



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Il greenwashing, il brownwashing,
l'institutional void e la vulnerabilità sulle
performance aziendali: un'analisi empirica**

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureanda/o

Mauro Ballardin
Matricola 877650

Anno Accademico

2019 / 2020

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 – RESPONSABILITÀ SOCIALE D’IMPRESA	6
1.1 Introduzione	6
1.2 Evoluzione e caratteristiche della CSR	7
<i>1.2.1 La Responsabilità sociale d’impresa</i>	7
<i>1.2.2 La CSR nel corso del tempo</i>	8
<i>1.2.3 Vantaggi e svantaggi della Responsabilità Sociale d’impresa</i>	13
1.3 Evoluzione storica della Sostenibilità e Sviluppo sostenibile	15
1.4 La sostenibilità aziendale	18
1.5 Comunicazione aziendale volontaria	19
1.6 Comunicazione CSR, principali strumenti e linee guida	20
<i>1.6.1 GRI (Global Reporting Iniziative)</i>	22
<i>1.6.2 UN Global Compact (UNGC)</i>	24
1.7 Relazione tra Corporate Social Responsibility (CSR) e Corporate Financial Performance (CFP)	26
CAPITOLO 2 – CSR DECOUPLING	30
2.1 Introduzione	30
2.2 CSR decoupling e decoupling ambientale	31
<i>2.2.1 Le diverse gestioni intraprese dalle imprese</i>	31
<i>2.2.2 Azioni interne ed esterne</i>	33
<i>2.2.3 decoupling ambientale</i>	35
CAPITOLO 3 – L’IMPATTO DI ALCUNE VARIABILI SULLA PERFORMANCE FINANZIARIA	39
3.1 Introduzione	39

3.2 Obiettivo della ricerca	41
3.3 Sviluppo delle ipotesi	42
3.3.1 <i>L'effetto del greenwashing e del brownwashing sulla performance aziendale</i>	42
3.3.2 <i>L'effetto dell'Institutional Void sulla performance aziendale</i>	47
3.3.3 <i>L'effetto del Vulnerability sulla performance aziendale</i>	52
3.5 Metodologia d'analisi	56
3.5.1 <i>Campione di riferimento</i>	56
3.5.2 <i>Il modello di regressione</i>	57
3.5.3 <i>Variabili dipendenti: Tobin's Q, ROE, ROA</i>	59
3.5.4 <i>Variabili indipendenti di interesse del primo modello: Greenwashing e Brownwashing</i>	60
3.5.5 <i>Variabili indipendenti di interesse del secondo modello Institutional Void</i>	62
3.5.6 <i>Variabili indipendenti di interesse del terzo modello Indici di Vulnerabilità ND-GAIN</i>	69
3.5.7 <i>Variabili di controllo</i>	69
3.5.8 <i>Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice</i>	75
3.5.9 <i>Medie dei punteggi nei diversi paesi</i>	79
3.6 Analisi descrittiva del dataset	80
3.7 Analisi empirica	94
3.7.1 <i>Statistiche descrittive, correlazioni e multicollinearità delle variabili del modello</i>	94
3.7.2 <i>Analisi dei risultati delle regressioni</i>	103
3.8 Discussione dei risultati	113
CONCLUSIONI	119
BIBLIOGRAFIA	122
SITOGRAFIA	137

INTRODUZIONE

Le pressioni esterne di diversi stakeholder e istituzioni nazionali e internazionali, che si sono registrate negli ultimi decenni, hanno indotto le imprese a migliorare le proprie prestazioni sociali ed ambientali valutate attraverso attività di responsabilità sociale di impresa. La Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) o Corporate Social Responsibility (CSR) dà modo alle imprese di soddisfare gli interessi degli stakeholder, dai quali dipende la sopravvivenza della stessa ed è un fattore oggi importante per perseguire lo sviluppo economico. Sebbene in letteratura siano presenti moltissimi esempi di programmi CSR andati a buon fine e che hanno ottenuto successo, la caratteristica discrezionale che viene lasciata alle imprese ha indotto queste ultime a rilasciare delle comunicazioni volontarie non sempre basate su dati reali. Management che adottano ad esempio un comportamento opportunistico o che non risultano essere veramente attenti a queste tematiche possono fuorviare deliberatamente l'attenzione dei portatori di interesse che stanno attorno a loro. La maggior parte della letteratura sostiene che, implementare all'interno delle strategie aziendali i programmi CSR, consolidi il rapporto con gli stakeholder, dando modo di aumentare l'affidabilità reciproca e di migliorare l'immagine e la performance finanziaria aziendale. Tuttavia, le imprese che decidono di imboccare questa strada, cercando di migliorare il benessere della società e dell'ambiente, non ottengono solamente dei benefici, quale può essere un buon ritorno economico, ma possono generare anche dei costi, che possono portare ad uno svantaggio competitivo rispetto a concorrenti che non implementano questa pratica nella politica. I costi, la concorrenza e, in aggiunta, l'aumento delle pressioni esterne, hanno indotto alcune imprese a comunicare al pubblico risultati che non corrispondevano al reale impegno profuso in azioni CSR. Questo è dovuto principalmente alla natura volontaria che caratterizza questa comunicazione. Le imprese infatti sono lasciate libere di comunicare agli stakeholder nel modo che ritengono più opportuno. La discrepanza che si genera tra l'implementazione di pratiche CSR in azienda e la relativa *disclosure* volontaria rilasciata, viene definita con il termine di “*decoupling*”.

Dal punto di vista ambientale, questo disallineamento porta a etichettare le imprese con due termini ben distinti: *greenwashing* e *brownwashing*. Vengono definite imprese *greenwashing* quelle aziende che comunicano le loro prestazioni ambientali sovraperformandole; vengono chiamate imprese *brownwashing*, invece, quelle aziende che tendono a sottovalutare le loro performance o a non comunicare affatto i risultati ottenuti.

Imprese che operano nello stesso settore e che hanno caratteristiche molto simili non sempre ottengono gli stessi risultati. Tutto dipende dal contesto economico e geografico in cui sono inserite. Ciò che fa la differenza è il livello di qualità istituzionale, che molto spesso distingue le economie avanzate da quelle emergenti. Questa differenza causa non pochi problemi alle realtà economiche insediate in certi luoghi. La bassa qualità delle istituzioni, presente nei mercati in via di sviluppo, viene indicata, in molte ricerche, con il termine di Vuoto Istituzionale. Le aziende presenti in questi ambienti possono trovare molte difficoltà a svolgere il proprio operato, proprio perché, la presenza di Vuoti Istituzionali molto spesso causa un ostacolo al regolare e corretto funzionamento commerciale delle imprese. L'ambiente istituzionale a cui sono vincolate le imprese, quindi, riesce a modellare le loro risposte strategiche. Le imprese insediate da tempo in questi luoghi, hanno una conoscenza tale da riuscire a sopravvivere e prosperare in condizioni che altre imprese, collocate in ambienti con economie avanzate, non saprebbero come affrontare. Questo perché il Vuoto Istituzionale comporta, in molti casi, l'assenza di tutela e garanzia da parte di istituzioni, che può aggravare i rischi di negoziazione, la mancanza di trasparenza e l'affidabilità delle informazioni, fondamentali in un mercato libero, un ostacolo a un funzionamento efficace del sistema economico. Il grado di supporto che un'istituzione forte può dare è diverso da quello delle economie in via di sviluppo. Le aziende insediate nelle economie emergenti devono affrontare diversi tipi di rischi che potrebbero limitare la loro crescita. La letteratura ha evidenziato come le imprese stiano adottando diverse strategie o strutture di governance, da sole o insieme ad altri attori, per compensare, modellare e persino sfruttare le debolezze istituzionali. L'esempio che si trova più spesso è quello dell'internazionalizzazione, strategia che consente alle imprese di aprirsi a nuovi mercati esteri, instaurando rapporti con altre realtà economiche e con nuovi stakeholder, con lo scopo di aumentare le vendite e ottenere l'accesso a fonti di finanziamento o a materie prime a condizioni favorevoli. Attraverso l'internazionalizzazione, le imprese possono bypassare le condizioni di Vuoto Istituzionale, appoggiandosi a sistemi e a condizioni politiche che differiscono notevolmente dal loro ambiente istituzionale di origine. Tuttavia, possono incontrare difficoltà nell'espandersi all'esterno, in quanto gli stakeholder collocati in paesi sviluppati potrebbero essere influenzati da una sorta di deficit di credibilità o pregiudizio, che porta a stigmatizzare le imprese provenienti da un determinato mercato. Questa caratteristica, che accumuna le imprese delle economie emergenti, viene definita con il termine di "liability of origin". Queste imprese sono quindi costrette a fare un grosso sforzo, in termini di spesa, che influenza la loro performance finanziaria e che altre imprese provenienti da paesi avanzati non devono sopportare. Le

imprese localizzate in paesi in via di sviluppo devono affrontare diverse sfide, assenti, o presenti in modo ridotto nei paesi avanzati.

Oltre alla disparità dei contesti istituzionali, le economie emergenti sono chiamate ad affrontare, più delle altre, un problema di portata globale, quello del cambiamento climatico, fenomeno al quale stiamo assistendo da diversi decenni. Nei mercati in via di sviluppo sono presenti comunità e istituzioni meno consapevoli e preparati ad affrontare le conseguenze da tale sfida. A seguito dell'accordo di Parigi del 2015, il primo accordo globale, legale e vincolante, incentrato al mantenimento del clima Molte sono state le forme di finanziamento, provenienti per lo più da soggetti pubblici e privati, messe in atto con l'intento di aiutare i paesi emergenti e di accompagnarli verso una crescita più sostenibile, dando loro modo di sviluppare le condizioni per un miglior adattamento climatico. In certe regioni del mondo, infatti, il cambiamento climatico potrebbe destabilizzare ulteriormente l'economia locale, il che metterebbe ancora più in difficoltà le imprese. Molti dei governi delle economie emergenti non sono realmente consapevoli di quanto questo cambiamento possa essere pericoloso in futuro. Inoltre, ci sono settori che più di altri risentono di questo cambiamento e le economie in via di sviluppo, in alcuni casi, potrebbero subire un grosso contraccolpo se non si mobilitano al più presto. Si pensi ad esempio a Stati la cui economia dipende in modo massiccio dall'agricoltura, oppure a paesi che si affacciano sul mare; questi ultimi, a causa dell'innalzamento delle acque, potrebbero vedere spazzato via in pochi attimi quanto prodotto in anni. Molti donatori hanno quindi cercato di indirizzare in modo mirato i loro finanziamenti, destinandoli ai paesi più vulnerabili rispetto ai cambiamenti climatici. Per poter valutare la reale vulnerabilità di un paese è stato utilizzato l'indice ND-GAIN, che più di altri riesce a valutare e a comparare diversi Stati in base appunto alla vulnerabilità che questi presentano. Sviluppato dall'Università di Notre Dame, il Notre Dame Global Adaptation Index, classifica l'adattamento climatico di 192 paesi del mondo, valutando, per le sei aree più critiche, (cibo, acqua, salute, servizi ecosistemici, habitat umano e infrastrutture) l'esposizione al cambiamento, la sensibilità della comunità nei confronti del cambiamento e la capacità di adattamento al cambiamento stesso. Essere un paese vulnerabile significa essere maggiormente predisposto a subire gli impatti dei rischi climatici.

Questo elaborato si pone l'obiettivo di individuare gli effetti che pratiche come *greenwashing*, *brownwashing*, e indici quali *Vuoti Istituzionali del paese di origine* e *Vulnerabilità* di un paese al cambiamento climatico, possano avere sulle performance finanziaria delle imprese.

In particolare, ad una parte iniziale, dove si esporranno le principali caratteristiche e concetti in tema di CSR (*decoupling*, *greenwashing* e *brownwashing*), evidenziandone le loro implicazioni a livello aziendale, farà seguito la creazione e sviluppo di un meta-indice¹, per ottenere l'indice dei Vuoti Istituzionali del paese d'origine. Per poter ottenere questo meta-indice, si è seguito il lavoro condotto da Tashman, Marano, & Kostova, (2019) e da Globerman e Shapiro (2003), nel quale, attraverso una tecnica statistica, chiamata analisi delle componenti principali (o *principal component analysis* in inglese - PCA), è stato possibile semplificare una serie di dati in un numero minore di componenti. Nel mio lavoro, grazie all'utilizzo del software STATA, ho semplificato sei indici², che descrivono le strutture di governance di un paese, in un unico componente, in grado racchiudere all'incirca più dell'85% delle informazioni, che provenivano dal set di dati iniziale. È quindi stato possibile accostare ad ogni impresa un punteggio, che corrispondeva alla sua qualità istituzionale (un punteggio elevato corrisponde ad una migliore qualità istituzionale). Ma, per poter ottenere la variabile giusta di questa ricerca, è stato necessario invertire il valore ottenuto dalla prima componente principale, per cui, una più bassa qualità istituzionale corrisponde un punteggio più alto.

Fatto ciò, nella parte finale dell'elaborato, dopo aver descritto la tecnica utilizzata per la creazione di questo meta-indice, è stata svolta la ricerca empirica, basata su un panel data complessivo, composto da 48.491 osservazioni, divise in 6.584 società quotate, situate in 78 paesi diversi, relative ad un periodo di 15 anni (dal 2002 al 2017).

Inizialmente, con il primo modello di ipotesi, si sono analizzati gli effetti che due pratiche, condotte su un vasto campione di imprese, quali il *greenwashing* e *brownwashing*, possono avere sulle performance finanziarie; in particolare sono stati circoscritti i loro effetti su una misura di mercato (Tobin's Q) e su due misure contabili (ROE e ROA). Il secondo modello preso in considerazione, si riferisce all'indice dei Vuoti Istituzionali del paese di origine, che ricordo avere un valore inverso rispetto a quanto si potrebbe presumere dai numeri positivi o negativi. Avendo invertito i valori ottenuti, grazie alla prima componente principale è stato possibile determinare la variabile di nostro interesse, dove, ad un più alto valore, è associata

¹ Si rimanda al paragrafo 3.5.8 “Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice”

² Voce e responsabilità, stabilità politica e assenza di violenza, efficacia del governo, qualità normativa, norma di legge e controllo della corruzione, sei componenti stimate da Kaufmann et al. (1999a) e che sono ad oggi disponibili presso il sito della Banca Mondiale. Per una migliore comprensione di questi indici si rimanda al paragrafo 3.5.5 “Variabili indipendenti di interesse del secondo modello *Institutional Void*” alla sezione Worldwide Governance Indicators (WGI).

una più bassa qualità istituzionale e viceversa. In questo secondo modello, quindi, si è cercato prima di capire l'influenza che questa variabile ha sulle componenti di performance finanziaria descritte precedentemente, poi, si è voluto capire come i Vuoti Istituzionali, influenzati dall'aggiunta di una variabile fittizia che rappresentava i paesi in via di sviluppo, potessero incidere sulle performance finanziarie. Si è quindi indagato sugli effetti prodotti dall'indice di Vulnerabilità sulle performance finanziarie, e poi su come un'influenza aggiuntiva, data da Stati che presentavano una bassa qualità istituzionale, sulla Vulnerabilità, potesse influenzare la performance. Infine, si è condotto un ulteriore test sulla variabile di performance ROA, in quanto era l'unica che non presentava un impatto aggiuntivo generato dalla presenza di una bassa qualità istituzionale, allo scopo di verificare se questa componente non influisse effettivamente sull'impatto della Vulnerabilità nella performance ROA.

Le influenze causate dalle prime due variabili (*greenwashing* e *brownwashing*) hanno ottenuto un impatto negativo, solamente sulle variabili di performance contabili, dimostrando che al loro aumentare, le variabili ROE e ROA diminuiscono, invece, per quanto riguarda le ultime due variabili (*Institutional Void* e *Vulnerability*), si è registrato con le stesse misure di performance contabili una relazione positiva. Tobin's Q, ha ottenuto, invece, solamente due risultati significativi, una con la variabile *brownwashing*, e una con la variabile *Vulnerability*. In entrambi i casi, però, i risultati sono stati opposti a quanto ottenuto da ROE e ROA.

CAPITOLO 1 – RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA

1.1 Introduzione

In questo capitolo verrà introdotto il tema di responsabilità sociale d'impresa, si descriveranno i principali motivi che, secondo la letteratura, hanno indotto sempre più imprese ad includere la CSR nella propria strategia aziendale, anche se risulta ancora oggi un'azione volontaria, lasciata al volere discrezionale delle imprese. Si cercherà di descrivere quali sono stati i motivi che hanno indotto le aziende a cambiare i propri principali obiettivi, aggiungendo al solo scopo economico, che si potevano prefiggere fino a qualche decennio fa, anche dimensioni ambientali e sociali.

Verrà presentato un breve sunto dell'evoluzione della CSR dai primi anni del Novecento ad oggi. Inoltre, seguendo la letteratura, si individueranno i punti a favore e a sfavore di tale pratica riscontrati fino a questo momento. Verranno esposti anche i concetti di uso comune riguardanti la sostenibilità e lo sviluppo sostenibile, due terminologie nate in un momento successivo alla responsabilità sociale d'impresa, ma che ormai hanno interessato anche le istituzioni nazionali e internazionali e che hanno permesso di sensibilizzare la società riguardo alla protezione e al rispetto dell'ambiente.

Lo sviluppo del tema della responsabilità sociale d'impresa in aggiunta alla pressione esercitata dall'esterno, ha visto l'aumento anche di comunicazioni volontarie dei rapporti di sostenibilità rilasciate dalle imprese, per cercare di rispondere a tutte le necessità e diminuire eventuali dubbi che potevano insorgere negli stakeholder, dando loro modo di riconoscere l'impegno delle imprese verso questo tema.

