle informazioni relative alla *CSR* può quindi incidere negativamente sui risultati finanziari aziendali. Infatti, l'asimmetria informativa che viene a crearsi tra il *management* dell'azienda e gli investitori rischia di portare quest'ultimi a richiedere un premio al rischio maggiore (Lambert et al., 2012), il quale porta ad incrementare le spese aziendali e ostacola l'economicità dell'azienda. In più, gli investitori dediti alle caratteristiche *ESG* all'interno delle proprie scelte di investimento, in costante crescita negli ultimi anni, potrebbero decidere di ridurre il peso delle *Silent Green* all'interno dei propri portafogli finanziari, portando ad una riduzione della liquidità e del valore di mercato (Testa et al., 2018). Infine, un'ultima conseguenza del *decoupling* testata in letteratura, risulta essere l'incremento del costo del capitale e la riduzione dell'accesso alla finanza (García-Sánchez et al., 2020), vincoli che possono impattare significativamente sui risultati finanziari dell'azienda. In letteratura vi sono alcuni studi che possono testimoniare quest'ultima affermazione. Dihn e Clarke attraverso il loro studio suggeriscono che l'accesso alla finanza è l'ostacolo che incide

maggiormente sulla crescita aziendale (Dihn e Clarke, 2012). Della stessa idea è Fowowe, il quale indica che i vincoli all'accesso alla finanza esercitano un significativo effetto negativo sulla crescita delle aziende e che le aziende finanziariamente meno vincolate godono di una crescita più rapida rispetto a quelle maggiormente vincolate (Fowowe, 2017). Infine, Beck e colleghi dichiarano che gli ostacoli che influenzano direttamente la crescita aziendale sono quelli relativi all'accesso alla finanza, all'instabilità delle politiche e ai crimini, con il primo di questa lista avente l'impatto più robusto (Beck et al., 2005).

Alla luce di questi ragionamenti e sulla base delle teorie analizzate nel primo capitolo, in particolare della *stakeholder theory*, le ipotesi che vengono testate sono:

Ipotesi 1: Il *decoupling* tra *CSR performance* e *CSR disclosure*, con le *performance* maggiori della *disclosure* (*Silent Green*) riduce le *performance* finanziarie delle aziende.

Ipotesi 2: Il *decoupling* tra *CSR performance* e *CSR disclosure*, con la *disclosure* maggiore delle *performance* (*Greenwashing*) riduce le *performance* finanziarie delle aziende.

3.3 Metodologia

3.3.1 Raccolta dei dati

Questo studio è stato realizzato attraverso l'analisi di un insieme di aziende provenienti da 60 Paesi differenti. Più precisamente, il 44% del campione proviene dal Nord America, il 25% dall'Asia, il 19% dall'Europa, il 7% dall'Oceania, il 3% dal Sud America, il 2% dall'Africa e l'1% dal Medio Oriente. Tutte le aziende sono quotate in uno o più mercati borsistici ed il periodo di tempo utilizzato per l'analisi va dal 2006 al 2017. I dati utili all'analisi sono stati scaricati dai *provider* Asset4, Bloomberg e Worldscope. Più precisamente, i dati relativi alle *performance* sociali provengono da Asset4, il quale determina i punteggi basandosi sull'attività svolta dalle aziende all'interno delle seguenti categorie: *community, employment quality, health and safety, human rights, product responsibility, training and development*. Le informazioni sono raccolte analizzando i documenti aziendali, i bilanci annuali, i *CSR report*, i siti web istituzionali, i siti web delle ONG e le pubblicazioni dei media. I dati relativi ai punteggi di *disclosure* sociale provengono da Bloomberg, il quale determina i punteggi dopo aver analizzato le informazioni *self-disclosed* delle aziende provenienti da report finanziari, report sostenibili, siti web

aziendali e *newsletter* (si valuta la trasparenza aziendale). Ulteriori dati finanziari, utili per la composizione delle *proxy* relative alle *performance* finanziarie, derivano da Worldscope. Il risultato finale è la disponibilità complessiva iniziale di 28204 osservazioni relative a 5241 aziende diverse. L'analisi econometrica è stata realizzata attraverso il *software* Stata. Il dataset "pulito" dei dati mancanti si compone di 10090 osservazioni per l'analisi relativa al *gap* negativo e a 2267 per l'analisi relativa al *gap* positivo.

3.3.2 Modello econometrico e misurazione delle variabili

Con la finalità di testare le ipotesi 1 e 2, le equazioni risultanti sono rispettivamente le seguenti:

$$\text{Eq.1) } PF_{it} = \alpha + \beta_1 \text{GAPNEGATIVO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{CAPITALINTENSITY}_{it} + \beta_4 \text{R\&DINTENSITY}_{it} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Eq.2) } PF_{it} = \alpha + \beta_1 \text{GAPPOSITIVO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{CAPITALINTENSITY}_{it} + \beta_4 \text{R\&DINTENSITY}_{it} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Affinché i risultati empirici siano concordi alle ipotesi da me sviluppate, i coefficienti β_1 di entrambe le regressioni dovranno essere negativi e significativi.

Nelle due equazioni "PF_{it}" rappresenta le *performance* finanziarie aziendali nell'anno t rappresentate dal *ROA*, *ROE*, *ROS* e *Tobin's Q*, mentre le altre variabili sono rappresentanti del *decoupling*, positivo e negativo, e delle variabili di controllo, anch'esse relative all'anno t.

Per testare le ipotesi di cui sopra sono state realizzate delle regressioni panel a effetti fissi a seguito dei risultati dal test di Hausman, il quale ha suggerito la preferibilità di optare per tale regressione rispetto a quella ad effetti random. La regressione ad effetti fissi permette di tenere in considerazione una serie di variabili omesse che in realtà influiscono sulla variabile dipendente e che sono variabili rappresentanti alcune caratteristiche *firm-specific*, ovvero peculiari di una determinata azienda. Considerando gli effetti fissi si può indicare la presenza di una serie di aziende differenti, evitando di considerare ogni osservazione come un oggetto indipendente.

Variabili dipendenti. Per testare l'impatto del *decoupling* sulle *performance* finanziarie aziendali sono stati selezionati quattro indicatori rappresentanti le variabili dipendenti del modello econometrico. Le variabili in questione sono il *ROA*, il *ROE*, il *ROS* (variabili contabili) e la *Tobin's Q* (variabile di mercato). La scelta di queste variabili è in linea con gli studi di Hussain e colleghi (2018) e di Waddock e Graves (1997) per la rappresentazione dei risultati finanziari aziendali. Il *ROA* (*return on assets*) è un indicatore di redditività e spiega la capacità dell'azienda di generare profitti in relazione alle attività detenute. Questa variabile è stata calcolata come il rapporto tra il reddito netto ed il totale delle attività. Il *ROE* (*return on equity*) rappresenta la redditività per gli investitori in capitale proprio, ovvero mostra quanto è stato il rendimento per ogni euro investito a titolo di capitale proprio. Per calcolare il *ROE* è stato realizzato il rapporto tra il reddito netto ed il totale del capitale proprio. L'ultimo indicatore di natura contabile usato come *proxy* delle *performance* finanziarie è il *ROS* (*return on sales*). Quest'ultimo è un indice molto utilizzato nell'analisi finanziaria e misura il margine di reddito prodotto per ogni unità di valore fatturato. Il *ROS* è stato calcolato come il rapporto tra l'*Ebit* (*earnings before interest and taxes*) e le vendite nette. Per quanto riguarda la variabile *market-based*, la *Tobin's Q*, questa è rappresentativa dell'apprezzamento/deprezzamento del mercato del valore dell'impresa rispetto al valore contabile della stessa (Lindenberg e Ross, 1981). La *Tobin's Q* è stata calcolata come il rapporto tra il numero di azioni in circolazione di un'azienda moltiplicato per il loro valore di mercato alla fine dell'anno fiscale e il totale delle attività.