Ci si focalizzerà quindi su questa *disclosure* volontaria che, affiancata ai rapporti obbligatori che le imprese sono costrette a rilasciare, permette di diminuire l'eventuale asimmetria informativa che si verrebbe a creare tra azienda e stakeholder. Si descriveranno quindi i più importanti strumenti e linee guida che sono nati in questi anni, a cui le imprese aderiscono per una migliore e più facile rendicontazione di sostenibilità aziendale.

Infine, si illustreranno le conseguenze, in termini di performance aziendale, che gli studiosi hanno messo in luce.

1.2 Evoluzione e caratteristiche della CSR

1.2.1 La Responsabilità sociale d'impresa

Il ruolo dell'impresa a livello globale è ampiamente cambiato negli ultimi decenni. Grazie allo sviluppo economico che ha caratterizzato molti Stati nel mondo, infatti, sono cresciute la sensibilizzazione verso una maggiore salvaguardia ambientale e la promozione del benessere della comunità, con la conseguente soddisfazione degli interessi di diversi stakeholder, dalla quale dipende la sopravvivenza dell'impresa stessa. Alle aziende è richiesta una maggiore responsabilità sociale, utile a perseguire lo sviluppo economico e sostenibile in modo trasparente, equo e rispettoso dei diritti umani, sociali e ambientali.

Molti studiosi hanno provato ad individuare un modello di gestione standardizzato che potesse adattarsi bene ad ogni ambito aziendale, ma ad oggi, visti i diversi contesti locali e ambientali da cui è contraddistinta ogni realtà imprenditoriale, non è stato possibile avere un'unica soluzione comune. Le imprese riescono comunque a divulgare, oltre le informazioni finanziarie che vengono rilasciate attraverso il bilancio di esercizio, rapporti extra-finanziari, che danno modo di far conoscere l'impegno e le prestazioni che queste ottengono in materia ambientale e sociale. Tali rapporti non sono obbligatori come il bilancio, ma al giorno d'oggi ormai poche realtà economiche rinunciano ad emettere rapporti di CSR e sostenibilità. La Responsabilità Sociale d'Impresa o Corporate Social Responsibility (RSI o CSR³ in breve), dà modo alle imprese di includere nella propria strategia aziendale, nelle proprie operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate, nuovi aspetti sociali ed ecologici che fino a qualche decennio fa erano sconosciuti; l'unico obiettivo che interessava alle imprese era quello di ottenere profitto dal proprio business. Il tema della CSR non è nuovo nemmeno a livello europeo. Già nel 2001 nel contesto della strategia di Lisbona, la Commissione presentò il Libro Verde intitolato: "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese". Nel 2011 la stessa, presentò un pacchetto legislativo, dove invitava le grandi imprese europee a fornire, oltre ai bilanci finanziari annuali della loro attività, anche informazioni sulla sostenibilità economica, sociale e ambientale. Nel 2013 decise di adottare una Direttiva⁴ entrata

³ In questo elaborato verranno utilizzati i seguenti due termini come sinonimi

⁴ Direttiva 2013/34/UE poi modificata con la Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014

in vigore nel nostro paese il 25 gennaio 2017⁵, che ha reso obbligatorio, alle aziende di grandi dimensioni e con determinate caratteristiche, una dichiarazione di carattere non finanziario, in nome di una maggiore trasparenza. I principi di RSI permettono di implementare politiche e strategie aziendali, che siano rivolte alla sostenibilità ambientale e sociale, all'investimento in capitale umano e alla salvaguardia della relazione con gli stakeholder, mentre, attraverso i rapporti, le aziende possono comunicare i risultati ottenuti in materia ambientale e sociale; consentono inoltre di diminuire l'asimmetria informativa nei confronti di tutti quei soggetti che hanno interessi, di qualunque tipo, verso l'azienda. Se fino a qualche decennio fa si pensava fossero interessati alle dinamiche aziendali solamente soci e azionisti, ovvero i soggetti più "interni" all'azienda (gli stockholder), oggi è stata riconosciuta la presenza fondamentale di altri attori sociali (gli stakeholder); cioè clienti, fornitori, consumatori ecc. Tutte le parti interessate possono documentarsi sulle dinamiche generali dell'impresa e prendere le dovute decisioni, potendo così, influenzare le aziende. Le imprese in sostanza devono saper conciliare finalità economiche, sociali ed ambientali in un'ottica di sostenibilità futura.

1.2.2 La CSR nel corso del tempo

Molti accademici sostengono che la prima discussione, riguardo la responsabilità sociale d'impresa risalga ai primi anni Trenta del 1900 (Carroll, 1999), quando Berle e Means sostennero che l'impresa, soprattutto quella privata, doveva essere considerata come un'attività pubblica e che, in quanto tale, non doveva solamente pensare al proprio tornaconto, ma dimostrare un maggiore impegno a chi le stava attorno. Colui che viene comunque classificato dalla maggior parte dei ricercatori come il vero ideatore, il padre fondatore del concetto di CSR è Howard R. Bowen, un professore di economia del Williams College, del Massachusetts. Nel 1953, con la pubblicazione del suo libro, affermò che la responsabilità sociale d'impresa doveva essere intesa come il dovere dato agli "uomini d'affari", appunto businessman (Bowen, 1953).

⁵ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il Decreto Legislativo del 30/12/2016 n. 254

Secondo Bowen, la responsabilità sociale si riferisce "all'obbligo degli uomini d'affari di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni, o di seguire quelle linee di azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori della nostra società" (Bowen, 1953, pag. 6)

Per la prima volta si pensa ad un collegamento tra impresa e società. Secondo l'autore, gli uomini d'affari, nel prendere le decisioni, dovevano essere capaci di far coincidere gli obiettivi economici e i valori sociali. Questo modo di pensare vide l'approvazione di molti altri ricercatori e studiosi, fino ai primi anni Sessanta, quando si adottò un approccio considerato più aperto e semplicistico; lo studioso Davis vedeva la Corporate Social Responsibility come decisioni e azioni che l'impresa "prende in parte al di là dell'interesse economico o tecnico diretto dell'impresa" (Davis, 1960, pag.70), azioni e decisioni che dovevano essere viste come aggiuntive all'attività aziendale. Nel decennio successivo, le definizioni riguardo la CSR e i soggetti interessati a questa tematica si ampliarono, tanto che la CSR attirò l'attenzione anche di alcune istituzioni, come il Committee for Economic Development (CED) che nel 1971 ne diede una propria definizione; in base a questa, le aziende erano considerate responsabili nei confronti della società e, essendone parte, della stessa, devono ottenere una "licenza per operare" (Nielsen et al. 2007). La CSR veniva descritta come un insieme composto tra tre cerchi concentrici contenenti le diverse responsabilità, in base alla loro importanza, a cui dovevano rispondere le imprese. Partendo dal centro, l'impresa doveva eseguire le proprie funzioni economiche, intese come contributo alla crescita economica sociale, in modo efficiente, dando maggiori opportunità di lavoro; proseguendo verso l'esterno, l'impresa avrebbe incontrato il cerchio intermedio, dove si richiedeva la consapevolezza di cambiare i propri valori e priorità e provare ad ampliare gli obiettivi, come il perseguimento di problemi sociali e ambientali. Fra gli obiettivi della CSR si richiedeva, ad esempio una maggiore tutela ambientale o un più equo trattamento da rivolgere ai propri dipendenti. Infine, l'ultima responsabilità, indicata con un ultimo cerchio, descriveva la volontà di contribuire attivamente allo sviluppo. Nel 1970 fece notizia anche un articolo pubblicato in un noto quotidiano di New York⁶, dall'economista Milton Friedman, intitolato *la responsabilità sociale delle imprese è aumentare i propri profitti*, il quale andava a contraddire il pensiero di Bowen: l'impresa, ancora una volta, non doveva pensare ad altre cose, se non ai propri profitti. L'unica responsabilità sociale a cui dovevano rispondere le imprese, non doveva essere diversa da

⁶ Il New York Times Magazine

quella economica; doveva essere considerata come un'entità nata per far aumentare i propri profitti e per farlo doveva seguire le giuste regole. Friedman scrisse:

“un'impresa ha una e una sola responsabilità sociale: quella di utilizzare le proprie risorse e dedicarsi ad attività miranti ad aumentarne i profitti, a patto di rispettare le regole del gioco, vale a dire di impegnarsi in una competizione aperta e libera, senza inganni né frodi (Friedman, 1970, pag.63)”.

Friedman intendeva che l'impresa doveva fare l'impresa, e l'unico obiettivo che la comunità doveva richiederle era di far accrescere il fatturato con i mezzi utilizzati, riconosciuti dalla legge, e da qualsiasi altro concorrente. Se un amministratore, nel dirigere l'impresa e utilizzando nel migliore dei modi le risorse che gli vengono messe a disposizione, fa profitti, sta svolgendo il suo compito. Ha una responsabilità diretta verso i datori di lavoro (gli azionisti e soci), considerati da Friedman i veri proprietari dell'impresa e, in quanto tali, erano gli unici a cui gli amministratori devono pensare. Questo perché, sono loro i soggetti che apportano capitale in azienda e che all'interno del consiglio di amministrazione eleggono gli amministratori. I valori alla base della CSR, invece, dovevano essere opposti ai valori capitalistici e lasciati alla sola volontà dell'impresa senza essere imposti agli amministratori; Friedman indicava invece come questa era una responsabilità da attribuire alle istituzioni governative del paese, le uniche che, secondo l'autore, dovevano essere obbligate a rispondere ai bisogni sociali. Furono anni quelli, in cui si contribuì notevolmente alla letteratura della CSR. Nel 1979 un professore universitario statunitense, Archie B.Carroll, divise il modello di Responsabilità Sociale d'impresa in tre dimensioni, ognuna delle quali aveva un diverso livello priorità. Secondo l'autore, la CSR doveva servire a rispondere a diversi scopi:

“le aspettative economiche, giuridiche, etiche e discrezionali che la società ha nei confronti delle organizzazioni in un dato momento” (Carroll, 1979, p. 500)

Un'opinione, questa, diversa dai suoi predecessori. Carroll associa all'impresa quattro tipi di responsabilità. Egli elaborò un modello di CSR di tipo piramidale, utile alle imprese per comprendere e definire i diversi obiettivi nelle proprie strategie (Carroll, 1979). Alla base della piramide, secondo tale ricerca, c'è la responsabilità economica, che l'impresa adempie creando profitti per gli azionisti, tramite la vendita dei propri beni e servizi; al livello successivo troviamo invece la responsabilità giuridica, che chiede alle imprese di operare rispettando le leggi. Nello stadio successivo troviamo invece la responsabilità etica, dove si sollecita

l'impresa a svolgere il proprio operato, seguendo criteri di giustizia, equità e imparzialità; Infine, troviamo la responsabilità filantropica e discrezionale verso la società e la comunità. Questa, a differenza delle altre, non è obbligata, ma è caratterizzata da una scelta volontaria lasciata alle imprese (Carroll, 1979). Con questo modello, si è per la prima volta implementato nella responsabilità sociale d'impresa il termine di volontarietà e discrezionalità. Cambiò il modo con cui si descriveva la responsabilità sociale dell'impresa, intesa non più solo come rispetto delle regole per raggiungere un incremento del profitto, ma anche come comportamento equo ed eticamente corretto, così da ottenere un miglioramento su più fronti. Queste diede modo alle imprese di implementare meglio nella propria strategia la responsabilità sociale. Negli anni Ottanta, le organizzazioni avevano iniziato a interagire in modo sempre più assiduo non solo con soggetti interni, ma anche con attori esterni che influenzavano il loro modo di agire. Il 1984 si ricorda per la “teoria degli Stakeholder⁷”, proposta ed elaborata dall'americano Edward Freeman, che vede l'impresa come un operatore, contornato da una serie di soggetti contraddistinti da differenti e contrastanti bisogni. Freeman identifica gli stakeholder come “qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione, che sono vitali per la sopravvivenza e il successo della società e senza i quali l'impresa non sarebbe in grado di sopravvivere (Freeman, 1984 p.40)”. Nel suo libro “Strategic management: a stakeholder approach” cambia il modo in cui alle imprese era richiesto l'impegno nella CSR; la responsabilità sociale non doveva essere intesa solamente come il perseguimento degli interessi degli azionisti e dei soci - gli stockholder -, ma le imprese dovevano agire ed essere organizzate per adempiere agli interessi anche di altri soggetti – gli stakeholder -, da lui descritti come “portatori di interesse”. Non sono infatti solo gli azionisti e i soci che possono influenzare ed essere influenzati dall'impresa, ma avendo essa molti rapporti con altri soggetti, che in un modo o nell'altro entrano in contatto (ad esempio fornitori, clienti, comunità locale ecc.), non può non tenerne conto (Carroll e Shabana, 2010; Freeman et al., 2004). Gli stakeholder, infatti, controllano le risorse che possono essere importanti per le aziende, e di conseguenza le relazioni stabilite con loro dovrebbero essere gestite correttamente, per assicurare ricavi e profitti (Wang et al., 2016). Solo una fiducia reciproca, secondo l'autore, permetterà di mantenere una continuità di relazioni tra attori interni ed esterni e garantirà in questo modo la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo. Nelle teorie precedenti, invece, si richiedeva solamente l'adempimento degli interessi di un gruppo ristretto di soggetti, con obiettivi di breve

⁷ Strategic management. A stakeholder approach

periodo. Gli stakeholder non investono in capitale di rischio della società e quindi non hanno un potere diretto sulle decisioni e sui processi della stessa, ma in un modo o nell'altro ne subiscono comunque le conseguenze (Verde, Melania 2017 pag. 21). Tutto questo permise di acquisire maggiore consapevolezza, poi incrementata ulteriormente negli anni Novanta, nei confronti di una maggiore tutela ambientale e sociale, e ci si convinse sempre più che la parte economica dell'impresa doveva comprendere anche la responsabilità sociale. L'aspetto ambientale, fino alla metà degli anni Novanta, non venne quasi mai trattato da studiosi o istituzioni; o almeno non venne trattato allo stesso modo della questione sociale. Nel 1994 l'imprenditore John Elkington incluse anche la tutela degli ecosistemi e delle risorse naturali all'interno delle pratiche CSR e permise di pensare ad un nuovo approccio che comprendesse anche quest'ultimo aspetto; con ciò quello che oggi conosciamo con il termine di Triple Bottom Line (TBL in breve), "economico, sociale e ambientale", con il quale le imprese, attraverso il loro operato, potrebbero influenzare positivamente o negativamente l'ambito sociale e/o ambientale e di conseguenza chi le gestisce dovrebbe prestare attenzione a tutti e tre i profili. È da questo momento che prende piede il concetto che oggi conosciamo con il termine di sostenibilità, che viene misurata usando il modello della TBL, dando così la possibilità di monitorare l'impegno dimostrato dalle imprese. Nel 2001 la responsabilità sociale ha interessato anche la Commissione Europea. Il 18 luglio, nel contesto della Strategia di Lisbona, la Commissione presentò il "Libro Verde" intitolato "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese", nel quale diede una sua interpretazione di CSR, descrivendola come l'"integrazione volontaria di problematiche sociali e ambientali nelle attività aziendali e nell'interazione con le parti interessate" (COM, 2001, 366 pag. 8). La peculiarità della cosa è che ciò non impose nulla alle imprese, ma permise loro di valutare se erano in grado di poterla implementare nella loro strategia lasciandole libere di decidere; una volta valutata la potenzialità, in modo del tutto volontario, potevano tranquillamente integrarla nella loro politica. Qualora si impegnassero in questo, però, le imprese erano chiamate a rispettare quanto dichiaravano nella loro strategia. In due successivi incontri⁸ venne ricordato e rafforzato l'interessamento dell'istituzione al tema della responsabilità sociale. Negli anni, le imprese che si sono attivate e hanno riconosciuto l'impegno verso la sostenibilità sono aumentate notevolmente, tanto che ogni anno, molte di loro rilasciano dei rapporti nei quali comunicano agli stakeholder i loro risultati. La conseguenza di questo approccio è la continua

⁸ Nel 2002 dove la stessa Commissione presentò e promosse il Forum europeo multilaterale sulla RSI e nel 2006 promosse invece l'Alleanza europea per la responsabilità sociale delle imprese

e progressiva diminuzione di asimmetrie informative che avevano sempre contraddistinto la relazione azienda/stakeholder. Sia l'integrazione delle preoccupazioni sociali e ambientali, sia le prestazioni ottenute sono caratterizzate dal principio di volontarietà, in base al quale viene lasciata la possibilità alle imprese di autoregolarsi. Le imprese hanno iniziato così a divulgare i loro sforzi in materia di RSI, ponendo allo stesso tempo i propri punti di forza e di debolezza sulla tematica della sostenibilità. Il rapporto dà modo ai soggetti interessati di sapere come le imprese sono riuscite a contribuire al benessere sociale e ambientale. Nell'ottobre del 2011 la Commissione Europea tornò sul tema e ricordò l'importanza della CSR, presentando, nel contesto della strategia Europa 2020, la "*Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-2014 in materia di responsabilità sociale delle imprese*", nella quale veniva chiesto alle imprese europee di fornire, qualora non lo facessero, assieme al bilancio annuale, anche le informazioni relative alla sostenibilità economica, sociale e ambientale della loro attività. Da un semplice invito si passa poi, per mezzo di una nuova direttiva⁹ ad un obbligo che dal primo gennaio 2017 impone alle "imprese di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il criterio del numero medio di 500 dipendenti" di rilasciare "una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività".