Variabili indipendenti. Al fine di testare le ipotesi sono state effettuate otto regressioni differenti. In particolare, in quattro regressioni è presente il *CSR decoupling* inteso come *Silent Green*, mentre nelle altre quattro è inteso come *Greenwashing*. In tutte le regressioni, il *CSR gap* è chiaramente la variabile indipendente, in grado di testare il suo impatto rispettivamente su tutte le variabili utilizzate come *proxy* delle *performance* finanziarie. Per la creazione della variabile di *decoupling* è stata effettuata la sottrazione tra i valori di *social disclosure* e quelli di *social performance* per ciascun anno di riferimento, seguendo una metodologia simile a quella utilizzata da García-Sánchez e colleghi (2020). Entrambi gli *score*, quello di *disclosure* e quello di *performance*, vanno da 0 a 100. Maggiore è il valore, maggiore è la bontà di questa misura. Quindi, il *decoupling* potrebbe teoricamente avere un valore compreso tra -100 e +100. Maggiore è il valore del *decoupling*, inteso in questo caso in valore assoluto, e maggiore

è il disallineamento, in entrambe le direzioni considerate, tra l'attività di *disclosure* e quella di *performance*. Per ottenere le variabili rappresentanti le due tipologie di *gap* sono stati filtrati i valori della variabile di *decoupling* in base al segno. I valori di *gap* positivo (*disclosure* > *performance*) formano la variabile di *decoupling* intesa come *Greenwashing*, mentre i valori di *gap* negativo (*disclosure* < *performance*) formano la variabile di *decoupling* realizzato dalle *Silent Green firms*. Per quanto riguarda il *gap* negativo, al fine di rendere la lettura dei risultati econometrici più immediata, è stato preso in considerazione il valore assoluto di tale misura.

Variabili di controllo. In linea con gli studi Hussain e colleghi (2018) e Waddock e Graves (1997) e Walker e Wan (2012), è stato scelto un set di variabili di controllo ampiamente utilizzato in letteratura e capace di incidere sia sulle *performance* finanziarie, sia sulle misure di *Corporate Social Responsibility*. Le variabili in questione sono la grandezza dell'azienda (*size*), calcolata come il logaritmo del totale delle attività; la *capital intensity*, misurata come il rapporto tra le spese in conto capitale (*capital expenditure*) ed il totale delle attività; la *R&D intensity*, misurata come il rapporto tra le spese destinate alla ricerca e sviluppo (*research and development expenditure*) ed il totale delle vendite; il *leverage*, misurato come il rapporto tra il totale dei debiti ed il totale delle attività.

Inoltre, tutte le variabili, tranne quelle rappresentative del *decoupling*, sono state oggetto di *winsorization* al 1° e al 99° percentile in modo da eliminare i valori anomali dalle analisi.

3.4 Risultati empirici

3.4.1 Statistica descrittiva e matrice di correlazione

La tabella 3 riporta le statistiche descrittive delle variabili oggetto di studio. In relazione alle variabili principali si può notare come per le due tipologie di *decoupling*, quello rappresentativo delle *Silent Green firms* ha un valore medio di 35.65, praticamente il doppio del valore medio del *decoupling* rappresentante il *Greenwashing* che risulta essere 17.29. Questi valori indicano la presenza di un significativo disaccoppiamento tra azioni e parole, soprattutto nel caso del *Silent Green*. Relativamente alle misure di *financial performance*, *ROA*, *ROE*, *ROS* e *Tobin's Q* mostrano un valore medio rispettivamente di 0.0422, 0.102, 0.142 e 1.135, con quest'ultimo che indica un leggero apprezzamento, in media, da parte del mercato del valore delle imprese rispetto al loro valore contabile.

Tabella 3. Statistica descrittiva: osservazioni, valore minimo, valore massimo, media e deviazione standard delle variabili utilizzate nelle regressioni.

VARIABILI	N	Min	Max	Mean	SD
GAP POSITIVO	5,538	0.0100	77.10	17.29	13.33
GAP NEGATIVO	22,666	0.0300	93.09	35.65	19.44
ROA	28,135	-0.318	0.284	0.0422	0.0782
ROS	27,611	-1.445	1.225	0.142	0.279
ROE	28,134	-1.229	1.089	0.102	0.248
TOBIN'S Q	28,004	0.0255	7.672	1.135	1.282
SIZE	28,135	11.99	24.45	17.08	2.748
LEVERAGE	23,120	0.0548	0.993	0.462	0.192
CAPITAL INTENSITY	28,054	0	0.253	0.0469	0.0480
R&D INTENSITY	12,393	0	0.623	0.0487	0.0881

La tabella mostra la statistica descrittiva relativa alle variabili oggetto di studio. *GAP POSITIVO* rappresenta il *Greenwashing* ed è calcolato come la differenza tra gli *score* di *social disclosure* e *social performance* per le osservazioni in cui la *disclosure* è maggiore della *performance*. *GAP NEGATIVO* rappresenta il *Silent Green* ed è calcolato come il valore assoluto della differenza tra gli *score* di *social disclosure* e *social performance* per le osservazioni in cui la *disclosure* è minore della *performance*. *ROA* è il rapporto tra il reddito netto ed il totale delle attività. *ROE* è il rapporto tra il reddito netto ed il totale del capitale proprio. *ROS* è il rapporto tra l'*Ebit* (*earnings before interest and taxes*) e le vendite nette. *TOBIN'S Q* è il rapporto tra il numero di azioni in circolazione di un'azienda moltiplicato per il loro valore di mercato alla fine dell'anno fiscale e il totale delle attività. *SIZE* è il logaritmo del totale delle attività. *CAPITAL INTENSITY* è il rapporto tra le spese in conto capitale (*capital expenditure*) ed il totale delle attività. *R&D INTENSITY* è il rapporto tra le spese destinate alla ricerca e sviluppo (*research and development expenditure*) ed il totale delle vendite. *LEVERAGE* è il rapporto tra il totale dei debiti ed il totale delle attività.

Nelle tabelle 4 e 5 sono riportati i dati dell'analisi settoriale svolta sulle sole variabili di *decoupling*. Questa analisi dà un'indicazione dell'ampiezza media di entrambe le tipologie di *decoupling* in relazione al settore merceologico in cui operano le aziende che lo realizzano. In base ai dati utilizzati per lo studio sembra che le aziende appartenenti al settore dell'industria estrattiva realizzino un *decoupling* positivo (*Greenwashing*) mediamente più elevato rispetto agli altri settori (18.42). Seguono le aziende operanti nel commercio all'ingrosso con un *decoupling* medio di 18.25. Tuttavia, l'ampiezza media di questo tipo di *gap* all'interno degli altri settori non si allontana molto da quelle dei primi due, indicando un'assenza di rilevanti differenze tra settori merceologici in termini di *Greenwashing*.

In riferimento al *decoupling* negativo (*Silent Green*) invece, sembra che siano le aziende appartenenti al settore del commercio al dettaglio a realizzare un disallineamento mediamente più ampio (40.11). In questo caso però, la media dell'ampiezza di questa tipologia di *gap* è più variabile tra i diversi settori. Infatti, ad esempio, il *decoupling* medio realizzato nel settore dell'edilizia ha un valore di 36.73, quello realizzato nel commercio all'ingrosso un valore medio di 33.55, mentre quello realizzato dalle aziende appartenenti all'industria estrattiva ha un valore medio di 29.90. Quindi, la differenza di *decoupling* medio, in particolare tra il settore del commercio al dettaglio e quello dell'industria estrattiva, non è irrilevante.

Tabella 4. Statistica descrittiva del *gap* positivo in base ai settori merceologici.

Settori	N	Min	Max	Mean
Agricoltura, foreste, caccia, pesca	20	1.18	34.11	16.10
Industria estrattiva	439	0.04	62.8	18.42
Edilizia	219	0.23	59.5	17.93
Industria, produzione	1,692	0.02	64.37	16.90
Trasporti, distribuzione	660	0.01	55.29	17.33
Commercio ingrosso	142	0.58	77.1	16.03
Commercio dettaglio	329	0.02	58.75	18.25
Sevizi finanziari	1,288	0.02	74.93	17.62
Servizi vari	744	0.02	63.7	16.55

Tabella 5. Statistica descrittiva del *gap* negativo in base ai settori merceologici.

Settori	N	Min	Max	Mean
Agricoltura, foreste, caccia, pesca	86	1.11	76.92	34.83
Industria estrattiva	1,865	0.1	85.21	29.90
Edilizia	824	0.12	89.73	36.73
Industria, produzione	8,737	0.05	93.09	38.28
Trasporti, distribuzione	3,295	0.04	91.24	36.05
Commercio ingrosso	481	0.03	79.94	33.55
Commercio dettaglio	1,322	0.27	88.23	40.11
Sevizi finanziari	3,955	0.05	92.99	31.90
Servizi vari	744	0.05	91.90	33.56

In tabella 6 sono riportate le correlazioni tra le variabili utilizzate all'interno dello studio. Per quanto riguarda le principali variabili di interesse, il *gap* negativo è correlato positivamente ed in maniera significativa con il *ROA* e con il *ROS*, negativamente ed in maniera significativa con la *Tobin's Q*, mentre risulta non significativa la correlazione con il *ROE*. Vi è poi una correlazione positiva tra il *decoupling* negativo e la grandezza dell'azienda, correlazione che suggerisce un maggior *decoupling*, inteso come *Silent Green*, tra le aziende più grandi. In relazione al *gap* positivo invece, l'unica correlazione significativa con le variabili finanziarie si trova nei confronti della *Tobin's Q*. Questa correlazione risulta essere negativa, suggerendo, anche alla luce della correlazione con il *gap* negativo, che le aziende maggiormente apprezzate dal mercato tendono a realizzare un *decoupling* minore, inteso sia come *Silent Green*, sia come *Greenwashing*. La correlazione tra *Greenwashing* e grandezza aziendale risulta invece non significativa. Per quanto riguarda il *leverage*, quest'ultima variabile risulta correlata in maniera positiva e significativa con il *gap* negativo, indicando che le aziende più indebitate tendono a realizzare maggiormente questa tipologia di disaccoppiamento. Risulta non significativa la correlazione tra *leverage* e *Greenwashing*. Il *leverage* risulta poi correlato negativamente e significativamente con tutti gli indicatori di *performance* ad eccezione del *ROE*. In riferimento alla *R&D intensity*, quest'ultima è correlata negativamente ed in maniera significativa con entrambe le tipologie di *decoupling*, suggerendo che le aziende che investono maggiormente in ricerca e sviluppo tendono a ridurre il *social decoupling*, nonché con tutte le misure di *performance* finanziaria, indicando che le aziende con risultati finanziari maggiori tendono ad investire meno in ricerca e sviluppo.

Tabella 6. Pairwise Correlation Matrix.

VARIABILI	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) GAP NEGATIVO	1.000									
(2) GAP POSITIVO	(.)	1.000								
(3) ROA	0.067*** (0.000)	0.012 (0.390)	1.000							
(4) ROE	0.060*** (0.000)	-0.009 (0.506)	0.623*** (0.000)	1.000						
(5) ROS	-0.005 (0.445)	0.002 (0.862)	0.557*** (0.000)	0.367*** (0.000)	1.000					
(6) TOBIN'S Q	-0.015*** (0.026)	-0.049*** (0.000)	0.324*** (0.000)	0.143*** (0.000)	-0.028*** (0.000)	1.000				
(7) SIZE	0.164*** (0.000)	-0.011 (0.413)	-0.052*** (0.000)	0.002 (0.719)	0.098*** (0.000)	-0.273*** (0.000)	1.000			
(8) LEVERAGE	0.104*** (0.000)	-0.008 (0.584)	-0.139*** (0.000)	0.019*** (0.004)	-0.046*** (0.000)	-0.157*** (0.000)	0.055*** (0.000)	1.000		
(9) CAPITAL INTENSITY	-0.040*** (0.000)	0.042*** (0.002)	0.037*** (0.000)	-0.010 (0.106)	-0.087*** (0.000)	0.111*** (0.000)	-0.117*** (0.000)	-0.095*** (0.000)	1.000	
(10) R&D INTENSITY	-0.073*** (0.000)	-0.066*** (0.002)	-0.271*** (0.000)	-0.198*** (0.000)	-0.359*** (0.000)	0.339*** (0.000)	-0.238*** (0.000)	-0.190*** (0.000)	-0.168*** (0.000)	1.000

p-value in parentheses

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

3.4.2 Relazione tra *social decoupling* e *financial performance*

Nelle tabelle 7 e 8 sono riportati i risultati rispettivamente delle equazioni 1 e 2. Focalizzando l'attenzione sulla prima analisi (variabile indipendente: *Silent Green*), i risultati empirici mostrano che il *decoupling* negativo, e quindi la realizzazione di attività sostanziali in chiave sociale superiori alla comunicazione di tali attività, ha un impatto significativo su tutte le misure di *performance* di natura contabile (tranne che per il *ROE*) e sulla variabile *market-based* rappresentata dalla *Tobin's Q*. Tuttavia, contrariamente alle aspettative, la relazione tra questa tipologia di *decoupling* e le *performance* finanziarie risulta diretta, suggerendo che all'aumentare del disallineamento tra *social disclosure* e *social performance*, con le *social performance* superiori alla *social disclosure*, aumentano le *performance* finanziarie aziendali. Infatti, il coefficiente β_1 , relativo all'equazione 1, è positivo e significativo per il *ROA* (0.000151), per il *ROS* (0.000240) e per la *Tobin's Q* (0.00286), con un livello di significatività dell'1% in tutti e tre i casi. Alla luce di questi risultati, quindi, l'ipotesi 1 è stata rifiutata. Per ciò che concerne le variabili di controllo, la grandezza dell'azienda (*SIZE*) sembra avere un impatto significativo e negativo solo sul *ROA* (-0.0109). La *capital intensity* mostra una relazione positiva e fortemente significativa su tutte le variabili di *performance* finanziaria. *R&D intensity* e *leverage* mostrano entrambe una relazione negativa e fortemente significativa su tutte le variabili di *performance* finanziaria.

Per quanto riguarda la seconda analisi (variabile indipendente: *Greenwashing*), invece, i risultati empirici sembrano indicare l'assenza di incidenza del *decoupling* positivo, e quindi la realizzazione di una comunicazione relativa all'attività sociale maggiore rispetto all'attività effettivamente svolta, sui risultati finanziari aziendali. Infatti, il coefficiente β_1 , relativo all'equazione 2, risulta non significativo nei confronti di tutti gli indicatori di *performance* finanziaria, mostrando un *p-value* al disopra del limite indicato (0.1) per identificare come "significativo" un coefficiente.

Tabella 7. Risultati delle regressioni con il *social gap* negativo (*Silent Green*) come variabile indipendente.