1.2.3 Vantaggi e svantaggi della Responsabilità Sociale d'impresa

Sono diversi decenni che studiosi e ricercatori si sono affacciati alla tematica della responsabilità sociale d'impresa dando modo di capire quali vantaggi e svantaggi le aziende si possono aspettare dal coinvolgimento nella CSR. Le imprese che implementano nelle proprie strategie aziendali la responsabilità sociale e che poi volontariamente lo divulgano stanno aumentando ogni anno. Questo perché è ormai considerata un'opportunità in mano alle imprese sotto diversi punti di vista ed inoltre perché i costi risultano, per la maggior parte dei ricercatori, minori rispetto ai benefici. La responsabilità sociale nasce come impegno per cercare di

⁹ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni

migliorare il benessere della società e dell'ambiente attraverso delle azioni praticate dalle imprese. La letteratura ha dato molti spunti riguardo alla vasta gamma di vantaggi che un'azienda può trarre qualora si impegni in tali attività (Du et al. 2007). Diversi studiosi hanno verificato gli effetti che le azioni CSR hanno sugli stakeholder interni ed esterni (Peloza e Shang, 2011). Schwaiger (2004) ha identificato dieci componenti vantaggiose nell'implementare la CSR nella strategia aziendale (qualità dei dipendenti, qualità della gestione, prestazioni finanziarie, qualità dei prodotti e dei servizi, leadership di mercato, orientamento del cliente o focalizzazione, attrattiva emotiva dell'organizzazione, responsabilità sociale, comportamento etico e affidabilità); tale pratica dà modo di costruire e rafforzare la relazione con gli stakeholder. Non mancano inoltre studi che dimostrano la presenza di un Peloza e Shang, 2011). Schwaiger (2004) Secondo la letteratura i benefici generati durano per molto tempo. Nel caso che gli stakeholder siano clienti e consumatori, ad esempio, comprendere le loro esigenze, contribuisce a vendere loro beni e servizi adatti ai loro bisogni e ad aumentare la loro soddisfazione per l'impresa e per i prodotti, generando nella maggior parte dei casi un ritorno basato sulla fedeltà, considerata una base importante per lo sviluppo di un vantaggio competitivo sostenibile (Chung et al., 2015 pag. 546). Inoltre, un'azienda attenta alle questioni sociali ed ambientali potrebbe attirare su di sé stakeholder che ricercano tali imprese, acquisendo con un minimo sforzo nuovi clienti. Chung et al., (2015) ha scoperto che la CSR influenza positivamente la soddisfazione del cliente e che soddisfare le aspettative e le necessità di questo, comporta un risultato positivo in termini di reputazione aziendale e di vantaggio competitivo sostenibile. Riguardo agli stakeholder interni, impegnarsi in attività CSR influenza anche i dipendenti e i collaboratori aziendali, e contribuisce a una maggiore produttività degli stessi, che, operando in un ambiente lavorativo migliore, potrebbero risultare più motivati (Weber, 2008). Queste imprese, infatti, si attiveranno per formare il proprio personale con corsi di istruzione interna, riducendo in questo modo i possibili errori e la possibilità di licenziamenti ed aumentando allo stesso tempo la produttività e il proprio profitto. Riuscire a migliorare la propria CSR, quindi, produce una relazione positiva tra le aziende e i loro stakeholder rilevanti (Barakat et al., 2016). Inoltre, un altro vantaggio da non sottovalutare riguarda l'accesso ai finanziamenti utilizzati dalle imprese; essere attivi in azioni CSR produce una riduzione del profilo di rischio finanziario dell'azienda, con conseguente diminuzione del tasso di interesse applicato e quindi del costo del debito (Schnietz e Epstein, 2005). Chollet and Sandwidi (2018) sostengono che un miglior impegno in attività RSI "possono offrire una potenziale mitigazione del rischio a lungo termine e vantaggi in termini di prestazioni." D'altro canto, implementare nella propria strategia un'attività volontaria come questa, comporta una

continua ricerca da parte dell'impresa per mantenersi aggiornata e poter continuare a soddisfare le esigenze dei propri stakeholder. Inserire un'attività CSR comporta, almeno nel breve periodo, un aggravio di costi, che non tutte le imprese possono permettersi. Di conseguenza, impegnarsi e investire tempo e denaro in attività CSR, con una visione di ritorno di lungo periodo, non è cosa facile per tutte le imprese. Preston e O'Bannon, (1997) hanno scoperto che il rapporto tra CSR e performance finanziaria, presenta una correlazione negativa a causa dei costi elevati legati a questi investimenti. In definitiva gli effetti positivi legati alla CSR risultano essere molteplici (di immagine e di reputazione, di motivazione dei dipendenti, di aumento dei ricavi derivanti dall'incremento delle vendite, di riduzione profilo di rischio aziendale ecc.) e impattano sia internamente che esternamente all'impresa, mentre gli svantaggi, secondo la letteratura, incidono in modo minore e lo fanno soprattutto nel breve periodo.

1.3 Evoluzione storica della Sostenibilità e Sviluppo sostenibile

Come è stato già accennato nel paragrafo 1.2.1, la responsabilità sociale d'impresa è diventata sempre più popolare negli ultimi decenni, quantomeno in campo accademico e aziendale. Oggi i termini di maggior uso, associati alla CSR, sono la sostenibilità e lo sviluppo sostenibile. Questi concetti però non sono apparsi nello stesso momento in cui si iniziò a parlare di responsabilità sociale. Era ancora aperto il dibattito se dare o meno altre responsabilità alle imprese, oltre quella di carattere economico, quando si svolse la prima Conferenza ONU sull'ambiente umano (Stoccolma, 5 – 16 giugno 1972). In quell'occasione, vennero divulgati dalla stessa Conferenza dei principi comuni, mirati a sensibilizzare la società globale verso una migliore tutela ambientale. Fu proprio in quell'occasione che emersero per la prima volta la voglia e il desiderio profondo di protezione verso le risorse naturali del nostro pianeta. Alla Conferenza parteciparono 113 nazioni, le quali formularono un piano internazionale composto da tre documenti non vincolanti:

- la *dichiarazione sull'ambiente umano*: articolato in 26 principi¹⁰ e linee guida su cui gli aderenti si dovevano impegnare;

¹⁰ In erano indicati i diritti e le responsabilità che l'uomo doveva rispettare in relazione all'ambiente. Erano incentrati su due punti essenziali. La libertà, l'uguaglianza e il diritto ad adeguate condizioni di vita; la protezione e mantenimento delle risorse naturali.

- il *piano d'azione per l'ambiente umano*: dove si definivano in modo più dettagliato quali erano gli obiettivi del primo documento;
- *la risoluzione*: contenente questioni istituzionali e finanziarie.

Da questa conferenza nacque poi il *Programma della Nazioni Unite per l'ambiente*¹¹. Nel 1987 venne pubblicata dalla Commissione mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo (World Commission on Environment and Development, (WCED) il rapporto "Brundtland"¹², intitolato "Our common future" in cui si formularono delle linee guida per ottenere uno sviluppo globale sostenibile. Il rapporto evidenziava come i problemi mondiali fossero derivati per lo più dal divario esistente tra il nord, con modelli di produzione e consumo alle volte eccessivi, e il sud del mondo, dove invece regnava una grande povertà. Il documento divulgato aprì la strada verso lo sviluppo sostenibile. La definizione di sviluppo universalmente riconosciuta e ancora oggi utilizzata è:

"lo sviluppo che è in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni attuali senza compromettere la possibilità che le generazioni future riescano a soddisfare i propri"

Fu un punto di svolta nel pensiero accademico, scientifico e nella comunità internazionale; si mise in discussione il modello di società moderna e le procedure utilizzate dalle imprese, che nel lungo periodo avrebbero causato il degrado dell'ecosistema e che una volta indirizzate invece, avrebbero potuto migliorare a livello globale le prestazioni ambientali e sociali. Si è inoltre cercato di sensibilizzare le attuali generazioni, a essere maggiormente responsabili nei confronti delle future, mirando ad incentivare il mantenimento e il rispetto per le risorse naturali. Il termine sostenibilità, e in particolare quello di sviluppo sostenibile¹³, a partire dagli anni Ottanta, vide un ulteriore incremento del dibattito accademico e politico, in particolare dopo della Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente e lo sviluppo (UNCED), tenutasi a Rio de Janeiro in Brasile nel 1992. All'incontro parteciparono i rappresentanti di governo di 178 paesi con lo scopo, prendendo spunto dalla precedente Conferenza di Stoccolma del 1972, di spronare ancora una volta le imprese ad azioni più incisive di sostenibilità ambientale,

¹¹ https://ec.europa.eu/environment/archives/pubs/50years/web/poster50_it.pdf

¹² Il rapporto prese il nome dell'allora presidente Gro Harlem Brundtland

¹³ La sostenibilità e lo sviluppo sostenibile sono usati in modo intercambiabile. Bebbington e Gray (2001) sostengono che la sostenibilità potrebbe essere considerata uno stato e lo sviluppo sostenibile un processo attraverso il quale l'attività umana si muove verso la sostenibilità.

richiedendo l'accettazione della tematica da parte di leader aziendali, politici e delle ONG (Linnenluecke & Griffiths, 2012 pag. 358; Dyllick & Hockerts, 2002).

Redclift, (2005) sosteneva che una brutta gestione dell'attività economica avrebbe ottenuto maggiori danni ambientali rispetto ai benefici. La Conferenza ha fornito i principi fondamentali e il piano di azione per raggiungere uno sviluppo globale sostenibile; venne prodotto un manuale, denominato "Agenda 21"¹⁴ e un Piano d'attuazione¹⁵, che invitava i governi, che lo sottoscrivevano, a provare a realizzare una migliore protezione ambientale e uno sviluppo economico e sociale fondamentali per lo sviluppo sostenibile. Le imprese iniziarono, anche grazie alla crescita economica e sociale del periodo, ad avviare una modernizzazione ecologica e ad utilizzare pratiche più ecosostenibili a minor impatto ambientale. A dieci anni esatti dalla Conferenza di Rio, numerosi capi di Stato e di governo, rappresentanti delle Organizzazioni Non Governative (ONG), del settore privato e di altri gruppi di interesse, si riunirono a Johannesburg, al Vertice Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile¹⁶ (World Summit on Sustainable Development, WSSD) organizzato dalle Nazioni Unite. L'incontro, che viene ricordato anche con il nome di "RIO+10", fu utile per esaminare i risultati ottenuti fino a quel momento e capire se definire nuovi obiettivi e nuove sfide per un futuro sempre più sostenibile. L'incontro rilevò un vero e proprio fallimento negli obiettivi richiesti dal primo Summit di Rio, in quanto ci si rese conto che il degrado ecologico era in realtà peggiorato e la lotta alla povertà si stava rivelando poco efficace; il Summit non introdusse nessuna novità rispetto alla precedente Conferenza. Nel giugno del 2012 venne svolto un nuovo incontro, "RIO+20", tenutosi nello stesso luogo della prima Conferenza (1992). In quell'occasione vennero introdotte delle misure, per rafforzare e reiterare l'impegno politico a favore dello sviluppo sostenibile e individuare eventuali mancanze nelle decisioni precedenti. La Conferenza rilasciò un documento, "The Future We Want"¹⁷, contenente un programma indirizzato a governi nazionali e internazionali, per l'avvio di processi su temi considerati importanti per il futuro del nostro Pianeta. Le Nazioni Unite si riunirono ancora una volta nel 2015, sviluppando un programma, intitolato 2030¹⁸, nella quale vennero concordati 17 obiettivi

¹⁴ <https://www.minambiente.it/pagina/lagenda-21>

¹⁵ Un documento articolato in 10 capitoli dove si indicavano le raccomandazioni in merito a diversi temi per uno sviluppo sostenibile

¹⁶ <https://www.minambiente.it/pagina/vertice-mondiale-sullo-sviluppo-sostenibile-2002>

¹⁷ <https://sustainabledevelopment.un.org/rio20/futurewewant>

¹⁸ <https://unric.org/it/agenda-2030/>

per lo Sviluppo Sostenibile, Sustainable Development Goals, SDGs¹⁹, da raggiungere appunto entro il 2030.

1.4 La sostenibilità aziendale

Le imprese per decenni hanno minacciato l'ambiente che le circondava, distruggendo ogni forma di risorsa naturale, utile per la produzione dei propri beni e servizi. Fino agli inizi degli anni Ottanta, infatti, si faceva largo uso di risorse non rinnovabili. Oggi, invece, anche grazie all'impegno continuo da parte di istituzioni nazionali e internazionali, alle preoccupazioni per questioni ambientali e sociali e alle crescenti richieste di stakeholder, le condizioni ambientali, hanno visto un forte miglioramento. La sostenibilità aziendale si basa sul concetto di sviluppo sostenibile, la cui diffusione avviene per mezzo di rapporti di CSR o di sostenibilità. Salzmann et al. (2005, p. 27) la definisce come "una risposta aziendale strategica e orientata al profitto alle questioni ambientali e sociali causate dall'organizzazione attività primarie e secondarie". Secondo l'autore, inserire nella propria strategia la sostenibilità aziendale non deve essere vista come una regola comune a tutte le imprese, ma deve essere attentamente analizzata da ognuna, in quanto sono diverse le circostanze specifiche di ogni singola azienda (in termini di settore industriale, richiesta degli stakeholder, politiche ecc.). Dyllick e Hockerts (2002) hanno definito la sostenibilità aziendale come: "soddisfare le esigenze degli stakeholder diretti e indiretti di un'azienda, come azionisti, dipendenti, clienti, gruppi di pressione, comunità senza compromettere la sua capacità di soddisfare anche le esigenze dei futuri stakeholder". La difficoltà delle imprese sta proprio in questo, il contesto ambientale e sociale può differire moltissimo da una zona all'altra, così come le esigenze degli stakeholder; le imprese devono quindi essere in grado di implementare nella propria politica obiettivi di breve termine per soddisfare i bisogni degli stakeholder, ma senza compromettere la parte economica necessaria per creare valore aziendale a lungo termine, devono cogliere le diverse opportunità disponibili nel mercato, ma non dimenticare i rischi derivanti dagli sviluppi economici, ambientali e sociali.

¹⁹ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>

1.5 Comunicazione aziendale volontaria

Le imprese sono obbligate a comunicare, ormai da parecchi decenni, la propria situazione economica-finanziaria, attraverso bilanci trimestrali, semestrali ed annuali. Comunicare i propri risultati patrimoniali, economici e finanziari permette loro di informare la comunità finanziaria, come ad esempio gli investitori, riguardo l'attività svolta e i risultati ottenuti; questo dà modo di farsi quindi valutare e permettere agli stakeholder interessati di allocare al meglio le proprie risorse. Le pratiche di rendicontazione sono ormai disciplinate da regole contabili internazionali, che ne predispongono lo schema standard da utilizzare e permettono pratiche maggiormente armonizzate. Il tradizionale strumento informativo utilizzato dalle imprese, che comprende bilanci, note integrative, rapporti finanziari ecc., è l'International Financial Reporting Standard (IAS/IFRS) (D'este 2012). Regole armonizzate e linee guida, permettono alle imprese di redigere il bilancio seguendo dei principi comuni, in campo nazionale e internazionale. Ciò consente a diversi operatori di mercato di valutare in maniera più semplice diverse realtà economiche e di compararle tra di loro. Molte imprese, come più volte sostenuto, seguendo le pressioni e aspettative dei loro stakeholder, hanno integrato ai soli documenti di carattere obbligatorio anche rapporti volontari, la cui divulgazione viene lasciata al volere e alla libertà aziendale; Alle aziende viene, infatti, data la possibilità di scegliere se rendere pubblica la loro performance di sostenibilità, in modo da influenzare a proprio favore le decisioni degli stakeholder esterni (Brown & Fraser, 2006; Schaltegger & Burritt, 2006; Montiel, Husted, & Christmann, 2012). Diversi tipi di stakeholder, infatti, basano le proprie decisioni di investimento, lavoro o consumo anche valutando questi report aggiuntivi, che danno loro la possibilità di spiegare incertezze o dubbi che la sola comunicazione obbligatoria non riesce a chiarire. Fornire delle informazioni, anche di carattere qualitativo o non finanziario, permette di tradurre in un quadro trasparente e accurato tutte le operazioni aziendali, i risultati finanziari e di governance (Dawkins and Fraas, 2013 pag. 246), creando un approccio multistakeholder che soddisfa il maggior numero di interessi. La *disclosure* volontaria, ovvero sistemi di reportistica lasciati alla discrezionalità dell'impresa, nasce dalla necessità di comunicare informazioni di varia natura, che consentono di rispondere ad ogni esigenza informativa delle parti interessate. I rapporti di sostenibilità permettono, inoltre, di comprendere le vere priorità dell'impresa, in quanto ne aumentano la trasparenza aziendale. Secondo Narayanan et al., (2000), richiedere alle imprese di divulgare volontariamente anche queste informazioni, oltre a quelle di carattere finanziario, comporta una riduzione

dell'asimmetria informativa che c'è tra impresa e stakeholder. Altri autori, come Gray (2010), invece, credono che la *disclosure* volontaria non sia molto utile né alle imprese né agli stakeholder, in quanto la sua diffusione potrebbe essere condizionata da una vera e propria moda che si è manifestata tra le imprese e che sarà destinata a scomparire col tempo. La maggior parte dei ricercatori, però, sottolinea come questa comunicazione aggiuntiva soddisfi le esigenze conoscitive e informative di diversi stakeholder e come questo dia una maggiore reputazione sociale all'impresa, oltre ad una maggiore legittimazione a proseguire le proprie attività nel lungo periodo.