VARIABILI	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROS	(4) TOBIN'S Q
GAP NEGATIVO	0.000151*** (0.0000216)	0.000158 (0.327)	0.000240*** (0.000959)	0.00286*** (0.0000000156)
SIZE	-0.0109*** (0.0000000486)	-0.00675 (0.453)	0.000286 (0.944)	-0.00760 (0.788)
CAPITAL INTENSITY	0.221*** (0)	0.509*** (0.00000546)	0.217*** (0.0000186)	2.292*** (0.00000000684)
R&D INTENSITY	-0.529*** (0)	-1.119*** (0)	-0.886*** (0)	-3.391*** (0)
LEVERAGE	-0.200*** (0)	-0.406*** (0)	-0.305*** (0)	-0.889*** (0)
Constant	0.341*** (0)	0.441*** (0.00466)	0.264*** (0.000180)	1.789*** (0.000261)
Observations	10,090	10,090	9,993	10,069
R-squared	0.138	0.031	0.081	0.028

p-value in parentheses

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

Tabella 8. Risultati delle regressioni con il *social gap* positivo (*Greenwashing*) come variabile indipendente.

VARIABILI	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROS	(4) TOBIN'S Q
GAP POSITIVO	0.0000137 (0.925)	0.000135 (0.800)	-0.000710 (0.101)	-0.00239 (0.196)
SIZE	0.0225*** (0.0000564)	0.0205 (0.312)	0.0549*** (0.000964)	-0.276*** (0.0000827)
CAPITAL INTENSITY	0.184*** (0.000789)	0.406** (0.0430)	0.280* (0.0851)	1.758** (0.0109)
R&D INTENSITY	-0.458*** (0)	-0.594*** (0.00566)	-2.053*** (0)	-0.742 (0.314)
LEVERAGE	-0.183*** (0)	-0.259*** (0.00150)	-0.324*** (0.00000209)	-0.851*** (0.00247)
Constant	-0.246*** (0.00934)	-0.168 (0.628)	-0.600** (0.0344)	6.620*** (0.0000000329)
Observations	2,267	2,267	2,225	2,262
R-squared	0.122	0.020	0.135	0.030

p-value in parentheses

***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

3.5 Discussione dei risultati e analisi integrative

L'analisi aveva la finalità di analizzare l'impatto del *social decoupling*, inteso sia come *Greenwashing*, sia come *Silent Green*, sui risultati finanziari aziendali. Le ipotesi testate sulla base della letteratura precedente indicavano una relazione inversa tra le due variabili. Tuttavia, i risultati delle regressioni hanno mostrato risultati opposti nel caso del *Silent Green* e non significativi nel caso del *Greenwashing*.

Per quanto riguarda la relazione diretta e significativa tra *Silent Green* e risultati finanziari, si è cercato di trovare delle motivazioni che potessero giustificare parzialmente tale relazione. Uno dei motivi potrebbe essere l'interessamento maggiore nei confronti dell'attività sostanziale, piuttosto che nella comunicazione, da parte di investitori e consumatori. Investitori e consumatori attenti, che investigano scrupolosamente l'attività svolta dalle aziende, potrebbero premiare la concreta attività sociale anche se quest'ultima non risulta ben accompagnata dalla *disclosure*, in quanto è l'azione sostanziale che realmente conta e che rende lodevole l'impegno di un'azienda nella responsabilità sociale. Inoltre, per dare forza a questa motivazione, ho realizzato un'altra serie di regressioni, i cui risultati potrebbero essere intesi a supporto dei miei ragionamenti circa la relazione diretta tra *Silent Green* e *financial performance*. In queste analisi integrative si è voluto testare separatamente l'impatto del mero valore di *social performance* prima, e di *social disclosure* poi, sulle *performance* finanziarie delle aziende. L'analisi è stata svolta con le stesse variabili con cui è stata svolta l'analisi principale. L'unica variazione riguarda le variabili indipendenti, per le quali le due tipologie di *decoupling* sono state sostituite con i valori di *social disclosure* e *social performance*, ovvero proprio quelle misure che sono state utilizzate per creare le variabili di *decoupling*. Per brevità, sono stati riportati solamente i risultati di queste regressioni nelle tabelle 9 e 10. Anche in questo caso le analisi sono state svolte attraverso regressioni panel ad effetti fissi.

Dai risultati riportati in tabella 9 si può notare come le singole *performance* sociali impattino positivamente e significativamente su tutte le misure di *performance* finanziaria, con una significatività maggiore nei confronti del *ROS* (0.000238***) e della *Tobin's Q* (0.00476***).

Dai risultati riportati in tabella 10, invece, si evince che la singola attività di *disclosure* sociale impatti negativamente e in maniera fortemente significativa su tutte le misure di *performance* finanziaria.

Tabella 9. Risultati delle regressioni con la *social performance* come variabile indipendente.

VARIABILI	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROS	(4) TOBIN'S Q
SOCIAL PERFORMANCE	0.0000982** (0.0131)	0.000313* (0.0648)	0.000238*** (0.00802)	0.00476*** (0)
SIZE	-0.00734*** (0.0000602)	-0.0102 (0.192)	0.0101** (0.0148)	-0.0547** (0.0306)
CAPITAL INTENSITY	0.217*** (0)	0.529*** (0.000000002 28)	0.270*** (0.0000000742)	2.573*** (0)
R&D INTENSITY	-0.516*** (0)	-0.908*** (0)	-1.248*** (0)	-3.085*** (0)
LEVERAGE	-0.178*** (0)	-0.334*** (0)	-0.253*** (0)	-0.764*** (0)
Constant	0.264*** (0)	0.431*** (0.00114)	0.0699 (0.321)	2.397*** (0.000000024 1)
Observations	12,357	12,357	12,218	12,331
R-squared	0.116	0.025	0.078	0.029

p-value in parentheses

***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

Tabella 10. Risultati delle regressioni con la *social disclosure* come variabile indipendente.

VARIABILI	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROS	(4) TOBIN'S Q
SOCIAL DISCLOSURE	-0.000234*** (0.0000000000846)	-0.000398*** (0.00981)	-0.000428*** (0.000000147)	-0.00179*** (0.000340)
SIZE	-0.00725*** (0.0000285)	-0.00777 (0.294)	0.0112*** (0.00436)	0.00888 (0.713)
CAPITAL INTENSITY	0.214*** (0)	0.518*** (0.0000000402)	0.263*** (0.000000161)	2.417*** (0)
R&D INTENSITY	-0.513*** (0)	-0.901*** (0)	-1.242*** (0)	-3.004*** (0)
LEVERAGE	-0.178*** (0)	-0.333*** (0)	-0.252*** (0)	-0.754*** (0)
Constant	0.277*** (0)	0.422*** (0.00113)	0.0801 (0.244)	1.654*** (0.0000865)
Observations	12,357	12,357	12,218	12,331
R-squared	0.119	0.025	0.080	0.023

p-value in parentheses

***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

Questi risultati potrebbero in qualche modo giustificare la relazione positiva tra *Silent Green* e *performance* finanziarie emersa dall'analisi principale di questo studio, sostenendo la tesi secondo la quale sono le *social performance* ad interessare effettivamente agli *stakeholder*. Uno studio simile relativo alla *social disclosure* mostra che quest'ultima, presa singolarmente, porta ad un aumento del costo del capitale proprio aziendale (Richardson e Welker, 2001). Gli autori giustificano questa relazione colpevolizzando i molti *bias* presenti all'interno della *disclosure*. Le aziende, attraverso la propria comunicazione, tendono a riportare i contributi sociali positivi ma sotto-risportano quelli negativi. Questo comportamento può portare gli *stakeholder* ad essere preventivamente scettici in merito all'attività di *disclosure* realizzata dalle aziende (Richardson e Welker, 2001), indicandone un limitato potere persuasivo nei

confronti degli *stakeholder* stessi e addirittura a risultare controproducente per l'economicità aziendale. L'incremento del costo del capitale proprio potrebbe risultare un ostacolo che incide negativamente sui risultati finanziari aziendali. Un'altra analisi che relaziona la *CSR disclosure* al costo del capitale aziendale è quella realizzata da Dhaliwal e colleghi. Gli autori suggeriscono che di per sé la *CSR disclosure* non incide sul costo del capitale proprio, sempre a causa dello scetticismo del pubblico in merito alle informazioni divulgate dalle aziende, le quali potrebbero essere "self serving". Tuttavia, se la *CSR disclosure* viene considerata insieme alla realizzazione di una buona *CSR performance*, questa interazione porta ad una riduzione del costo del capitale proprio, suggerendo che gli investitori sono più propensi ad avere una percezione favorevole di un'azienda e a sostenere la sua attività se quest'ultima realizza notevoli azioni sostanziali. Sembra quindi che siano le *CSR performance* a giocare un ruolo cruciale e positivo sui risultati finanziari aziendali. A testimonianza di questa osservazione, la mia seconda analisi ha rivelato una relazione positiva tra le *social performance* e le *financial performance*, in coerenza con altri studi presenti in letteratura (es Waddock e Graves, 1997).

Il ragionamento appena sviluppato serve per affermare che gli *stakeholder* potrebbero sostenere le aziende con maggiori *performance* sociali non curando il disallineamento tra *social performance* e *social disclosure* in quanto sono le *performance* ad avere maggiore rilevanza. Questa riflessione potrebbe giustificare parzialmente la relazione positiva tra il *decoupling (Silent Green)* e i risultati finanziari aziendali. Inoltre, ricordiamo anche che le azioni sostanziali in ottica di *Corporate Social Responsibility*, secondo Schons e Steinmeier, sono percepite in maniera positiva dagli *stakeholder* di alta prossimità, come i dipendenti (Schons e Steinmeier, 2016), i quali potrebbero disinteressarsi del disallineamento in questo senso (*disclosure < performance*) in quanto sono a conoscenza del reale impegno della propria azienda in chiave sociale o comunque sono consci del fatto che l'azienda non sta cercando di eludere nessuno attraverso una comunicazione sovrastimata. Strategia quest'ultima che, se promossa nei confronti degli *stakeholder* di alta prossimità, potrebbe essere punita con una riduzione delle *performance* finanziarie.

Per questo motivo quindi, gli *stakeholder* interni manterranno la propria lealtà e la propria efficienza nei confronti dell'azienda per cui lavorano. Quest'ultime, come si è già detto nei paragrafi precedenti, sono peculiarità utili a facilitare l'incremento dei risultati finanziari

aziendali. Lo studio di questi due autori, quindi, potrebbe essere un altro pilastro che conferma la maggior importanza delle azioni sostanziali rispetto a quelle di comunicazione, andando a confermare l'ipotesi secondo la quale gli *stakeholder* possano premiare l'azienda facilitando un aumento delle sue *performance* finanziarie, nonostante il *decoupling* tra *social disclosure* e *performance*.

Infine, per quanto riguarda la non significatività emersa nell'analisi tra il *Greenwashing* e le *performance* finanziarie, questo risultato è in linea con quello trovato da Testa e colleghi (Testa et al., 2018), secondo il quale, questo tipo di *decoupling* non abbia un impatto significativo né sulle misure di *performance* contabili, né su quelle di mercato, suggerendo una maturità del mercato finanziario ed una propensione degli *stakeholder* a non farsi "impressionare" dalla comunicazione sopravvalutata realizzata dalle aziende.

3.6 Conclusioni

Nel corso dell'ultimo ventennio si sono sviluppati diversi filoni di ricerca relativi alla *Corporate Social Responsibility*. Tra questi vi è quello riguardante le conseguenze della *CSR* su più livelli. In particolare, sembra che le aziende impegnate correttamente nella responsabilità sociale d'impresa beneficino di tale impegno a livello economico-finanziario. *It pays to be green*. Utilizzo la parola "correttamente" per introdurre il discorso relativo al *decoupling*. Infatti, un altro filone di ricerca sviluppatosi più recentemente è quello relativo al disallineamento tra l'effettiva attività svolta in ambito sociale ed ambientale e la comunicazione relativa a tale attività. Questo argomento è quello che si riferisce, appunto, al *decoupling*. La letteratura in materia di *decoupling* si è concentrata prevalentemente sulla ricerca delle determinanti e delle conseguenze a livello aziendale e di mercato di tale entità. Sono nate terminologie come "*Greenwashing*" e "*Silent Green*" per indicare rispettivamente la sopravvalutazione e la sottovalutazione dell'attività di *CSR* svolta dalle aziende all'interno della *disclosure* aziendale. Le conseguenze di questi disallineamenti a livello aziendale non sono ben chiare. Esistono studi che suggeriscono un impatto negativo sull'economicità aziendale (es. García-Sánchez et al., 2020; Testa et al., 2018; Walker e Wan, 2012), altri che suggeriscono un impatto positivo (es. Schons e Steinmeier, 2016; Christensen et al., 2013), altri ancora che identificano una mancanza di significatività tra le due entità (Testa et al., 2018). L'obiettivo finale della mia tesi

era proprio quello di ampliare la letteratura relativa alle conseguenze del *CSR decoupling*, ed in particolare analizzare l'impatto del *social decoupling* sui risultati finanziari aziendali.

Basandomi prevalentemente sulla *stakeholder theory* e sulla *legitimacy theory*, nelle mie ipotesi suggerisco che un disallineamento tra *social disclosure* e *social performance*, sia nel caso di una sopravvalutazione (*Greenwashing*) delle *performance* nella *disclosure*, sia nel caso di una sottovalutazione (*Silent Green*), incida negativamente sulle *performance* finanziarie aziendali. Infatti, nonostante la sottovalutazione potrebbe essere intesa come un gesto di umiltà da parte delle aziende, rispetto alla scelta più elusiva relativa alla sopravvalutazione, credo che un incremento dell'asimmetria informativa ed una riduzione della fiducia e della credibilità aziendale nei confronti di investitori e consumatori possa incidere negativamente sull'economicità aziendale tanto quanto la strategia meno lodevole del "*Greenwashing*" (García-Sánchez et al., 2020). Tuttavia, contrariamente alle ipotesi da me sviluppate, i risultati empirici hanno dimostrato una relazione non significativa tra *Greenwashing* e *performance* finanziarie ed una relazione opposta alle aspettative tra *Silent Green* e *performance* finanziarie, suggerendo un aumento dei risultati finanziari anche se le aziende incappano in questo tipo di disaccoppiamento. Per cercare di spiegare la relazione positiva tra *Silent Green* e risultati finanziari è stato fatto appello alla tesi secondo la quale agli *stakeholder* non interessa particolarmente l'allineamento tra *disclosure* e *performance* se sono quest'ultime a predominare, in quanto sono queste che effettivamente determinano l'impegno sostanziale delle aziende in ottica di responsabilità sociale e sono queste che investitori e consumatori hanno interesse a premiare. Inoltre, a testimonianza di questa considerazione è stata svolta un'analisi integrativa che ha messo in luce la rilevanza delle *social performance* rispetto alla *social disclosure*. Infatti, le prime sembrano impattare positivamente su tutti gli indicatori di *performance*, probabilmente grazie alla loro natura sostanziale, mentre le seconde sembrano impattare negativamente, forse a causa dello scetticismo di base che viene a crearsi tra gli *stakeholder* e che dà forza al detto "se non vedo non credo".