1.6 Comunicazione CSR, principali strumenti e linee guida

La crescente pressione esterna da parte degli stakeholder, unita al maggior interesse verso la responsabilità sociale d'impresa, ha causato alle aziende un cambio strutturale, organizzativo e ha fatto riconsiderare le loro priorità strategiche. Ai tradizionali obiettivi economici che erano soliti pensare le imprese, il tema della CSR ha permesso di integrare nelle politiche aziendali altri obiettivi di natura ambientale e sociale, dando modo di contribuire volontariamente allo sviluppo sostenibile. Diversi stakeholder, con diverse opinioni e bisogni hanno la necessità di essere aggiornati riguardo le performance ottenute dall'impresa, non soltanto in ambito economico, ma anche in quello ambientale e sociale. Al giorno d'oggi, soprattutto le grandi imprese, investono molto impegno e denaro nella divulgazione di informazione sulle loro prestazioni sociali e ambientali (Gamerschlag et al. 2011 pag.234). Riuscire a rendicontare la responsabilità sociale non è una cosa semplice, in quanto le pratiche CSR sono ormai considerate attività complesse e multidimensionali (Joo, Miller, & Fink, 2019). Le continue richieste di trasparenza e responsabilità da parte di una pluralità di attori, molto diversi tra loro, hanno fatto in modo che le imprese iniziassero a divulgare, e non solo implementare nella propria politica, rapporti non finanziari; negli ultimi due decenni è cresciuto l'interesse aziendale per il tema della RSI, tanto che oggi non manca quasi mai di comparire all'interno dei documenti di comunicazione aziendale (KPMG, 2017).

Il bilancio (patrimoniale, economico e finanziario) non integra al proprio interno risultati sostenibili, ma soltanto quelli relativi all'andamento economico dell'impresa. In Europa solo la Francia, nei propri rapporti finanziari, inserisce anche informazioni di carattere ambientale

e sociale (Chauvey et al. 2015). Per le altre nazioni, compresa l'Italia, vengono adottati degli strumenti volontari di rendicontazione non finanziaria, che mirano a fornire l'impatto sociale delle attività aziendali e l'interazione tra l'impresa e l'ambiente. Negli anni sono nati diversi organismi con lo scopo di aiutare le aziende ad emanare una corretta rendicontazione CSR. Tuttavia, non esiste un unico framework stabilito, ma solamente linee guida che danno modo alle imprese di comunicare in modo coerente sull'attività CSR; esistono infatti centinaia di linee guida, principi, regolamenti e standard nazionali per attuare la CSR (Gamerschlag et al., 2011; Tschopp and Huefner, 2015); ma solo alcune (illustrate nei successivi sottoparagrafi), rappresentano gli standard internazionali, maggiormente riconosciuti da gran parte delle imprese (Koerber 2009). Sapere esattamente a chi rivolgersi e come compilare un rapporto di sostenibilità, senza dimenticare nessun dettaglio importante, non è un compito semplice, soprattutto perché senza linee guida, verrebbero redatti infiniti rapporti, diversi per ogni impresa, che causerebbero problemi di valutazione e comparazione ai soggetti interessati ad analizzarli. È sempre più importante, al giorno d'oggi, per l'azienda, redigere e far conoscere i propri risultati di tutte le sue attività, ma un rapporto sbagliato o non indirizzato ai giusti soggetti, avrà come unica conseguenza quella di aver speso inutilmente energie, forza lavoro e risorse finanziarie. Le imprese, nell'ambito della propria attività, devono considerare e valutare la performance ottenuta in ogni area (economica, sociale e ambientale), cercando di non escluderne alcuna, in quanto un'informazione inutile per uno stakeholder, potrebbe non esserlo per un altro. Inoltre, un report sulla sostenibilità standardizzato permetterà all'organizzazione di beneficiare di una maggiore credibilità verso l'impegno sostenibile dell'azienda, migliorando al tempo stesso gli aspetti interni che potrebbero risultare meno significativi in termini di importanza (Abernathy et al., 2017). Di seguito, verranno elencati solo alcuni dei principali strumenti che più di altri cercano di supportare le imprese nell'attività di misurazione e rendicontazione, finalizzate al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

1.6.1 GRI (Global Reporting Initiative)

I rapporti di sostenibilità sono divulgati dalle imprese e ampiamente utilizzati dalle parti interessate per capire ulteriori dinamiche dell'azienda che i soli rapporti obbligatori non sono in grado di offrire. Il tema della sostenibilità è una questione diventata negli anni sempre più importante all'interno dell'agenda politica ed organizzativa di un'impresa. Certamente i rapporti pubblicati nelle diverse Conferenze, illustrate nel paragrafo 1.3, hanno alimentato la conoscenza verso questa tematica, portando il pubblico esterno ad esercitare maggiore pressione verso le aziende. In aiuto alle imprese, soprattutto agli inizi degli anni 2000, dopo lo sviluppo del modello di Triple Bottom Line²⁰, sono nate diverse organizzazioni, con lo scopo appunto di assistere e standardizzare la rendicontazione di sostenibilità attraverso delle linee guida. I primi atti offrivano alcuni principi base non molto sviluppati, che però erano indirizzati solo ad un ristretto numero di imprese (Moneva et al., 2006). L'iniziativa Global Reporting Initiative (in breve GRI), fondata a Boston nel 1997, grazie alla collaborazione tra la Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) e UN Environment Programme, ha pubblicato le prime linee guida nel giugno del 2000, con lo scopo di formalizzare e semplificare la stesura del rapporto di sostenibilità prodotto dalle imprese. Oggi, la GRI non è completamente indipendente, ma, per perseguire un obiettivo comune, opera a stretto contatto con altre linee guida, soprattutto con United Nations Global Compact, che verrà presentato nel prossimo sottoparagrafo. Progettata con l'intento di essere un'impresa internazionale multi-stakeholder a lungo termine, la GRI è nata come risposta a tre obiettivi principali²¹ (Moneva et al., 2006):

- ampliare la base di stakeholder a cui indirizzarla;
- migliorare il reporting di sostenibilità;
- promuoverne l'utilità e la credibilità.

Le aziende così possono avere un modello comune per rendicontare le proprie prestazioni economiche, ambientali e sociali, e indirizzarle ai propri stakeholder. La GRI oggi è considerata una delle più importanti e note linee guida per il reporting di sostenibilità ed è stata una delle

²⁰ Concetto che si può trovare nel suo libro uscito nel 1997 e dal titolo "Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business". Nel 2002 con comunicazione n. 347 [COM (2002) 347], la Commissione Europea ha sollecitato le grandi imprese quotate a pubblicare bilanci basati su questo approccio

²¹ <https://www.globalreporting.org/>

prime organizzazioni che ha posto le basi verso i veri e propri standard di rendicontazione a carattere internazionale (Brown et al., 2009). Ad oggi, sono 15.388 le organizzazioni che utilizzano queste linee guida. Negli anni, la GRI ha avuto diversi aggiornamenti, tanto che oggi le imprese utilizzano la quarta generazione o “G4” uscita nel maggio del 2013. Le linee guida sono costituite da una natura flessibile, caratteristica che dà modo ad esse di adeguarsi ed essere applicate ad ogni impresa. Seguendo queste linee guida le imprese possono capire quali sono i principi fondamentali che devono essere applicati per rendere la rendicontazione di sostenibilità conforme agli standard GRI. Saper dare una visione trasparente riguardo al proprio contributo nello sviluppo sostenibile, dà modo alle imprese di ottenere un vantaggio competitivo, in quanto fanno accrescere la fiducia e la credibilità del proprio business. La GRI si suddivide in due categorie:

- 1) Principi per la definizione dei contenuti del report: Essi danno modo di identificare quali dovrebbero essere i destinatari e quali informazioni dovrebbero essere incluse;
- 2) Principi per la definizione della qualità del report: Le informazioni contenute devono contenere tutti i requisiti necessari per poter consentire agli stakeholder di effettuare le giuste valutazioni e trarre le giuste azioni.

I principi per la definizione dei contenuti del report

- Inclusività degli stakeholder: l’organizzazione deve redigere il proprio report cogliendo e identificando quelli che potrebbero essere i portatori di interesse principali, sapendo cogliere le loro aspettative ed interessi, in modo da non redigerlo per rispondere alla sola richiesta del mercato. L’inclusività degli stakeholder è una caratteristica necessaria per permettere all’impresa di interagire con loro in modo da influenzare ed essere influenzata così da produrre i giusti prodotti e servizi;
- Contesto di sostenibilità: l’impresa dovrà riuscire ad indicare le proprie performance riguardanti le tre tematiche: ambientali, sociali ed economiche;
- Materialità: i temi inseriti dovranno essere rilevanti perché dovranno impattare sull’economia, sull’ambiente e sulla società;
- Completezza: le informazioni devono essere sufficientemente complete per dar modo ai diversi stakeholder di trarre le proprie conclusioni.

I principi per la definizione della qualità del report.

- Accuratezza: i report devono avere il giusto dettaglio per non correre il rischio di fuorviare la scelta;
- Equilibrio: i report devono contenere sia notizie positive che negative;
- Chiarezza: i report dovrebbero essere comprensibili a tutti gli stakeholder;
- Comparabilità: i report dovrebbero essere redatti, in modo da renderli confrontabili con i report precedenti o di altre organizzazioni;
- Affidabilità: tutte le informazioni inserite nei report dovrebbero essere verificate da parti terze, estranee all'organizzazione, per non dar la possibilità di far sorgere giudizi negativi o sospetti;
- Tempestività: le pubblicazioni dovrebbero avere una regolare cadenza periodica per consentire agli stakeholder di assumere le giuste decisioni.

Il GRI rimane ad oggi lo standard che meglio di altri permette alle imprese di divulgare informazioni sociali, ambientali e economiche agli stakeholder interessati

1.6.2 UN Global Compact (UNGC)

Annunciata nel 1999 dal Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, al Forum economico mondiale tenutosi a Davos, in Svizzera. L'iniziativa UNGC invitava i leader dell'economia locale a ricercare e ottenere un fine comune. Si è voluto cercare di riunire gran parte delle imprese, attraverso l'adesione agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, per combattere le nuove sfide derivanti dalla globalizzazione e promuovere una crescita economica etica. L'UNGC è stata considerata una importante pietra miliare nella storia della responsabilità sociale d'impresa. Attraverso l'adesione a questa iniziativa, sottoscritta dai leader mondiali, s'è voluta richiedere alle imprese di allineare le proprie operazioni e strategie a con dieci principi universalmente accettati e riconosciuti a livello globale, con lo scopo di promuovere un'economia globale sostenibile (UNGC 2012). Questa iniziativa incoraggia le imprese a creare un quadro economico, sociale e ambientale comune, che riesca a promuovere un'economia mondiale sana e sostenibile, che dia modo a tutti di poterne beneficiare. Al momento risultano essere 12.354 le aziende che hanno adottato tale modello.

I 10 principi fondamentali sono divisi in 4 categorie:

1. Il rispetto e la promozione di diritti umani (principio I e II);
2. Il lavoro (principi III, IV, V e VI);
3. L'ambiente (principi VII, VIII e IX);
4. La lotta alla corruzione (principio X)

L'UNGC, presentata al pubblico il 26 luglio del 2000, è un'iniziativa di autoregolamentazione che incoraggia le imprese a condividere e sostenere nella propria sfera aziendale questi principi fondamentali per raggiungere gli obiettivi dello sviluppo sostenibile, denominati SGD. Essa permette alle aziende di essere maggiormente trasparenti e di assumersi una responsabilità pubblica sociale. Per poter partecipare a questo "patto", l'impresa e il suo management dovranno richiedere ed esprimere il sostegno alla Global Compact ed ai suoi principi, attraverso l'invio di una richiesta al Segretario Generale della Nazioni Unite.

Secondo molti ricercatori, gran parte delle aziende che aderiscono a questi principi, lo farebbe solamente per un ritorno di immagine, la cosiddetta "*bluwashing*²²".

Gli stessi critici, sostengono, infatti, che le imprese aderiscono solo perché hanno compreso che, facendolo, il proprio marchio ottiene nella maggior parte dei casi, un ritorno reputazionale e una performance finanziaria positiva. Le aziende, quindi, cercherebbero di sfruttare tale privilegio, ma solo per una questione di facciata e senza un impegno concreto (Voegtlin and Pless, 2014). Una volta aderito non vi è un monitoraggio da parte della stessa organizzazione e non sono presenti, nel caso venisse riscontrato il mancato rispetto dei principi, effetti sanzionatori. Per le imprese che aderiscono e che hanno ottenuto una risposta positiva da parte del Segretario Generale delle Nazioni Unite, c'è solamente un obbligo, quello di redigere una volta l'anno un prospetto, con l'indicazione dei progressi registrati rispetto all'anno precedente. Le Nazioni Unite, consapevoli di tale problema, hanno quindi, nel 2011, implementato il programma iniziale, stilando una "classifica" che ogni anno premia le imprese più capaci in base ai risultati raggiunti. In questo modo si cerca di dare risalto e invogliare le aziende a divulgare correttamente il proprio rapporto. Inoltre, si è disposto che nel caso le imprese non comunicano alcun dato nei due anni e successivi all'adesione, di procedere alla loro rimozione dal programma UNGC. Alcuni ricercatori, ritengono che aderire a queste linee guida possa aumentare l'opportunità di dialogo sociale costruttivo tra le diverse organizzazioni

²² rappresenta la bandiera delle Nazioni Unite, associato all'umanitarismo

internazionali; il modello, quindi, dovrebbe essere percepito come un aiuto e un insegnamento per quelle aziende che cercano di migliorare il proprio impegno verso la CSR. Nel 2015 dopo diversi incontri, sono stati divulgati i nuovi obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), che le imprese dovranno cercare di raggiungere, ed è stato presentato anche un nuovo strumento di supporto alle aziende (SDG Compass²³) per sviluppare un approccio strategico al raggiungimento di questi nuovi obiettivi e contribuire allo sviluppo sostenibile attraverso le attività d'impresa. Negli anni si è sempre più intensificato il rapporto tra GRI e UNGC, tanto che il Global Compact, mettendo a disposizione delle imprese questi dieci principi, incoraggia le aziende che vi hanno aderito a rilasciare i propri rapporti CSR seguendo le linee guida “G4”.

1.7 Relazione tra Corporate Social Responsibility (CSR) e Corporate Financial Performance (CFP)

Il rapporto tra responsabilità sociale d'impresa e prestazione finanziaria aziendale rimane una materia controversa, in quanto ancora oggi, vi è una scarsità di prove in merito al reale beneficio e vantaggio che potrebbero derivare dall'adozione di pratiche CSR (McWilliams e Siegel, 2000; Orlitzky et al., 2003). I risultati ottenuti sembrano essere molte volte contrastanti tra loro. Le aziende hanno intrapreso negli anni varie attività di CSR, dando modo ai ricercatori di studiare e capire se ciò comporti un miglioramento o un peggioramento sulle performance aziendali. Come già anticipato nel paragrafo 1.7, la prospettiva dominante dei ricercatori sostiene che ci sia una relazione positiva tra CSR e CFP, che comporta un miglioramento nella reputazione aziendale e nelle relazioni tra azienda e stakeholder (Brammer and Pavalin, 2006; Orlitzky et al., 2003; Cheung et al., 2010; Rettab et al., 2009); altri tuttavia, sostengono che integrare la CSR nella propria strategia aziendale non dia degli effettivi miglioramenti, ma che le aziende, vincolate da risorse e soggetti con capacità complementari, possano andare incontro a costi elevati e generare quindi dei rendimenti per le stesse trascurabili o alcune volte dannosi (Brammer e Millington, 2008). In altri studi ancora non è risultato esserci alcun legame significativo, né positivo né negativo (Griffin e Mahon, 1997).

I sostenitori di una migliore performance finanziaria sostengono che questo successo dia all'impresa un beneficio duraturo, permettendo di mantenere nel lungo periodo una buona

²³ <https://sdgcompass.org>

relazione con gran parte degli stakeholder, costruendo un buon rapporto con nuovi soggetti esterni e aiutando le imprese a migliorare la propria reputazione (Orlitzky *et al.*, 2003, p. 407). Una buona reputazione è associata ad una migliore efficienza e produttività del lavoro (Stuebs e Sun, 2010 pag. 265). Willard (2002) ritiene che essere socialmente responsabili, possa portare per l'impresa dei vantaggi come: il reclutamento di personale con caratteristiche qualitativamente migliori, la maggiore fidelizzazione della clientela e una migliore produttività. Aziende che si impegnano nella RSI ottengono quindi una reputazione rafforzata e queste migliori reputazioni portano, secondo l'autore, ad un abbassamento del costo del capitale e del lavoro, utile per compensare l'eventuale costo richiesto per impegnarsi nella RSI. La stessa teoria degli stakeholder rivendica una relazione positiva, in quanto la CSR si basa sull'idea di soddisfare gli interessi di vari gruppi di soggetti interessati. Brammer e Millington, (2008) hanno dimostrato come le attività CSR possano stabilire o rafforzare la relazione tra azienda e stakeholder. La letteratura suggerisce come molte parti interessate, quali ad esempio clienti, fornitori, istituzioni, tendano a rispondere favorevolmente alle attività di CSR adottate dalle imprese. Questo fattore accresce la reputazione aziendale e attira a sé migliori risorse umane da impiegare, oltre a dare alla stessa impresa la possibilità di avere una maggiore capacità innovativa. Tutte cose che alla fine portano un vantaggio nella performance aziendale (Surroca *et al.*, 2010).

Dalla parte dei critici, diverse ricerche hanno ricordato come già nel 1970, Milton Friedman abbia sostenuto un ritorno negativo nell'applicare la CSR alle strategie aziendali. L'autore era contrario a dare agli amministratori altre responsabilità, diverse dall'impegno nel generare profitti per i propri azionisti, in quanto sosteneva che ciò comportasse un dispendio inutile di risorse. Una diminuzione di denaro, secondo Friedman avrebbe portato l'impresa in una situazione di svantaggio competitivo, causando a sua volta una minore performance finanziaria. La CSR è considerata un fattore essenziale nella strategia di gestione. Gran parte delle ricerche sono però state condotte in paesi sviluppati, lasciando aperto il dibattito sui mercati emergenti.