I risultati della mia tesi, quindi, non sono allineati a quelli che indicano il *decoupling* come una forza negativa capace di incidere sfavorevolmente sui risultati finanziari e capaci di rovinare i potenziali benefici derivanti dalla realizzazione di una corretta attività di *Corporate Social Responsibility*, bensì sono allineati a quelli che indicano possibili benefici derivanti

dall'implementazione di quest'ultimo. Nonostante questo, credo che sia sempre meglio allineare azioni e comunicazione in modo da garantire una completa trasparenza e sviluppare un legame cristallino con tutti i possibili *stakeholder*.

Infine, per quanto riguarda i limiti dell'elaborato, il principale limite riguarda la misurazione di entrambe le tipologie di *decoupling*. Quest'ultimo, infatti, risulta essere una variabile più astratta rispetto alle altre variabili, ad esempio quelle finanziarie, la cui misurazione è più semplice e più assodata in letteratura. Per questo motivo potrebbe essere più complicato identificare una misura perfettamente idonea a rappresentare questo fenomeno. Infatti, nella letteratura di riferimento, il *CSR decoupling* non assume una misurazione univoca rendendo così difficile anche il confronto tra i diversi studi.

BIBLIOGRAFIA

Abrahamson, E., & Baumard, P. (2008). What lies behind organizational façades and how organizational façades lie: An untold story of organizational decision making. In G. P. Hodgkinson & W. H. Starbuck (Eds.), *The Oxford handbook of organizational decision making* (pp. 437–452). Oxford University Press.

Aupperle, Kenneth E., Carroll, Archie B., & Hatfield, John D. (1985). An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal*, 28: 446–63.

Baird, P. L., Geylani, P. C., & Roberts, J. A. (2012). Corporate social and financial performance re-examined: industry effects in a linear mixed model analysis. *Journal of Business Ethics*, 109(3), 367–388.

Beck T, Demircuc-Kunt A, Laeven L, Levine R. (2005). Financial and legal constraints to growth: does firm size matter? *Journal of Finance* 60(1): 137–177.

Belal, A. R. & Owen, D. (2007), 'The views of corporate managers on the current state of and future prospects for, social reporting in Bangladesh: An engagement based study', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 20, no. 3, pp. 472-494.

Berman, S. L., A. C. Wicks, S. Kotha, and T. M. Jones (1999). "Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance." *Academy of Management Journal*, 42: 488-506.

Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126.

Boesso, G. and Kumar, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 20(2): 269-296.

Botosan, A.C. (1997), "Disclosure level and the cost of the equity capital", *The Accounting Review*, Vol. 3, July, pp. 323-49.

Bowen, Howard R. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper & Row.

Bromley, P., & Powell, W. W. (2012). From smoke and mirrors to walking the talk: Decoupling in the contemporary world. *Academy of Management Annals*, 6, 483-530.

Brooks, C. and Oikonomou, I., (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: a review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50 (1), 1–15.

Brunsson, N. (2007). *The consequences of decision-making*. Oxford University Press.

Cahan SF, De Villiers C, Jeter DC, Naiker V, Van Staden CJ. (2015). Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European Accounting Review* 25(3): 579–611.

Cahan, S. F., Chen, C., Chen, L., & Nguyen, N. H. (2015). Corporate Social Responsibility and media coverage. *Journal of Banking & Finance*, 59, 409–422.

Carpenter, V. L. & Feroz, E. H. (2001), 'Institutional theory and accounting rule choice: An analysis of four US state governments' decisions to adopt generally accepted accounting principles', *Accounting, Organizations and Society*, vol. 26, no. 7-8, pp. 565-596.

Carroll, Archie B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 4: 497–505.

Carroll, Archie B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business and Society*, 38(3), Sept.: 268–95.

Carroll, Archie B. (2006). Corporate Social Responsibility: A Historical Perspective, in Marc J. Epstein and Kirk O. Hanson (eds.), *The Accountable Corporation*, vol. 3. Westport, Conn.: Praeger Publishers, 3–30.

Carroll, Archie B. (2008). A history of Corporate Social Responsibility: concepts and practices. In Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford University Press, pp. 19–46.

Chen, C. X. (2009). Who really matters? Revenue implications of stakeholder satisfaction in a health insurance company. *The Accounting Review* 84 (6): 1781–1804.

Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. (2014). Corporate Social Responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal* 35(1): 1–23.

Cho, S., Lee, C., & Park, C. K. (2012). Measuring Corporate Social Responsibility. *CPA Journal*, 82(6), 54-60.

Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J., Jr. (2013). Corporate Social Responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 71-83. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005.

Cho, C. H., Laine, M., Roberts, R. W., & Rodrigue, M. (2015). Organized hypocrisy, organizational façades, and sustainability reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 40, 78–94.

Christensen, L. T., Morsing, M., & Thyssen, O. (2013). CSR as aspirational talk. *Organization*, 20(3), 372–393.

Clarkson, M. B. E. (1995), 'A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance', *Academy of Management Review*, vol. 20, no. 1, pp. 92-117.

Cochran, P. L., Wood, R A. (1984). Corporate Social Responsibility and financial performance, *Academy of management Journal*, 27(1), 42-56.

Commissione Europea (2001), Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Bruxelles, COM (2001) 366 def.

Committee for Economic Development (CED) (1971). *Social Responsibilities of Business Corporations*. New York: CED.

Cormier D, Gordon IM (2001). An examination of social and environmental reporting strategies: determinants, costs and benefits. *Account Audit Account J* 14:587–616.

Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M.-J. and Magnan, M. (2009). 'Attributes of Social and Human Capital Disclosure and Information Asymmetry between Managers and Investors', *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26: 71–88.

Cormier, D., Ledoux, M.-J., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276–1304.

Davis, Keith. (1960). Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities? *California Management Review*, 2, spring: 70–6.

Davis, Keith. (1973). The Case for and against Business Assumption of Social Responsibilities. *Academy of Management Journal*, 16: 312–22.

DeFond, M.L., Hung, M., (2003). An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *J. Account. Econ.* 35, 73–100.

De Villiers, C. & van Staden, C. J. (2006), 'Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa', *Accounting, Organizations and Society*, vol. 31, no. 8, pp. 763-781.

Deegan, C. (2009), *Financial accounting theory* McGraw Hill, North Ryde, NSW, Australia.

Delmas MA, Toffel MW. (2008). Organizational responses to environmental demands: opening the black box. *Strategic Management Journal* 29(10): 1027–1055.

Delmas MA, Burbano VC. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review* 54: 64–87.

Dhaliwal, D., O. Z. Li, A. Tsang, and G. Y. Yang. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of Corporate Social Responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100

Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yong. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on Corporate Social Responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87 (3): 723.

Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang (2013). 'Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Roles of Stakeholder Orientation and Financial Transparency', *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 33, No. 4, pp. 328–55.

Di Giulia, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? *Politics and Corporate Social Responsibility. Journal of Financial Economics*, 111, 158–180.

Diamond D., and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The Journal of Finance* (September): 1325-1360.

Dillard, J.F., Rigsby, J.T. and Goodman, C. (2004), "The making and remaking of organization context: duality and the institutionalization process", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 17 No. 4, pp. 506-42.

DiMaggio, J. & Powell, W. W. (1983), 'The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields', *American Sociological Review*, vol. 48, no. 2, pp. 147-160.

Dinh, Hinh T., and George R. G. Clarke, eds. (2012). *Performance of Manufacturing Firms in Africa: An Empirical Analysis*. Washington, DC: World Bank.

Dowling, John, and Jeffrey Pfeffer. (1975). "Organizational Legitimacy." *Pacific Sociological Review* 18 (January): 122-36.

Driscoll C, Starik M. (2004). The primordial stakeholder: advancing the conceptual consideration of stakeholder status for the natural environment. *Journal of Business Ethics* 49: 55–73.