Molti studi però si sono concentrati su come la CSR comporti dei risultati esogeni all'impresa, senza però considerare quanti e quali fattori endogeni portino a questi risultati. Esistono infatti ancora poche ricerche che rilevano come le imprese possono adottare diverse strategie di coinvolgimento della CSR per influenzare la propria performance finanziaria. Impegnarsi nella CSR, richiede infatti una quantità di tempo e risorse che risultano essere impegnative per l'impresa. Molte volte si determinano delle situazioni, ad esempio modifiche normative, che

richiederebbero molto tempo per essere assimilate ed implementate, ma la continua pressione esterna, spesso, non ammette ritardi. Comprendere e implementare delle strategie che possano risultare nuove, in poco tempo, quando invece andrebbero applicate in modo più graduale, non porta sempre a benefici all'impresa (Dierickx e Cool, 1989). Lo stesso Christmann, (2000) nel proprio studio, indica come spesso siano necessari più processi di apprendimento per i dipendenti e per l'impresa in generale, che non si concludono in un unico incontro, ma hanno bisogno di più riunioni, e ciò, inevitabilmente, causa una perdita di tempo e di risorse per le stesse imprese. Per le aziende apprendere ha un duplice significato: da una parte devono cercare di aumentare la protezione ambientale, (attraverso la riduzione di sprechi, di consumo di materiale ecc.), e dall'altra devono cercare di ridurre i costi derivanti da tali occasioni di apprendimento. La stessa struttura aziendale potrebbe non essere aggiornata e adeguata ad eventuali richieste esterne, il che potrebbe comportare anche un totale cambio strutturale, incidendo sui costi. L'ambiente aziendale, la strategia e la struttura organizzativa dell'impresa possono influenzare la relazione tra CSR e CFP, come nel caso delle piccole imprese.

Una modifica da parte dell'impresa potrebbe non portare benefici nel breve termine, ma solamente nel lungo periodo. Tuttavia, aver già accumulato una conoscenza su un determinato processo, non sempre porta a un ritorno costante e positivo, in quanto questo può influire e limitare le scelte fatte dalla stessa impresa in opzioni future (Vergne e Durand, 2010). Ad esempio, un'impresa che ha incentrato la propria strategia in una specifica dimensione CSR, come può essere l'adattamento della propria produzione per rispondere alle aspettative di determinati stakeholder, può risultare molto efficiente nel caso trovi altri stakeholder con caratteristiche simili, ma può incontrare problemi nel caso le esigenze cambino repentinamente.

Jenkins, (2006) ha dimostrato che quando le imprese implementano le proprie attività CSR per la prima volta, queste tendono a replicare modelli dello stesso loro settore per ottenere un maggior successo. Tuttavia, implementare con un ritmo troppo elevato potrebbe influenzare sui benefici che un'azienda può ottenere, in quanto non svilupperebbe un'adeguata competenza, che otterrebbe invece nel caso si adeguasse in modo più graduale (Christmann, 2000). Un miglioramento rapido, un impegno troppo veloce, potrebbero portare ad accumulare spese ingenti e costi pesanti nel breve termine, che potrebbero addirittura risultare proibitivi per l'impresa. Conseguentemente, la stessa performance finanziaria aziendale di breve termine potrebbe risultare compromessa. Un'impresa che sviluppa in modo rapido la propria conoscenza, inoltre, potrebbe non comprendere appieno quanto insegnato, lasciando dei vuoti

conoscitivi che si propagherebbero anche nel futuro. In linea generale però un'impresa che implementa la CSR, può generare dei costi ma può anche ottenere dei ritorni positivi (McWilliams et al., 2006). Come già detto molte ricerche sono incentrate nei paesi avanzati e lasciano un dibattito aperto sul rapporto che la CSR ha sulla CFP nelle economie in via di sviluppo. L'effetto della CSR sulla performance finanziaria è una questione forse molto più importante nei mercati emergenti. Le stesse normative e i quadri giuridici in questi mercati non sono ancora ben sviluppati, come invece potrebbero esserlo nei mercati avanzati, e questo potrebbe limitare i benefici di quelle imprese che implementano tali pratiche (Rettab et al., 2009). Soprattutto certi contesti, dove si presentano basse pressioni esterne e le istituzioni sono relativamente deboli, potrebbero indurre molte imprese a non implementare nessuna attività CSR, oppure ad implementarne in modo poco efficiente. (Ilhan-Nas, Koparan, & Okan, 2015) che hanno intrapreso uno studio su imprese multinazionali in Turchia, hanno constatato come le filiali presenti in questa nazione, non avessero inizialmente un buon rapporto con l'implementazione delle pratiche CSR, ma l'influenza prodotta dalla sede centrale della multinazionale, ha fatto adottare loro questa pratica, dando loro modo di rafforzare la propria immagine pubblica e aumentare la propria performance. Pertanto, il trasferimento della CSR dalla sede centrale alle loro filiali aumenta la CFP. Cheung et al. (2010) ha testato un gruppo di multinazionali asiatiche e ha scoperto che le imprese che adottano dei rigorosi standard internazionali ottengono nel tempo migliori performance rispetto a quelle che adottano degli standard definiti nel mercato ospitante, molte volte non ancora abbastanza maturo da promuovere la CSR.

Dowell et al. (2000) definisce come le multinazionali che adottando un rigoroso standard globale di CSR possano ottenere dei valori di mercato molto più elevati rispetto ad imprese che si adattano a standard definiti dal paese ospitante. Infine, Ararat (2008) afferma che le condizioni esterne sono i principali fattori che determinano l'emergere di pratiche di RSI nei mercati emergenti. In linea generale però, i risultati degli studi vanno in direzioni diverse, anche se prevalgono i pareri riguardo ai ritorni positivi

CAPITOLO 2 – CSR *DECOUPLING*

2.1 Introduzione

In questo secondo capitolo, si affronterà il tema delle imprese che, per diverse ragioni, hanno deciso di impegnarsi in attività CSR, ma con risultati non sempre corrispondenti a effetti reali. La possibilità di rilasciare informazioni sulla CSR in modo del tutto discrezionale, e la mancanza di una regolamentazione armonizzata tra i Paesi hanno portato alcune imprese a comunicare all'esterno un impegno che non sempre corrisponde alla realtà. Esse hanno nascosto, in questo modo, un comportamento non sostenibile, e hanno costruito intorno a loro un'immagine aziendale non veritiera. Questo comportamento di facciata è stato definito “*decoupling*”.

Si descriverà inizialmente, in modo generale, questo fenomeno, per poi presentare la differenza tra azioni effettive condotte dalle imprese e le comunicazioni, rivolte a portatori di interesse esterni, che possono indicare una sovra o sottoperformance delle performance aziendali. Lo scopo delle azioni condotte è di soddisfare le aspettative degli stakeholder, quello della comunicazione, invece, di ottenere legittimità, ma senza però aver svolto nessuna modifica interna o modificando meno di quanto divulgato.

Verranno quindi presentate le diverse strategie adottate dalle imprese, allo scopo di mantenere intatta la loro reputazione e legittimità. In seguito ai comportamenti messi in atto, le imprese possono essere etichettate in modo diverso. Qualora rilascino *disclosure* volontarie con prestazioni molto superiori a quanto realmente fatto, vengono definite come imprese *greenwashing*, quando non rilasciano o sotto performano, vengono invece indicate con il termine di *brownwashing*.

2.2 CSR *decoupling* e *decoupling* ambientale

2.2.1 *Le diverse gestioni intraprese dalle imprese*

Una buona divulgazione CSR promuove un buon comportamento, consentendo ai principali stakeholder di valutare tutti gli sforzi fatti dall'impresa in termini di sostenibilità, di premiare le azioni positive o, eventualmente, di esercitare delle pressioni per mitigare le azioni negative (Tashman, Marano, & Kostova, 2019). Gli stakeholder, e in particolare gli investitori, nel prendere le proprie decisioni, non rivolgono l'attenzione solamente ai profitti economici delle imprese, ma anche ai risultati in termini di sostenibilità ambientale (Cho et al., 2015). Le imprese si possono trovare ad affrontare delle richieste contraddittorie, come quella di essere sostenibili nel lungo termine e redditizie nel breve termine. Inoltre, i proclami delle imprese che si impegnano maggiormente nella CSR possono ulteriormente elevare le aspettative degli stakeholder, causando un aumento delle pressioni da parte degli stessi verso le politiche e le azioni delle aziende (Christensen et al., 2013). Questo aumento ulteriore di pressione, porta i manager aziendali a nascondere il vero comportamento aziendale, non sostenibile come indicato nelle pratiche, o a selezionare e divulgare risultati non del tutto esatti, facendo per esempio trapelare quelli positivi e non indicando quelli negativi (Lyon & Maxwell, 2011). Le imprese possono comunicare informazioni CSR incomplete, distorte o selettive in quanto i loro rapporti sono volontari e, in molti paesi, non soggetti ad alcuna regolamentazione. Questo modo di fare però ha un effetto negativo in quanto comporta un divario tra le azioni interne e quelle esterne dell'impresa, e quindi tra le prestazioni in materia di CSR e la divulgazione CSR (Tashman, Marano, & Kostova, 2019). Questo allontanamento tra le due azioni viene definito "*decoupling*" della RSI. Il termine venne coniato nel 1976 da Karl Edward Weick. L'autore scrisse un articolo sul *Administrative Science Quarterly*, definendo la differenza tra politiche e azioni che venivano realizzate all'interno di organizzazioni scolastiche, come dei sistemi organizzativi "Loosely Compled"; organizzazioni che pur non dimostrandosi estremamente coerenti nei propri modi di agire, riescono comunque a funzionare. L'autore con questa terminologia voleva mettere in luce le "connessioni lasche" presenti in quelle strutture organizzative educative (Weick, 1976). L'anno successivo, Meyer & Rowan (1977) modificarono la terminologia di Weick in "*decoupling*", inserendo questo termine all'interno del concetto di responsabilità sociale d'impresa e più in generale nell'ambito aziendale. Il

termine venne impiegato per descrivere quelle imprese che mantenevano strutture formali e legittime, ma allo stesso tempo variavano le proprie attività effettive sulla base di considerazioni strategiche (Meyer & Rowan, 1977, p. 357). Gli autori scoprirono che le organizzazioni, sottoposte alle pressioni istituzionali, disconnettevano le proprie politiche formali aziendali dalle pratiche realizzate. L'importanza di questioni relative allo sviluppo sostenibile, incoraggiato dall'interesse sociale e dalla crescente pressione esercitata delle parti interessate, ha determinato un cambiamento strutturale ed organizzativo in gran parte delle imprese. Le aziende sono ormai chiamate a dimostrare sempre più spesso il proprio impegno per un futuro più sostenibile, attraverso iniziative volontarie ambientali, sociali e di governance aziendale (Hawn and Ioannou, 2016).

Le imprese però non tendono a comportarsi nello stesso modo. Diversi ricercatori hanno negli anni indicato come le aziende adottino strategie diverse, che possono differire l'una dall'altra, in base al contesto in cui si trovano. Questo fattore ha determinato un aumento degli studi volti ad indagare se i comportamenti intrapresi dalle imprese corrispondessero a fatti reali o no. Alle imprese si attribuiscono due tipi di comportamenti, ognuno dei quali può influire in modo diverso sulla loro performance. Da un lato, ci sono quelle che utilizzano una gestione simbolica; le imprese, in questo caso, dichiarano nella propria politica di voler cambiare le strutture o i processi aziendali, ma in realtà non apportano alcuna modifica. Così facendo, trasmettono agli stakeholder, che non hanno modo di verificare, l'impressione di un maggiore impegno in attività CSR, influenzandoli comunque in modo positivo. Comportandosi così, ottengono un risparmio di risorse economiche e umane (Meyer & Rowan, 1977; DiMaggio & Powell, 1983). Altro comportamento invece è quello delle imprese che si impegnano in gestioni sostanziali, in quanto effettuano dei cambiamenti concreti ed autentici nelle loro azioni, allineando le strategie e i processi organizzativi alle aspettative sociali (Orlitzky et al., 2003), anche se ciò comporta un aumento dei costi. Le organizzazioni vorrebbero mantenere delle strutture organizzative standardizzate, legittimate e formali, quando in realtà non sempre esiste una effettiva implementazione volta al cambiamento. Riuscire ad integrare delle politiche di responsabilità sociale all'interno di un'impresa già avviata, ad esempio, potrebbe risultare un'operazione complessa e l'impegno richiesto a queste aziende, rispetto a imprese di nuova generazione, risulta essere enorme anche in termini di costi e cambiamenti.

2.2.2 Azioni interne ed esterne

L'attività RSI può essere vista come un continuo dialogo tra impresa e stakeholder, che influenzano e si lasciano influenzare di continuo. Nella letteratura, diversi ricercatori hanno dimostrato come, adottare nelle proprie politiche delle attività di CSR, possa portare ad una riduzione dell'asimmetria informativa tra i manager dell'impresa e i suoi stakeholder (Cho et al., 2013). Altri studi, hanno invece dimostrato come la responsabilità sociale d'impresa possa creare vantaggi competitivi, una migliore reputazione e un aumento della propria prestazione aziendale (Porter e Kramer, 2006; McWilliams et al. 2006). La responsabilità sociale d'azienda può essere considerata, in questo caso, una strategia di gestione cruciale per il successo dell'impresa. Alcuni accademici hanno però voluto ribadire il fatto che, impegnarsi in azioni socialmente responsabili non comporta un ritorno positivo nel breve periodo, ma è molto probabile che l'investimento produrrà effetti solamente nel lungo termine. La pratica CSR è infatti considerata, per l'impresa, un investimento nel futuro e per questo deve essere pianificata in modo specifico, supervisionato e attentamente valutato (Falck and Heblich 2007 pag. 248). Divulgare la propria attività in modo continuativo agli stakeholder è, nella maggior parte dei casi, un beneficio per l'azienda ed è probabilmente questo aspetto, che negli ultimi venti anni ha fatto in modo che molte imprese utilizzassero questa pratica di comunicazione volontaria (Eccles, Ioannou e Serafeim, 2014).

Questo, dà la possibilità ai manager di essere liberi di comunicare alle parti interessate quello che per loro è meglio mostrare all'esterno, creando asimmetria informativa e dando l'opportunità alle imprese di seguire i propri interessi personali, spingendole a nascondere le vere informazioni CSR, mascherando la non conformità e facendo loro, adottare comportamenti simbolici. Attraverso i rapporti CSR, i manager che adottano un comportamento opportunistico o che risultano essere poco attenti alle tematiche della sostenibilità, riescono a dare l'immagine CSR di un'azienda che non corrisponde alla realtà effettiva (Hawn & Ioannou, 2016). Il rapporto CSR è quindi un potente strumento in mano alle imprese, consente loro di aumentare le performance sostenibili, perché permette di identificare i punti di forza e di debolezza in tutto lo spettro CSR (Tashman, Marano, & Kostova, (2019). In gran parte degli studi condotti sulla responsabilità sociale d'impresa, la letteratura si è concentrata spesso sulle attività svolte dalle imprese, ma non ha mai distinto, però, la composizione di azioni CSR. Hawn and Ioannou, (2016) sono stati i primi ad avviare questo studio, sostenendo che le imprese, per rispondere alle pressioni istituzionali e per essere

responsabili e trasparenti, intraprendono due tipi di azioni CSR, una interna e una esterna. Le azioni interne sono cambiamenti effettivi realizzati dall'impresa, finalizzati a soddisfare le aspettative degli stakeholder; questi, alcune volte, possono gravare in modo significativo sulla strategia aziendale, sulle norme, sulle strutture o sui processi aziendali. Le azioni esterne sono indicate, invece, come sforzi diretti agli stakeholder esterni adottate dalle imprese per ottenere da loro legittimità; essi vengono portati avanti per mezzo di modelli di comunicazione, rivolti al pubblico esterno e da esso consultabili e si traducono in comportamenti che servono a promuovere al pubblico azioni e attività intraprese dalle aziende stesse. Secondo Dhaliwal et al. (2012), la forma di divulgazione più importante è il reporting CSR, utilizzato per comunicare gli impatti ambientali e sociali. Le imprese potrebbero tentare di modificare la comunicazione esterna indirizzata al pubblico, cercando di acquisire legittimità, ma senza cambiare nessuna azione interna o cambiando molto meno rispetto a quanto divulgato esternamente. Ne è un esempio, la campagna "Greenpeace" lanciata dalla British Petroleum (BP in breve) nel 2000. Il gigante petrolifero transnazionale, volendo essere identificato come impresa attenta ai problemi ambientali, ha attivato una campagna pubblicitaria di 200 milioni di dollari a favore della sostenibilità ambientale lanciando il logo "Beyond Petroleum", e questo, per apparire come una società energetica alternativa, rispettosa dell'ecosistema. Ma una ricerca ha rilevato che la multinazionale ha investito più nell'immagine e nella strategia di marketing del proprio marchio, che nell'attuazione effettiva di politiche sostenibili. La società, qualche anno dopo, è stata protagonista di ulteriori scandali sicuramente più dannosi della semplice pubblicità ingannevole. Nel 2005, infatti, una raffineria in Texas è esplosa, causando anche qualche morto; nel 2006 l'azienda è diventata responsabile della più grande fuoriuscita di petrolio sul Versante Nord in Alaska, causando danni milionari e svelando una serie di violazioni della sicurezza e mostrando poca responsabilità in ciò che diceva di tutelare; un esempio, questo, di come un'impresa, facendo trapelare un impegno che nelle realtà non c'era e ingannando gli stakeholder, sia stata in grado in pochi anni, di rovinare la propria reputazione. Altri ricercatori hanno però scoperto che le imprese potrebbero praticare una strategia di *decoupling* in direzione opposta: in letteratura sono infatti presenti strategie di disaccoppiamento in cui le aziende si concentrano di più nelle azioni interne rispetto a quelle esterne. Questo si verifica quando le imprese apportano modifiche strutturali interne per integrare la RSI, ma non le segnalano a sufficienza, perdendo di credibilità e trasparenza, non traendo quindi pieno vantaggio dalle loro attività, e precludendo così il valore di mercato dell'impresa che verrà influenzato negativamente (Hawn & Ioannou, 2016).