Dyllick, T. and K. Hockerts: (2002). "Beyond the Business Case for Corporate Sustainability", *Business Strategy and the Environment* 11, 130–141.

Eccles R, Ioannou I, Serafeim G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. Working paper, Harvard Business School, Harvard University, Boston, MA.

Eilbert, Henry, and Parket, I. Robert. (1973). The Current Status of Corporate Social Responsibility. *Business Horizons*, 16, Aug.: 5–14.

Eisenberger R, Huntington R, Hutchison S, Sowa D. (1986). Perceived organizational support. *Journal of Applied Psychology* 71: 500–507.

El Ghouli S, Guedhami O, Kwok CCY, Mishra DR. (2011). Does Corporate Social Responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance* 35(9): 2388–2406.

Elijido-Ten, E. (2004), “Determinants of environmental disclosures in a developing country: an application of the stakeholder theory”, 4th Asian Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference Proceedings, APIRA, Singapore.

Fernando, S., & Lawrence, S. (2014). A theoretical framework for CSR practices: integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 10, 149-178.

Fowowe, B. (2017). Access to finance and firm performance: Evidence from African countries. *Review of Development Finance*, 7(1), 6–17.

Frederick, William C. (1960). *The Growing Concern over Business Responsibility*. California Management. Freeman, R. Edward. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman. Review, 2: 54–61.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston, MA.

Galbreath, J. (2011). Are there gender-related influences on corporate sustainability? A study of women on boards of directors. *Journal of Management & Organization*, 17(1), 17-38.

Garcia-Castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2011). Over the long-run? Short-run impact and long-run consequences of stakeholder management. *Business & Society*, 50(3), 428–455.

García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S.-A., Martínez-Ferrero, J., (2020). Do markets punish or reward Corporate Social Responsibility decoupling? *Bus. Soc.*

Goss, A., Roberts, G.R., (2011). The impact of Corporate Social Responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 35, 1794–1810.

Graafland, J., & Smid, H. (2019). Decoupling among CSR policies, programs, and impacts: An empirical study. *Business & Society*, 58(2), 231–267.

Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40.

Gray, R., Kouhy, R., Lavers, S., (1995a). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 8 (2), 47–77.

Gray, Rob, Dave Owen & Carol Adams. (1996). *Accounting and Accountability: Changes and challenges in corporate social and environmental reporting*, Hemel Hempstead, U.K.: Prentice Hall Europe.

Gray, R. (2002), “The social accounting project and Accounting organization society”, *Accounting, Organization and Society*, Vol. 27, pp. 687-708.

Gray, R.H., Owen, D.L. and Adams, C. (2010), “Some theories for social accounting? A review essay and tentative pedagogic categorisation of theorisations around social accounting”, *Advances in Environmental Accounting and Management*, Vol. 4, pp. 1-54.

GRI (2016). GRI 102: General disclosures. Amsterdam: Global Reporting Initiative.

Guthrie, J., Petty, R., & Ricceri, F. (2006). The voluntary reporting of intellectual capital: comparing evidence from Hong Kong and Australia. *Journal of Intellectual Capital*, 7(2), 254–271.

Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), 77–108. <https://doi.org/10.1108/09513579610109987>.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391–430.

Hasnas, J. (1998). The normative theories of business ethics: A guide for the perplexed. *Business Ethics Quarterly*, 8(1): 19-42.

Hater, J. J., & Bass, B. M. (1988). 'Superiors' evaluations and subordinates' perceptions of transformational and transactional leadership. *Journal of Applied Psychology*, 73, 695-702.

Hawn, O., & Ioannou, I. (2016). Mind the gap: The interplay between external and internal actions in the case of Corporate Social Responsibility. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2569–2588.

Healy, M.P. (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical literature", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, pp. 405-40.

Hess, D., & Warren, D. E. (2008). The meaning and meaningfulness of corporate social initiatives. *Business and Society Review*, 113, 163-197.

Hinze, A. K., & Sump, F. (2019). Corporate Social Responsibility and financial analysts: A review of the literature. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10, 183–207.

Hisrich, R. D., & Brush, C. (1984). The woman entrepreneur: Management skills and business problems. *Journal of Small Business Management*, 22, 30-37.

Hoang, T. C., Abeysekera, I., & Ma, S. (2018). Board diversity and corporate social disclosure: Evidence from Vietnam. *Journal of Business Ethics*, 151(3), 833–852.

Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of Corporate Social Responsibility disclosures among US firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497–527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>.

Holmes, S. L. (1978). Adapting corporate structure for social responsiveness. *California Management Review*, 21, 47-54.

Hussain, N., Rigoni, U., & Cavezzali, E. (2018). Does it pay to be sustainable? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance.

Ioannou I, Serafeim G. (2012). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School Research Working paper 11-100, Harvard Business School Working Paper Series: Boston, MA.

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *J. Appl. Corporate Finance* 14 8–21.

Jahn, J. and Brühl, R. (2019). “Can bad news be good? On the positive and negative effects of including moderately negative information in CSR disclosures”, *Journal of Business Research*, Vol. 97, pp. 117-128.

Johnson, Harold L. (1971). *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*. Belmont, Calif.: Wadsworth Publishing Co., Inc.

Kim, Y., Li, H., Li, S., (2014). Corporate Social Responsibility and stock price crash risk. *J. Bank. Financ.* 43, 1–13.

Kim, K. H., Kim, M., & Qian, C. (2015). Effects of Corporate Social Responsibility on corporate financial performance: A competitive-action perspective. *Journal of Management*, 44(3), 1097–1118.

Kolk, A. (2010). Trajectories of sustainability reporting by MNCs. *Journal of World Business*, 45(4): 367–374.

Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1–29. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr014>.

Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554.

Lankoski, L. (2000). Determinants of environmental profit: An analysis of the firm-level relationship between environmental performance and economic performance. Helsinki University of Technology.

Liao, L.; Lin, T.P.; Zhang, Y. (2016). Corporate board and Corporate Social Responsibility assurance: Evidence from China. *J. Bus. Eth.* 150, 211–225.

Lindblom, C. K. (1994). The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. Paper presented at the critical perspectives on accounting conference, New York.

Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 54(1), 1–32.

Lioui, A., & Sharma, Z. (2012). Environmental Corporate Social Responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78, 100–111.

Lipson, M. (2007). Peacekeeping: Organized hypocrisy? *European Journal of International Relations*, 13(1), 5–36.

Lu Y, Abeysekera I. (2014). Stakeholders' power, corporate characteristics, and social and environmental disclosure: evidence from China. *Journal of Cleaner Production* 64: 426–436.

Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3–41.

MacLean, T. L., & Behnam, M. (2010). The dangers of decoupling: The relationship between compliance programs, legitimacy perceptions, and institutionalized misconduct. *Academy of Management Journal*, 53(6), 1499–1520.

Marquis, C., & Qian, C. (2013). Corporate Social Responsibility reporting in China: Symbol or substance? *Organization Science*, 25(1), 127–148.

Martin KD, Cullen JB. (2006). Continuities and extensions of ethical climate theory: a meta-analytic review. *J. Bus. Ethics* 69:175–94.

Masulis, R. W., & Reza, S. W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 592–636.

Mazumdar, S. C., & Sengupta, P. (2005). Disclosure and the loan spread on private debt. *Financial Analysts Journal*, 61(3), 83–95.

McGuire, Joseph W. (1963). *Business & Society*. New York: McGraw-Hill.

McWilliams, A. and Siegel, D. (2001). 'Corporate Social Responsibility: a theory of the firm perspective'. *Academy of Management Review*, 26, 117–27.

Meek, G.K., Robert, C.B. and Gray, S. (1995), "Factors influencing voluntary annual report disclosures by US UK and Continental European multinational corporations", *Journal of International Business Studies*, Vol. 3, pp. 555-72.

Merton, R. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* (July): 483-510.

Meyer JW, Rowan B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology* 83: 340–363.

Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16(3), 477-509.

Miska, C., Witt, M., & Stahl, G. (2016). Drivers of global CSR integration and local CSR responsiveness: evidence from Chinese MNEs. *Business Ethics Quarterly*, 26(3): 317–345.

Nigro, C., Petracca, M. (2016). *La CSR dalle origini all'approccio neo-istituzionalista. Focus sui processi di isomorfismo e di decoupling*. G. Giappichelli Editore – Torino.

O'Riordan, L. & Fairbrass, J. (2008), 'Corporate Social Responsibility (CSR): Models and theories in stakeholder dialogue', *Journal of Business Ethics*, vol. 83, no. 4, pp. 745-758.

Palmer, J., & van der Vorst, R. (1997). New recipe green reporting for small and medium-size enterprises. *Eco-Management and Auditing*, 4(2), 57-67.

Qiu Y, Shaukat A, Tharyan R. (2016). Environmental and social disclosures: link with corporate financial performance. *British Accounting Review* 48: 102–116.

Reverte, C. (2012). The impact of better Corporate Social Responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, 253-272.

Rhee, S., & Lee, S. (2003). Dynamic change of corporate environmental strategy: Rhetoric and reality. *Business Strategy and the Environment*, 12, 175-190.

Ricart, J. E., Rodríguez, M. Á., & Sánchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom: An empirical examination of Dow Jones Sustainability World Index leaders. *Corporate Governance*, 5(3), 24-41.

Richardson, A. J. and M. Welker (2001). 'Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Capital', *Accounting, Organizations and Society* 26(7/8), 597–616. doi:10.1016/S0361-3682(01)00025-3.

Roberts, R.W. (1992), "Determinants of Corporate Social Responsibility disclosure: an application of stakeholder theory", *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 17 No. 6, pp. 595-612.

Roberts, P. and G. Dowling: (2002). 'Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance', *Strategic Management Journal* 23(12), 1077–1093. doi:10.1002/smj.274.

Rosener, J. B. (1995). *America's competitive secret: Utilizing women as a management strategy*. New York: Oxford University Press.

Sauerwald, S., & Su, W. (2019). CEO overconfidence and CSR decoupling. *Corporate Governance: An International Review*, 27, 283–300. <https://doi.org/10.1111/corg.12279>.

Scalet, S., & Kelly, T. F. (2010). CSR rating agencies: What is their global impact? *Journal of Business Ethics*, 94(1), 69–88. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0250-6>.

Schnackenberg, A. K., & Tomlinson, E. C. (2016). Organizational transparency: A new perspective on managing trust in organization-stakeholder relationships. *Journal of Management*, 42(7), 1784–1810. <https://doi.org/10.1177/0149206314525202>.

Schons L, Steinmeier M. (2016). Walk the talk? How symbolic and Substantive CSR actions affect firm performance depending on stakeholder proximity. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 23(6): 358–372.

Serafeim, G. (2011). Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting. *Journal of Accounting Research*, 49 (2): 529-571.

Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937–967.

Slater, A., & Gilbert, S. (2004). The evolution of business reporting: Make room for sustainability disclosure. *Environmental Quality Management*, 14(1), 41-48.

Smidts A, Pruyn ATH, Van Riel CBM. (2001). The impact of employee communication and perceived external prestige on organizational identification. *Academy of Management Journal* 49: 1051–1062.

Smith, C. (2003). Corporate Social Responsibility: Whether or how?, *California Management Review*, 45(4): 52-76.

Soana, M. G. (2011). The relationship between corporate social financial performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 104(1), 133–148.

Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 1, pp. 111–165). Elsevier.

Sun L, Aryee S, Law KS. (2007). High-performance human resource practices, citizenship behavior, and organizational performance: a relational perspective. *The Academy of Management Journal* 50: 558–577.

Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463–490.

Tashman, P., Marano, V., & Kostova, T. (2019). Walking the walk or talking the talk? Corporate Social Responsibility decoupling in emerging market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 50(2), 153–171.

Testa, F., Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Frey, M. (2018). Does it pay to be a greenwasher or a brownwasher? *Business Strategy and the Environment*. <https://doi.org/10.1002/bse.2058>.

Ting, P. H., & Yin, H. Y. (2018). How do Corporate Social Responsibility activities affect performance? The role of excess control right. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1320–1331. <https://doi.org/10.1002/csr.1641>.

Triple Pundit. (2012). Top 10 mistakes in CSR communications. <https://www.triplepundit.com/story/2012/top-10-mistakes-csr-communications/64051>.

Turban DB, Greening DW. (1996). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal* 40: 658–672.

Ullmann, A, Data in Search of a Theory a Critical Examination of the Relationstup Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance, *Academy of Management Review* (1985) pp 540-577.

Unerman, J. & Bennett, M. (2004), 'Increased stakeholder dialogue and the internet: Towards greater corporate accountability or reinforcing capitalist hegemony?', *Accounting, Organizations and Society*, vol. 29, no. 7, pp. 685-707.

United Nations Conference on Trade and Development. (2011). Corporate governance disclosure in emerging markets: Statistical analysis of legal requirements and company practices. https://unctad.org/en/docs/diaeed2011d3_en.pdf.

Verdeyen V, Put J, Van Buggenhout B. 2004. A social stakeholder-model. *International Journal of Social Welfare* 13: 325–331.

Verrecchia, R. E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32: 97–180.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.

Wagner, M. (2001). A review of empirical studies concerning the relationship between environmental and financial performance. What does the evidence tell us? Luneburg, Germany: Center for Sustainability Management.

Walker, K., & Wan, F. (2012). The harm of symbolic actions and greenwashing: Corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications. *Journal of Business Ethics*, 109(2), 227–242.

Walton, Clarence C. (1967). *Corporate Social Responsibilities*. Belmont, Calif.: Wadsworth Publishing Co, Inc.

Wang, H., & Qian, C. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54: 1159-1181.

Weaver GR, Trevino LK, Cochran PL. 1999. Integrated and decoupled corporate social performance: management commitments, external pressures, and corporate ethics practice. *Academy of Management Journal* 42: 564–576.

Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of Management and Governance*, 8(3), 255–277.

Weick, K. E. (1976). Educational organizations as loosely coupled systems. *Administrative Science Quarterly*, 21, 1–19.

Wickert, C., Scherer, A. G. and Spence, L. (2016). Walking and Talking Corporate Social Responsibility: Implications of Firm Size and Organizational Cost. *Journal of Management Studies*, doi: 10.1111/joms.12209.

Winn, M. L., & Angell, L. C. (2000). Towards a process model of corporate greening. *Organization Studies*, 21(6), 1119–1147.

Wood, D. (2016). Corporate Social Performance. In R. Griffin (Ed.), Oxford bibliographies online-management.

Zeelenberg, M., & Pieters, R. (2004). Beyond valence in customer dissatisfaction: A review and new findings on behavioral responses to regret and disappointment in failed services. *Journal of Business Research*, 57: 445- 455.

Zhang, R. and Z., Rezaee, (2009). “Do Credible Firms Perform Better in Emerging Markets? Evidence from China”, *Journal of Business Ethics* 90, pp. 221–237.

Zott C, Huy QN. (2007). How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly* 52: 70–105.

SITOGRAFIA

<https://eur-lex.europa.eu/>.

<https://sa-intl.org/>.

<https://www.bsr.org/en/>.

<https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center/>.

https://www.iisd.org/business/tools/principles_ceres.aspx.

<https://www.iso.org/home.html>.

<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>.