Nella letteratura la *disclosure* viene criticata o elogiata. Coloro che la criticano, ritengono che, non essendoci sempre la possibilità di controllare la veridicità dei dati inseriti, alcune imprese la possano utilizzare, come tentativo per ottenere la legittimità simbolica, il che potrebbe far perdere di credibilità e influire negativamente sullo sviluppo sostenibile (Husillos, Larrinaga, & Álvarez, 2011; Milne & Gray, 2013; Gray, 2010); altri, invece, credono che l'utilizzo del reporting CSR comporti un ritorno positivo sia per l'impresa che per gli stakeholder (Dhaliwal et al., 2012), in quanto divulgare rapporti volontari, dà modo di ottenere maggiori informazioni da parte delle imprese, a favore di una migliore trasparenza e di un mantenimento del rapporto tra impresa e stakeholder nel lungo periodo.

2.2.3 decoupling ambientale

Con la responsabilità sociale d'impresa, le aziende hanno modo di adeguarsi al volere della comunità; attraverso un'azione di *disclosure* volontaria, cercano di aumentare la loro trasparenza, permettendo così stakeholder di conoscere maggiormente le caratteristiche che le distinguono e di veder soddisfatte le proprie esigenze. È stato dimostrato come le informazioni, soprattutto positive, abbiano un certo impatto sulle prestazioni finanziarie dell'impresa. Un particolare, questo, che incentiva le imprese a rilasciare in modo sempre più continuativo rapporti extra-finanziari, aumentando la trasparenza, diminuendo l'asimmetria informativa e dando modo ai soggetti interessati di essere maggiormente informati su caratteristiche aziendali che altrimenti non sarebbero facili da conoscere (Cho et al.2013). Rilasciare una comunicazione permette al mercato anche di dare il giusto valore all'impresa, facendo diminuire eventuali errori di previsione. Attraverso la comunicazione volontaria ambientale e sociale, diventata ormai parte integrante del tessuto aziendale, gli stakeholder e i partecipanti di mercato, possono informarsi su specifiche tematiche e prendere le giuste decisioni riguardo agli investimenti da fare. Negli ultimi anni, soprattutto la comunicazione ambientale è aumentata moltissimo e si prevede che crescerà ancora negli anni a seguire. Con l'aumento di questa *disclosure* volontaria, gli stakeholder hanno iniziato a preoccuparsi e a diventare sempre più scettici riguardo all'autenticità delle informazioni rilasciate. Infatti, si è riscontrato come alcune volte il management di un'azienda, crei delle facciate, attraverso dei rapporti contenenti dati non sempre reali, al fine di raggiungere obiettivi personali.

Un'impresa non sempre riesce ad ottenere delle prestazioni positive, e quando questo accade le aziende tendono a limitare la fuoriuscita dei rapporti CSR, o si limitano a comunicare i

contenuti positivi, nascondendo quelli negativi. Il management comunicherà una quantità minima di informazioni, per non compromettere l'immagine della propria impresa. Luo et al. (2017) hanno dimostrato come le imprese possano decidere se rilasciare informazioni dettagliate e complete, o divulgare solo le notizie necessarie, in modo da soddisfare le principali esigenze degli stakeholder e mantenere intatta la propria reputazione. In quest'ultimo caso, le imprese rilasciano informazioni non del tutto veritiere; in altri casi possono decidere strategicamente di comunicare dei dati che potrebbero risultare completamente sfalsati rispetto alla reale performance, vengono cioè comunicati dati che indicano una sovraperformance, o, addirittura, ancora la comunicazione risulta completamente assente.

Questo modo di comportarsi genera un divario tra la *disclosure* e la performance CSR, che come abbiamo già avuto modo di vedere nel paragrafo 2.2.1, viene indicato con il nome di “*decoupling*”. Questo fenomeno non sempre riguarda l'intero campo della responsabilità sociale, ma può essere implementato anche in una sola dimensione CSR, per esempio quella ambientale. Questo modo di comportarsi genera un “gap”, che può prendere il nome di “*greenwashing*”, qualora la differenza prodotta sia positiva o “*brownwashing*”, nel caso la stessa sia negativa.

Delmas e Burbano (2011) hanno condotto uno studio su questi aspetti caratteristici delle imprese e hanno classificato le aziende in base alle loro prestazioni ambientali e alla loro comunicazione.

Nel caso le imprese siano caratterizzate da scarse performance ambientali, vengono identificate con il termine “*brown*”, quando invece ottengono buone prestazioni, vengono indicate con il termine “*green*”.

In base alla loro comunicazione, invece, Delmas e Burbano (2011) dividono le aziende in “*vocal*”, nel caso abbiano comunicato positivamente i loro risultati ottenuti, o “*silent*”, nel caso la divulgazione sia limitata o non venga effettuata affatto (Tabella 1).

In questa classificazione quindi si possono identificare le imprese che hanno dato comunicazione positiva dei loro risultati in ambito ambientale come imprese “*vocal green*”, vengono classificate, invece “*silent green*”, quelle aziende che, anche se hanno ottenuto un risultato positivo, non lo comunicano affatto. Le imprese che, non avendo ottenuto buone prestazioni, non trasmettono alcun dato vengono indicate con il termine di imprese “*silent brown*”. Quelle imprese che sovraperformando le loro prestazioni, comunicando una situazione migliore rispetto a quella reale, vengono identificate come “*greenwashing*” (Delmas e Burbano, 2011, p. 67-68).

Tabella 1: Classificazione aziende Delmas e Burbano

		performance ambientale	
		Basse performance ambientali	Buone performance ambientali
livello comunicazione	Comunicazione positiva	<i>Greenwashing</i>	Vocal Green
	Nessuna/Limitata Comunicazione	Silent Brown	Silent Green

Fonte: *The Drivers of Greenwashing (Delmas e Burbano, 2011, p. 67)*

Essere all'interno di un quadrante non dà la certezza all'impresa di rimanerci. Un'impresa, infatti, ha la possibilità di cambiare la propria posizione se modifica la propria strategia o se cambia i risultati ottenuti.

Un'azienda "vocal green" potrebbe passare dal quadrante due al quadrante uno, qualora alteri in modo incisivo le proprie performance, ma è vero anche il contrario: un'azienda che inizialmente aveva comunicato eccessivamente la propria prestazione positiva, potrebbe effettivamente ottenere quella performance e passare ad essere considerata "vocal green"; inoltre, anche un'impresa "silent brown" potrebbe fare lo stesso salto della "vocal green" e diventare un'impresa "greenwashing" per gli stessi motivi. Insomma, in base alla strategia adottata, le imprese potrebbero essere etichettate in modo diverso da un anno all'altro.

Gli autori, dopo aver classificato in questo modo le diverse strategie adottate dalle imprese, hanno voluto capire per quale motivo le imprese, soprattutto "silent brown", vogliono rendere più verde la propria immagine, passando dal "silent brown" al *greenwashing*. Per gli autori, i principali driver del *greenwashing* sono dovuti a diversi fattori, tra questi, il quadro normativo, che può essere diverso nei vari Paesi.

Secondo gli autori, una comunicazione ambientale più severa, con punizioni certe nel caso si scoprisse una pratica *greenwashing*, renderebbe più difficile per le imprese divulgare informazione eccessivamente positive. Oltretutto, una comunicazione obbligatoria per tutte le imprese, darebbe modo agli stakeholder di comparare e valutare in modo efficiente le informazioni.

Gruppi di attivisti, ONG e media, visto l'attuale stato di divulgazione volontaria di informazioni ambientali e la limitata regolamentazione formale sul *greenwashing*, cercano di controllare in modo critico le imprese che potrebbero comportarsi come una azienda "*greenwashing*", e una volta scoperte, cercano di denunciarle attraverso canali che colpiscono immediatamente l'attenzione popolare, come i social network. Questo fattore potrebbe scoraggiare le imprese "*brown*" dal comunicare positivamente le loro prestazioni ambientali. La limitazione della regolamentazione però non permette, nel caso le imprese venissero scoperte, di ottenere per loro delle sanzioni pecuniarie, ma solamente un danno reputazionale. Un altro driver riconosciuto dagli autori è dato dalla continua pressione esterna esercitata da consumatori e investitori che richiedono alle imprese di essere rispettose dell'ambiente. Questo incentiva le imprese a comunicare positivamente.

Oltre a ciò, un ulteriore driver potrebbe essere dato dalle caratteristiche dell'impresa. Imprese di prodotti di consumo devono con molta probabilità affrontare un livello di pressione esterna superiore alle altre, per cercare di essere considerate rispettose dell'ambiente, questo può avvenire anche per le grandi imprese quotate che hanno intorno a sé una pressione maggiore di altre.

Altri fattori che possono incidere sono le azioni delle imprese concorrenti, possono essere percepite come migliori in quanto adottano strategie ambientali più efficaci, e quindi invogliano queste imprese "*brown*" a divulgare buone prestazioni.

Oltre a questi, gli autori hanno determinato altri driver che potrebbero incentivare le imprese "*brown*" a comunicare eccessivamente le proprie prestazioni ambientali. Come tendono a sottolineare gli autori, il *greenwashing* sembra una pratica che è aumentata molto negli ultimi anni, e questo tende a ledere la fiducia dei consumatori e degli investitori, non dando loro modo di premiare le imprese che invece si impegnano veramente in pratiche rispettose dell'ambiente. Le informazioni limitate sulle prestazioni ambientali, oltre all'incertezza sulla effettiva punizione da dare alle imprese che commettono pratiche *greenwashing*, contribuiscono a far espandere questa pratica.

CAPITOLO 3 – L’IMPATTO DI ALCUNE VARIABILI SULLA PERFORMANCE FINANZIARIA

3.1 Introduzione

Il *greenwashing* e soprattutto il *brownwashing* risultano essere due temi che in letteratura non sono ancora stati sviluppati a sufficienza, soprattutto riguardo la propria influenza sulla performance finanziaria di un’impresa. Ora, soprattutto per le crescenti preoccupazioni per l’ambiente e a seguito dello studio condotto dagli autori (Hawn & Ioannou, 2016), la ricerca riguardo a queste tematiche si è ampliata. Si tratta però per la maggior parte di studi condotti su economie avanzate e risultano ancora pochi quelli riguardanti le economie emergenti. Una risposta a questo problema potrebbe derivare probabilmente dalla poca disponibilità di dati e soprattutto di informazioni convincenti provenienti da istituzioni autorevoli. È una tematica, quella della protezione ambientale e della salvaguardia delle risorse naturali, che ha spinto le imprese ad agire in modo sempre più responsabile, soprattutto dal punto di vista ambientale. Essere identificata come un’impresa verde, è diventato uno degli obiettivi maggiormente perseguiti dalle aziende. Il *greenwashing* è definito, dalla maggior parte degli studiosi, una comunicazione fuorviante, nella quale le imprese tendono a comunicare una sovraperformance delle proprie prestazioni ambientali. Il *brownwashing* è inteso invece come una strategia di comunicazione che tende a sottovalutare o non comunicare affatto i risultati ottenuti dall’impresa. La maggior parte degli studi condotti riguardano il CSR *decoupling* nel suo complesso (area economica, sociale e ambientale), ma ancora pochi sono gli studi sulle singole dimensioni. In una prima parte di questo studio si cercherà di comprendere se le performance finanziarie aziendali (Tobin’s Q, ROA e ROE), qualora ottenessero punteggi *greenwashing* o *brownwashing*, vengano influenzate dalle diverse strategie applicate dalle imprese.

Il set di dati a disposizione per questa ricerca comprende imprese con sedi in diverse economie: avanzate ed emergenti. Questo dà modo di soffermarci su un’altra tematica che sembra non essere stata affrontata a sufficienza, soprattutto perché la maggior parte degli studi sono di carattere nazionale o di settore.

Le diverse economie presentano delle qualità istituzionali differenti. Le istituzioni possono essere definite come dei vincoli creati dall’uomo che strutturano le interazioni politiche,

economiche e sociali di un paese. La loro presenza comporta una riduzione delle incertezze che potrebbero essere presenti quando gli individui che interagiscono tra di loro presentano delle informazioni incomplete. Le istituzioni di buona qualità tendono ad avere un sistema giudiziale equo, diritti di proprietà sicuri e a garantire e tutelare forme contrattuali efficienti. Le istituzioni forti vengono viste come degli agenti che cercano di regolamentare ogni situazione, permettendo al mercato di funzionare, stimolando in questo modo le attività economiche aziendali e provocando in molti casi la riduzione dei costi che altrimenti dovrebbero essere affrontati dalle stesse imprese. Inoltre, una buona qualità istituzionale dipende essenzialmente dall'efficienza delle regole e dall'efficacia della loro applicazione. Sono presenti in letteratura molte prove che testimoniano come la performance aziendale sia influenzata dal quadro istituzionale in cui si trova. Gli studi presenti in letteratura dimostrano come nelle economie avanzate siano maggiormente presenti le istituzioni forti, mentre una loro bassa qualità è caratteristica delle economie emergenti. Khanna & Palepu, (1997) hanno descritto le istituzioni deboli o assenti, definendole con il termine di Vuoti Istituzionali, che possono ostacolare l'operato delle imprese.

Oltre alla disparità di qualità istituzionale, le economie emergenti devono, vista la loro posizione geografica, affrontare maggiormente uno dei problemi che negli ultimi anni sta mobilitando molti governi nazionali e internazionali: il cambiamento climatico. Un problema questo che ha avuto impatti differenti sui diversi sistemi economici. Gli studi dimostrano come l'aumento di disastri naturali, quali ad esempio le inondazioni o la siccità siano in rapida ascesa negli ultimi anni. Questi eventi e i loro impatti possono differire molto tra i diversi paesi, ma le conseguenze hanno una maggiore ricaduta sui paesi emergenti. Si parla in questo caso di vulnerabilità, intesa come esposizione, sensibilità e capacità di un paese di adattarsi agli aspetti negativi che vengono prodotti dai cambiamenti climatici. Un indice, che meglio di altri, oggi, riesce a comparare questi tre fattori con i sei settori²⁴ di supporto vitale per l'economia di un paese è l'indice ND-GAIN.

Questo capitolo può essere diviso in sezioni; in una prima parte, seguendo la letteratura, si cerca di ipotizzare gli impatti positivi o negativi, che le quattro variabili (*greenwashing*, *brownwashing*, *Institutional Void* e *Vulnerability*) possono avere sulla performance finanziaria delle imprese. A questa segue la descrizione delle variabili di nostro interesse, con un'attenzione particolare alla componente che determina la bassa o assente qualità istituzionale

²⁴ cibo, acqua, salute, servizi ecosistemici, habitat umano e infrastrutture

di un paese (Vuoti Istituzionali). Seguendo la ricerca di Tashman, Marano, & Kostova, (2019) e Globerman e Shapiro (2003), attraverso una lunga procedura, è stato poi sviluppato, grazie una tecnica statistica²⁵ che permette di ridurre un numero elevato di componenti in poche variabili, un meta-indice che ha permesso di ottenere un solo valore, partendo dalle sei componenti iniziali²⁶. Ogni punteggio ottenuto è stato poi collegato alle diverse imprese, in base alla loro qualità istituzionale e all'anno di riferimento. È stato necessario però invertire il punteggio ottenuto dalla PCA, in quanto si voleva che i punteggi più elevati venissero associati ad una più bassa qualità istituzionale. Fatto ciò, dopo una sezione dedicata all'analisi descrittiva di tutte le variabili, si è passati allo svolgimento dell'analisi empirica, così da mettere in pratica quanto era stato richiesto nelle ipotesi. In questo modo è stato possibile capire come effettivamente le variabili di nostro interesse influissero sulle performance finanziarie di un campione di imprese quotate provenienti da tutto il mondo. La parte finale del capitolo contiene la discussione e il commento sui risultati ottenuti.

3.2 Obiettivo della ricerca

I tre scopi di questa ricerca sono quelli di:

- 1) Indagare su come possano influire sulle performance aziendale le variabili del *greenwashing* e del *brownwashing*;
- 2) Indagare su come le performance aziendali situate in economie emergenti possano essere influenzate dai Vuoti Istituzionali;
- 3) Indagare su come la performance aziendale possa essere influenzata dalla vulnerabilità di paesi con minori Vuoti Istituzionali.

²⁵ Indicata con il nome di Analisi delle componenti principali (PCA)

²⁶ Voce e responsabilità, Stabilità politica e assenza di violenza, Efficacia del governo, Qualità normativa, Norma di legge, Controllo della corruzione

3.3 Sviluppo delle ipotesi

3.3.1 L'effetto del greenwashing e del brownwashing sulla performance aziendale

Il primo scopo di questa ricerca è quello di indagare su come il disaccoppiamento della CSR, dal punto di vista ambientale, influisca sulla performance finanziaria aziendale. Nell'arco degli ultimi decenni, pressioni esterne di governi, organizzazioni non governative o gruppi disomogenei di stakeholder hanno portato, le imprese ad adottare delle azioni sostenibili e a creare delle politiche di governo che permettessero loro di ottenere, agli occhi di tutti una maggiore responsabilità e un maggiore impegno verso tematiche socialmente riconosciute, creando una migliore immagine aziendale, rispettosa dell'ecosistema e cercando, al tempo stesso, di spostare l'attenzione da aree che potevano essere considerate più critiche (McDonnell e King, 2013). Le imprese, quindi, dovrebbero trasmettere in modo affidabile e corretto queste informazioni. Quando un'impresa pubblica un buon rapporto CSR, che riflette cioè le prestazioni ottenute e quanto è stato realmente implementato nella politica aziendale, produrrà un maggior interessamento da parte dei principali stakeholder, che la premieranno per gli sforzi fatti, oppure aumenteranno la pressione per cercare frenare i cattivi comportamenti (Tashman, Marano, & Kostova, 2019). Dato il ruolo importante che riveste la CSR, è fondamentale che gli stakeholder riescano a comprendere nel modo esatto quanto viene loro divulgato. Capire la relazione esistente tra responsabilità sociale di impresa e performance finanziaria è stato un argomento molto dibattuto nell'arco degli ultimi decenni. Meno interesse risulta essere stato rivolto, invece, alla letteratura che indaga sugli effetti prodotti dal disaccoppiamento tra attività interne ed esterne, che soprattutto in ambito ambientale, risulta essere ancora agli inizi. Hawn e Ioannu (2016), sono stati i primi a condurre uno studio su come la differenza tra azioni interne ed esterne, possa influenzare la prestazione aziendale, e hanno scoperto che le imprese possono impegnarsi maggiormente in una delle due azioni, causando non sempre un effetto positivo sul valore di mercato dell'impresa; hanno capito che una maggiore implementazione di strutture e pratiche interne, aggiunta ad una maggiore trasparenza aziendale, può rafforzare la legittimità organizzativa e diminuire l'asimmetria informativa presente tra l'impresa e gli stakeholder critici (investitori e mercato dei capitali), dando modo all'impresa di far accrescere il proprio valore di mercato. Se invece si considera la differenza tra le due azioni, un maggior divario tra azioni interne ed esterne non ha un effetto positivo sul valore di mercato, in quanto vengono

minate la credibilità aziendale e la responsabilità richiesta all'impresa. Nello specifico, Hawn e Ioannu (2016) hanno notato che una piccola differenza tra le azioni, talvolta inevitabile, può comunque comportare un effetto positivo sul valore di mercato, mentre, quello che risulta essere dannoso per l'impresa è quando questa differenza risulta essere molto più pronunciata. Secondo la letteratura, riuscire ad implementare e a divulgare le prestazioni relative alla CSR in modo corretto, comporterebbe un vantaggio per l'impresa, in quanto andrebbe a ridurre l'asimmetria informativa tra azienda e i suoi stakeholder (Cho et al., 2013). Alcune volte però, sono gli stessi manager che, conoscendo la natura volontaria e autoregolamentata di questa *disclosure*, rilasciano consapevolmente prestazioni non veritiere ed ingannatorie, al solo scopo di creare delle facciate, utili ad attrarre a sé gli stakeholder. Le risposte che vengono rilasciate all'esterno per mezzo della divulgazione CSR non risultano essere sempre uguali. Un'impresa, teoricamente, dovrebbe comunicare quanto è stato fatto internamente, cercando di non creare vuoti, ma i manager in alcuni casi privilegiano i propri interessi personali, creando disallineamenti tra azioni interne ed esterne allo scopo di ottenere e mantenere la legittimità esterna. I manager, infatti, sono spesso i principali creatori di facciate organizzative delle proprie imprese. Sauerwald e Su (2019) hanno scoperto come una eccessiva sicurezza da parte di amministratori delegati possa portare ad un aumento del disaccoppiamento, perché essi sono in grado di influenzare maggiormente i soggetti che compilano e divulgano i rapporti rilasciati dall'impresa, imponendo, nel caso percepissero una minaccia alla legittimità o all'autonomia aziendale, una divulgazione delle prestazioni positive dell'azienda. Questo è dovuto essenzialmente al fatto che le normative sulla protezione ambientale in ambito nazionale e internazionale, in molti paesi sono ancora in costruzione e i regolamenti alle volte sono mal applicati, a questo si aggiunge la mancanza di vere e proprie sanzioni (Du 2015). Studi recenti hanno dimostrato come molte imprese abbiano tralasciato l'accuratezza dei propri report CSR, distorcendo le informazioni fornite alle parti interessate; attraverso la gestione simbolica. L'impresa rilascia dei rapporti CSR, i cui dati inseriti non riflettono quanto fatto realmente.

Dalla pubblicazione del primo rapporto, apparso ormai quasi venticinque anni fa, il numero delle imprese che si sono cimentate e hanno pubblicato volontariamente i propri rapporti ambientali è aumentato moltissimo. La divulgazione ha lo scopo di creare verso l'esterno l'immagine di un'azienda corretta e responsabile, in modo da dare l'impressione agli stakeholder di rispettare le loro esigenze e far credere loro di condividere gli stessi obiettivi e valori. In questo modo, l'impresa cerca di acquisire legittimità e di proteggere la propria

l'immagine, soprattutto quando l'immagine desiderata di CSR non è stata raggiunta (Kim & Lyon, 2015).

Un aumento della pressione sulle imprese, dovuto essenzialmente a preoccupazioni riguardanti il riscaldamento globale, i cambiamenti climatici, le emissioni di gas serra e la salute dei consumatori, richiede alle aziende un comportamento più responsabile e costringe i manager a fare di tutto per avere una buona performance, inducendoli, anche a mascherare azioni e comportamenti non sostenibili comunicando in modo selettivo o parziale i dati richiesti (Lyon & Maxwell, 2011). I rapporti CSR hanno infatti la possibilità di disegnare dei quadri rosei dell'immagine CSR dell'azienda (Hawn & Ioannou, 2016). Oltre a questa forma di divulgazione è utile, concentrarsi su una forma di divulgazione specifica, ovvero quella del *greenwashing*, attraverso la quale le imprese cercano di divulgare le loro azioni ambientali positive, nascondendo però quelle negative; creano così quella che può essere definita un'impressione fuorviante positiva delle prestazioni ambientali dell'impresa (Lyon e Maxwell, 2011). Secondo (Marquis and Toffel, 2013) ci sono due tipi di imprese: quelle che hanno ottenuto effettivamente una forte performance ambientale e che di conseguenza, avendo meno da nascondere, presentano rapporti meno distorti, e quelle che, invece, avendo ottenuto prestazioni più deboli e non sempre positive, vanno ad attuare una divulgazione selettiva, così da sembrare migliori. Secondo Dye (2001) le imprese, messe di fronte ad una scelta, preferiscono divulgare in modo volontario informazioni che migliorano la loro reputazione, dando dati principalmente positivi o almeno selezionando quelli che possono dimostrare miglioramenti rispetto al rapporto precedente.

Nel complesso le imprese vogliono impegnarsi nel rispetto dell'ambiente, perché hanno notato, quanto questa pratica possa portare ad un ritorno economico in loro favore. Tuttavia, la letteratura non sempre conferma questi risultati. Essere verdi, secondo alcuni ricercatori, non porta sempre ad avere dei guadagni economici (Orlitzky, 2013; Karpf & Mandel, 2017. Heras et al. (2011) ad esempio, hanno scoperto come alcune aziende spagnole, dopo aver adottato regolamenti ISO 14001²⁷, non abbiano ottenuto, rispetto a prima, alcun beneficio. Per questo, adottare delle pratiche verdi simboliche, risulterebbe essere redditizio per le imprese, in quanto

²⁷ norme come l'ISO 14001 e l'EMAS introdotte dalla Commissione europea nel 1993, sono dei sistemi di gestione standard di carattere internazionale e volontario che certifica i processi ambientali aziendali, misure che adottate dalle imprese darebbero modo di migliorare la loro prestazioni finanziarie e la loro legittimità anche in termini di *greenwashing*

avrebbero uno dispendio minore di risorse. Testa et al. (2018) hanno scoperto, come la strategia del *greenwashing* permetta alle aziende di risparmiare molto, almeno nel breve periodo.

Le imprese che rilasciano rapporti reali, infatti, hanno dovuto fare degli investimenti in pratiche verdi che le aziende *greenwashing* hanno evitato. Al netto dei costi, nel breve termine, entrambi i tipi di aziende, comunicando il proprio impegno, più o meno veritiero, verso la tutela ambientale, aumentano la propria reputazione e prestazione aziendale, ma, nel lungo periodo, qualora l'impresa non rispettosa venisse scoperta, genererebbe un ritorno d'immagine e di prestazione finanziaria negativa, che difficilmente riuscirebbe a togliersi. In linea generale, il *greenwashing* non determina un vantaggio economico. Malkiel (2005) sottolinea come un'impresa che divulga dei messaggi sovraperformanti, rispetto alle pratiche adottate, non possa che diminuire nel lungo periodo, il proprio valore di mercato. In una sua ricerca, Du (2015), dopo aver notato come la pubblicità verde tra l'anno 2006 e 2009 sia cresciuta in modo esponenziale in tutto il mondo, ha dimostrato come le imprese che utilizzano il *greenwashing*, qualora venissero scoperte, non possano che essere penalizzate dai mercati. Tuttavia, la letteratura ha evidenziato come molte imprese preferiscono rischiare di essere scoperte, piuttosto di spendere ulteriori risorse monetarie. L'azione *greenwashing* non consiste solamente nel disaccoppiamento delle pratiche ambientali rispetto alla loro divulgazione, ma può essere ottenuta anche attraverso l'adozione di etichette con immagini o frasi visive fuorvianti, attraverso la partecipazione volontaria di alcune imprese a programmi governativi con il solo scopo di apparire agli occhi della società rispettose dell'ambiente, oppure attraverso un green marketing²⁸, spesso ingannevole. Il lancio di pubblicità "green" è notevolmente aumentato negli anni. Le imprese infatti hanno cercato di ampliare questa tecnica comunicativa perché hanno compreso come essa possa far aumentare il loro vantaggio competitivo; funziona da richiamo per i consumatori ecologicamente consapevoli e, conseguentemente aumenta le prestazioni finanziarie delle aziende (Szabo and Webster, 2020). Questo aumento ha inevitabilmente condotto molti studiosi a teorizzare e studiare il suo effetto sui profitti aziendali. Investire in pratiche ambientali, per alcuni ricercatori, comporta una riduzione dei costi, una maggiore legittimazione da parte degli stakeholder (Miroshnychenko et al. 2017) e

²⁸ ne è un esempio il caso Eni, indicata come pratica commerciale ingannevole in merito alla pubblicità "ENIdiesel+", che ha inondato giornali, televisione, radio, cinema, web e stazioni di servizio dal 2016 al 2019. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato il 15 gennaio 2020 ha imposto a Eni di non utilizzare più la pubblicità e disposto una sanzione amministrativa, per pratica commerciale scorretta di 5 milioni di euro "pari al massimo edittale", tenuto conto della gravità e della durata della violazione.

di conseguenza un maggiore profitto. Altri studi, hanno rilevato che adottare pratiche verdi, invece, non ripaga, anzi ha un effetto negativo sulla performance finanziaria (Karpf & Mandel, 2017). Secondo ulteriori ricerche, la scelta green non comporterebbe né un beneficio né tantomeno uno svantaggio sulle prestazioni finanziarie (Walker & Wan, 2012).

Studi recenti sulla CSR suggeriscono come diverse strategie possano avere differenti implicazioni sulla performance aziendale. Kim e Lyon (2015) hanno dimostrato, sulla scia del lavoro di Delmas e Burbano (2011), come il valore delle prestazioni aziendali, non sia influenzato dalla sola pratica del *greenwashing*, ma anche dal *brownwashing*, ovvero da una strategia di comunicazione che tende a sottovalutare o a non comunicare affatto i risultati dell'impresa in campo ambientale, una teoria, questa non ancora definita. Lyon e Montgomery (2015) affermano che le analisi su questa variabile devono ancora essere approfondite, e che gli impatti causati dal *brownwashing* non sono ancora del tutto chiari (Lyon e Montgomery, 2015 pag. 21). Testa et al. (2018), ha analizzato l'impatto che i diversi fenomeni di *greenwashing* e *brownwashing* causano sul valore di mercato di un ampio campione di società, quotate in diversi paesi e settori e ha riscontrato che, quando la società pratica il *greenwashing*, le implicazioni negative sulle performance finanziarie sono trascurabili, mentre gli effetti negativi risultano essere più marcati quando le imprese non comunicano adeguatamente i propri provvedimenti a tutela dell'ambiente. Questo perché investitori e fornitori di servizi finanziari sono ormai in grado di riscontrare, dalle pratiche rilasciate dalle società, eventuali dati "esagerati", mentre il mancato rilascio di documentazione priverebbe questi stakeholder dei dati a loro necessari per analizzare e valutare l'impresa, portandoli ad etichettarla come "*brownwashing*". Una valutazione, che indurrebbe le parti interessate a non aggiungere l'azione nel proprio portafoglio, facendo in questo modo diminuire la valutazione di mercato dell'azienda. Ecco quindi, come, può essere dannoso per l'impresa non divulgare il proprio impegno ambientale. Lo studio dimostra, infine, come gli azionisti e gli investitori premiano quelle imprese che risultano avere impegni concreti. Non divulgare provvedimenti e azioni a favore dell'ambiente non è sempre un bene per le imprese. Haw e Ioannu (2016) hanno definito come una insufficiente comunicazione esterna delle pratiche CSR, non dia modo di beneficiare appieno dello sforzo che l'impresa ha svolto nell'integrare nella propria politica le attività CSR, in quanto non dà modo di valutarne il giusto valore di mercato. I mercati possono funzionare correttamente quando entrano in possesso di tutte le informazioni necessarie per definire una valutazione corretta dell'impresa, e possono così riconoscere quelle che soddisfano maggiormente le loro esigenze. Sulla base di quanto fin qui definito si vuole capire se le

imprese presentano o meno *decoupling* e più nello specifico se da un punto di vista ambientale questo disallineamento generi una differenza positiva o negativa e quindi prendendo in considerazione i risultati empirici, la prima ipotesi di ricerca è la seguente:

(H1) Il decoupling ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H1a: Il greenwashing ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H1b: Il brownwashing ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

3.3.2 L'effetto dell'*Institutional Void* sulla performance aziendale

Il secondo scopo di questa ricerca consiste nell'identificare gli effetti che differenti qualità istituzionali hanno sulla performance delle imprese a livello nazionale e di settore. Al giorno d'oggi, la globalizzazione ha creato interdipendenza tra le diverse economie mondiali, ampliando la necessità di cooperazione internazionale, al fine di promuovere lo sviluppo sostenibile. È evidente da tempo come i paesi differiscano in modo significativo nella loro composizione istituzionale, il divario riguarda in particolare le economie emergenti o in via di sviluppo e quelle più avanzate o sviluppate. Espandersi all'estero, per un'impresa, non è quindi sempre semplice, soprattutto con la presenza di differenti livelli di sviluppo economico, differenti qualità istituzionali e tenori di vita. L'assenza di istituzioni a supporto del mercato, in ambienti istituzionali deboli o assenti, può aggravare i rischi di negoziazione e amplificare le asimmetrie informative, diminuire la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni, rendere inefficaci i meccanismi di applicazione dei contratti ed avere un sistema giudiziario lento e a volte inesistente (Meyer et al. 2009). La letteratura ha mostrato come la diversa composizione delle istituzioni o la presenza di Vuoti Istituzionali, possano influenzare le scelte strategiche delle imprese (Khanna & Palepu, 1997). I mercati emergenti sono caratterizzati da livelli più bassi di sviluppo economico, da istituzioni deboli o disfunzionali (Vuoti Istituzionali), che possono causare un ostacolo agli scambi economici dei capitali, del lavoro e dei prodotti. I Vuoti Istituzionali riflettono quindi le condizioni istituzionali che ostacolano la facilità con cui acquirenti e venditori possono interagire. Questo comporta costi più elevati per

l'approvvigionamento di materia, capitali, informazioni, competenze e nuove idee e, di conseguenza, ridurrà la probabilità di risultati efficienti. I Vuoti Istituzionali sono una caratteristica comune dei mercati emergenti, ma la loro gravità varia notevolmente da un mercato emergente all'altro. In genere riflettono le condizioni istituzionali prevalenti, che disturbano il funzionamento dei mercati, aumentano il rischio di opportunismo (quando le istituzioni progettate per monitorare e rispettare la conformità contrattuale non funzionano bene), la corruzione, le rendite eccessive in capo a pochi soggetti, causano la diminuzione dell'imprenditorialità e scoraggiano infine la concorrenza. Un vuoto istituzionale può essere definito come un deficit del sostegno governativo all'imprenditoria e si verifica specialmente quando le regole istituzionali del paese sono inadeguate o di debole applicazione. Per tutti questi motivi e sulla base delle ultime considerazioni, in questa ricerca si cercherà di dimostrare che l'*Institutional Void* può impattare negativamente sulla performance delle imprese.

I dati ampiamente utilizzati dalle ricerche, che misurano la qualità istituzionale di un paese, e che mi servirà per determinare il punteggio dei Vuoti Istituzionali da applicare ad ogni impresa, sono costituiti da sei indicatori²⁹ aggregati, World Governance Indicators (WGI³⁰) della Banca Mondiale. Il WGI rappresenta una delle migliori misure istituzionali, in termini di dettaglio e di completezza, in quanto raccoglie informazioni e dati, dal 1996 al 2019, riferibili a oltre 200 Stati, attraverso un'ampia gamma di indagini e sondaggi condotte su istituzioni, aziende pubbliche, private ed esperti. Ognuno dei sei indicatori costruiti da Kaufmann et al. (2011), rappresenta una diversa qualità istituzionale e di governance a livello nazionale. L'unità di misura³¹ per questi sei indicatori, scelta per questa ricerca, va da un range compreso tra 0 e 100, dove valori più elevati corrispondono a migliori risultati di governance. Il punteggio finale che verrà assegnato ad ogni impresa verrà calcolato seguendo il lavoro condotto da Tashman, Marano, & Kostova, (2019) e da Globerman e Shapiro (2003), che, attraverso una tecnica statistica, chiamata analisi delle componenti principali (o principal component analysis in inglese - PCA), che ho descritto nel paragrafo 3.5.8, mi ha permesso di ridurre ad un unico valore questi sei indicatori.

²⁹ voce e responsabilità, stabilità politica e assenza di violenza, efficacia del governo, qualità normativa, stato di diritto e controllo della corruzione. Per un miglior chiarimento si rimanda al paragrafo 3.5.5 Variabili indipendenti di interesse del secondo modello *Institutional Void* nella sezione World Governance Indicators (WGI)

³⁰ <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>

³¹ Dal sito della Banca Mondiale è possibile scaricare dati anche in un range compreso tra i -2,5 a 2,5

Le imprese utilizzano diverse strutture e strategie di governance, da sole o insieme ad altri attori, per compensare, modellare e persino sfruttare le debolezze istituzionali (Khanna & Palepu, 2010).

Nello stesso continente possono esserci diversi Stati che presentano differenti qualità istituzionali, in America Latina ad esempio, mercati come Haiti, sono caratterizzati costantemente da Vuoti Istituzionali continui, mentre altri, come il Cile, hanno una qualità istituzionale che migliora in modo crescente ogni anno, tanto da aver superato anche alcune economie più sviluppate (Brenes, Ciravegna, and Pichardo, 2018). Molto spesso le imprese aumentano la loro performance, internazionalizzando o utilizzando sistemi di governance relazionale (Kumar, Mudambi, and Gray, 2013). Internazionalizzare può portare a diversi benefici: da un lato, le aziende che operano oltre i confini nazionali riescono a realizzare economie di scala, ottengono più facilmente l'accesso a risorse di capitali e possono acquisire nuove capacità; dall'altro, ciò potrebbe comportare uno sforzo maggiore, in quanto l'agenda si confronta con nuove norme (codici normativi) e stakeholder differenti. La letteratura che ha finora analizzato il rapporto tra internazionalizzazione e performance ha trovato differenti relazioni: positive, negative, con un andamento prima decrescente e poi crescente o viceversa (Marano et al., 2016; Glaum and Oesterle, 2007). La debolezza istituzionale del paese d'origine porta le imprese, soprattutto quelle dei paesi emergenti, ad abituarsi a sopravvivere e prosperare in luoghi dove i quadri normativi non sono molto trasparenti e possono cambiare in modo repentino. Internazionalizzare dà loro modo di affrontare sistemi e condizioni politiche che differiscono notevolmente dal loro ambiente istituzionale. Cuervo-Cazurra et al. (2018) hanno svolto un lavoro su alcune aziende di quattro paesi dell'America Latina e hanno verificato come l'internazionalizzazione abbia un effetto positivo sulla performance aziendale, soprattutto quando si espande all'interno dello stesso continente in collaborazione con altri mercati emergenti; inoltre hanno evidenziato come la debolezza politica di alcune nazioni possa avere un effetto positivo sulla performance delle imprese che svolgono operazioni internazionali, in quanto, le imprese che hanno imparato a gestire l'incertezza politica, riescono ad acquisire conoscenze organizzative applicabili in un'ampia gamma di economie emergenti e sviluppate. (Cuervo-Cazurra, 2012; Yamakawa et al., 2008). Gli studiosi hanno poi scoperto come anche lo stato di corruzione del paese d'origine abbia un effetto positivo sulla performance delle imprese. La letteratura, riguardo a ciò, ci offre diverse interpretazioni.

Ci sono studi che indicano nella corruzione un costo ulteriore per le imprese, dovuto ad una più difficile allocazione delle risorse e all'aumento dell'incertezza; altri studi, invece, la considerano uno strumento per facilitare gli affari, in quanto consentirebbe alle aziende di ottenere delle condizioni migliori rispetto alle imprese concorrenti; la corruzione di funzionari governativi, per esempio, potrebbe provocare contratti e condizioni più favorevoli (Kaufmann, 1999b). Essere un'impresa inserita in un'economia emergente e non adottare la strategia di internazionalizzazione, può comportare delle difficoltà. Ne è un esempio l'azienda peruviana Gamma, che, dopo aver sviluppato un nuovo prodotto, non ha potuto immetterlo nel mercato, perché il governo, gravato da una regolamentazione inefficace, non è stato in grado di fissare per tempo una normativa riguardante le regole di imballaggio e di etichettatura del prodotto e ciò ha causato inevitabilmente una perdita di profitto (Brenes, Ciravegna, and Pichardo, (2018).

Avere un'istituzione forte, caratteristica delle economie avanzate, dà modo alle imprese, di avere diversi benefici; ciò sottolinea l'importanza delle istituzioni nello studio della strategia e della performance aziendale. È quindi utile capire, come gli effetti della variazione della qualità aziendale, possano incidere sulla performance delle imprese. La letteratura ci fornisce ancora poche spiegazioni sulle prestazioni che le imprese possono ottenere nei vari ambiti economici. Molti studi fanno solamente una comparazione di carattere nazionale o di settore, all'interno del paese; mancano tuttavia dati sufficienti per valutare le prestazioni finanziarie delle aziende nei paesi in via di sviluppo (Peng, Sun, Pinkham e Chen, 2009). Ci sono studi che dimostrano come le imprese familiari possano risultare redditizie in contesti di economie colpite da Vuoti Istituzionali meno gravi, mentre altri sottolineano come, grazie all'affiliazione con altre realtà organizzative del luogo, le imprese riescano a superare vuoti anche più rilevanti, tutelandosi da possibili violazioni contrattuali da parte di fornitori o clienti a loro sconosciuti (Khanna e Palepu, 2010). I vuoti istituzioni, però, non comportano sempre un guadagno, perché gli stakeholder provenienti dai paesi sviluppati, vengono influenzati da una forma di pregiudizio nei confronti dei paesi in via di sviluppo questi ambienti e tendano a stigmatizzare anche le imprese che provengono da tali contesti economici. Nello specifico vanno a collegare l'organizzazione aziendale a un particolare mercato geografico, come può essere ad esempio per "Made in China", dove la reputazione della qualità del prodotto non è considerata in modo oggettivo, ma riflette esclusivamente il paese da cui proviene l'azienda (Chisik, 2003). Il termine utilizzato è "liability of origin", che letteralmente significa passività di origine, considerata uno svantaggio associato ai mercati emergenti e alle imprese che ne fanno parte. Queste imprese, quindi, dovranno impegnarsi di più rispetto alle aziende delle economie

avanzate, soprattutto per cercare di superare questo pregiudizio negativo (Marano et al., 2016). Gli stakeholder del paese ospitante vanno a classificare tutte le imprese provenienti da queste realtà come simili tra loro; l'ambiente istituzionale di cui fanno parte, viene vista come un unico grande gruppo aziendale, al quale viene associato un unico giudizio che andrà ad influire sulla loro performance finanziaria. La qualità dell'impresa viene quindi generalizzata in base al paese di origine da cui deriva, causando una reputazione negativa. Le parti interessate sembrano utilizzare regolarmente l'ambiente istituzionale o il livello di sviluppo del paese per classificare le aziende. Fernandes e Ferreira (2008) hanno scoperto che per le imprese dei mercati emergenti, quotate in diverse borse non migliorano la loro certificazione (di prodotti e più in generale delle aziende) e quindi neanche il loro valore in borsa. Questi Vuoti Istituzionali, quindi, potrebbero offuscare gli sforzi, compiuti dalle aziende provenienti da mercati emergenti, al fine di ottenere la certificazione di qualità da parti terze. La letteratura, facendo riferimento principalmente a istituzioni forti, suggerisce che questi sforzi dovrebbero produrre effetti positivi sulla performance aziendale. Lamin and Livanis (2020) scoprono, invece, che alcune imprese provenienti da ambienti istituzionali deboli e che fanno uso di certificazione di parti terze, registrano una diminuzione dei loro profitti, in quanto, il costo organizzativo che devono sostenere per cambiare le strutture e produrre beni e servizi di qualità, costo necessario per farsi certificare da parti terze, è a volte troppo elevato e causa una diminuzione della performance almeno nel breve periodo. Lamin and Livanis (2020) hanno mostrato come molte volte queste imprese, sempre per i pregiudizi che gravano su di loro, non possano nemmeno aumentare i prezzi per rientrare nei costi, e ciò le porta inesorabilmente alla chiusura della filiale. Inoltre, devono competere anche con imprese che non hanno bisogno di aumentare i prezzi, o perché non provano neanche a farsi certificare, o perché sono aziende provenienti da paesi sviluppati, che non hanno bisogno quindi della certificazione. Per di più, si deve aggiungere che alcuni acquirenti stranieri, che classificano le imprese sulla base del loro paese d'origine, potrebbero non prendere in considerazione nemmeno questa certificazione, facendo risultare completamente inutile l'investimento fatto. Jayesinghe (2016) ha scoperto che in Sri Lanka, le imprese che hanno adottato un codice di lavoro qualitativamente migliore, non hanno generato margini positivi, perché non hanno aumentato i propri prezzi per stare al livello delle imprese non certificate, producendo una sotto quotazione delle imprese che hanno voluto certificarsi. Le aziende, provenienti da mercati emergenti con Vuoti Istituzionali, che si impegnano a ottenere certificazione da parti terze, quindi, potrebbero uscire dal mercato o subire ripercussioni negative sulla performance a causa dei pregiudizi e della cosiddetta passività di origine. Come indicato all'inizio di questo paragrafo, le imprese fanno parte di

settori. La categorizzazione del settore è uno schema molto utilizzato da analisti o investitori per svolgere le proprie analisi. Vergne (2012), nel suo studio ha dimostrato che le aziende, quando vengono rappresentate come appartenenti a settori, possono generare nella percezione degli stakeholder una migliore valutazione sociale che può portare ad una migliore valutazione aziendale. Secondo l'autore, quello che cambia è la rilevanza nel pensiero del portatore di interessi, che causa un allontanamento dell'attenzione da ciò che veniva precedentemente stigmatizzato come azienda proveniente da un ambiente economico costituito da Vuoti Istituzionali. Quindi, mentre la stigmatizzazione di un ambiente, costituito da istituzioni deboli o assenti può portare a pregiudizi negativi, l'appartenenza ad una categoria di settore, può invece essere associata ad una valutazione positiva. Questo viene chiamata legittimazione di "ordine superiore" e può comportare un miglioramento delle prestazioni aziendali. Pertanto, sulla base degli studi effettuati e dei risultati raccolti, tenendo in considerazione gli effetti negativi derivanti dalle "liability of origin", a cui sono sottoposte le imprese dei mercati emergenti, la terza ipotesi della mia ricerca è:

(H2) L'Institutional Void ha un impatto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H2a: L'Institutional Void ha un impatto negativo sulla performance finanziaria delle imprese nelle economie emergenti

3.3.3 L'effetto del Vulnerability sulla performance aziendale

Le sfide dello sviluppo derivano da fattori economici, sociali, politici e ambientali tra loro interconnessi. Al giorno d'oggi si sta assistendo a un continuo e drammatico cambiamento climatico globale e non tutti i paesi sono consapevoli e preparati ad affrontarne le conseguenze. Le inondazioni sono il tipico esempio del disastro che si registra a livello globale, ma si assiste sempre più a super-tempeste, a continue siccità e si prevede che la frequenza e l'intensità di questi fenomeni continuerà a peggiorare se non si inizierà a fare qualcosa (Alderman et al., 2012). Le inondazioni, conseguenza dell'innalzamento del livello dei mari, potrebbero portare ad un aumento globale di malattie, morbilità, mortalità, interruzioni sociali ed economiche che graveranno sui servizi sanitari, specialmente nei paesi con scarse risorse (Alderman et al., 2012, pag. 38). Le maggiori responsabilità dei cambiamenti climatici sono da attribuire a paesi collocati nelle economie emergenti, in quanto hanno a disposizione meno risorse per poterli

contrastare e adattarsi ad essi in modo efficiente. È per questo che nel 1992, la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) ha iniziato a considerare queste problematiche. Nel 2009, al vertice di Copenaghen, è stato ribadito questo impegno. I paesi sviluppati hanno iniziato a stanziare dei finanziamenti, con l'obiettivo di consentire ai paesi del Sud del mondo di affrontare adeguatamente il cambiamento climatico, e questo entro il 2020. Negli anni, sono stati creati nuovi fondi globali, con l'obiettivo di sostenere i paesi in via di sviluppo che, a causa della loro posizione geografica e del contesto socioeconomico che li caratterizza, risentono maggiormente delle conseguenze del cambiamento climatico. Uno dei più importanti è il Fondo internazionale³² (nel 2019 sono stati stanziati dall'Unione Europea³³ 23,2 miliardi di euro). Creato dall'Unione Europea, il Fondo ha cercato negli anni di sostenere i paesi emergenti, accompagnarli verso una crescita più sostenibile e a sviluppare le condizioni per un miglior adattamento al cambiamento climatico³⁴. Esiste inoltre un altro fondo globale, il Fondo verde per il clima; istituito nel 2010 dalla Convenzione quadro dell'ONU sui cambiamenti climatici, il contributo mira alla riduzione delle emissioni di gas serra, responsabili dei cambiamenti climatici. I paesi emergenti hanno mostrato una diversa vulnerabilità e una capacità relativamente bassa di far fronte ai cambiamenti climatici, e ciò è dovuto soprattutto al contesto socioeconomico e ambientale in cui sono inseriti e alla loro dipendenza delle risorse naturali, (Ramin e McMichael, 2009). Motivi questi, che stanno alla base delle difficoltà a migliorare la loro resilienza. Inoltre, non tutti i settori hanno la stessa vulnerabilità e sensibilità rispetto ai cambiamenti climatici. Alcuni ne risultano maggiormente influenzati (la sicurezza alimentare, le risorse idriche, la salute umana, i servizi ecosistemici, l'habitat umano e le infrastrutture, comprese le risorse energetiche). In alcuni paesi in via di sviluppo, sono presenti strutture di governance efficaci, che facilitano l'ottenimento dei fondi, ma in molti altri, la debolezza delle istituzioni pone molte barriere allo sviluppo e

³² L'Unione Europea assieme agli Stati membri e la Banca europea per gli investimenti sono ad oggi i principali fornitori di finanziamenti pubblici per il clima ai paesi in via di sviluppo. Questo progetto è stato avviato con l'accordo di Parigi adottato nel dicembre del 2015. Questo è stato il primo accordo globale, legale e vincolante incentrato al mantenimento del clima, con l'obiettivo di mantenere nel lungo periodo la temperatura media globale ben al di sotto di 2°C, cercando se possibile, di limitarlo ad 1,5°C. Secondo la Banca Mondiale (2009), gli studi disponibili in letteratura forniscono un ampio intervallo di stime: adattamento tra il 2010 e il 2050 a un mondo più caldo di + 2°C entro il 2050 costerebbe tra i 75 ei 100 miliardi di dollari all'anno. Mira a rafforzare la capacità dei paesi ad affrontare gli impatti dei cambiamenti climatici e di sostenerli nei loro sforzi. Tale accordo poi ratificato dalla stessa Unione Europea il 5 ottobre del 2016 è entrato in vigore il 4 novembre del 2016.

³³ https://ec.europa.eu/clima/policies/international/finance_it

³⁴ Nel 2019 sono stati 2,5 miliardi di euro che ha erogato la Comunità Europea verso i paesi in via di sviluppo, tra gli anni 2021-2027 la commissione mira a spendere il 25% dell'intero suo bilancio in azioni connesse al clima

all'adattamento. Diverse ricerche hanno dimostrato come l'instabilità politica, il livello di corruzione, la mancanza di uno stato di diritto efficace possano influire negativamente e creare un'allocazione inefficiente delle risorse fornite dai fondi. Laddove è presente una governance debole, è molto probabile che vi sia un rischio maggiore che gli investimenti non riescano a raggiungere i loro obiettivi (Adenle et al., 2017). Governi deboli e instabilità politica non consentono di fare previsioni pluriennali sulla quantità di aiuti necessari, in termini monetari. Inoltre, le condizioni locali dei diversi paesi sono dinamiche e presentano esigenze prioritarie che cambiano nel tempo. Stati con istituzioni deboli e infrastrutture di base scarse (quali ad esempio la rete stradale), potrebbero utilizzare i fondi per porre rimedio a carenze strutturali piuttosto che investirli per far fronte al cambiamento climatico. Sono quindi stati creati degli indici di vulnerabilità che consentono di monitorare e confrontare le diverse nazioni tra loro. Ciò, allo scopo di determinare delle priorità nelle attività di finanziamento e di investimento, a favore di quegli Stati che ne hanno maggiore necessità. Dove si registra una bassa capacità di adattamento è probabile che vi sia un maggiore rischio che gli investimenti indirizzati all'adattamento climatico non riescano a raggiungere i loro obiettivi. Uno degli indici più importanti e più conosciuti a livello globale è il ND-GAIN³⁵ (University of Notre Dame Global Adaptation Initiative), nato per misurare e riconoscere il livello di priorità sulla base del quale destinare i finanziamenti (Lo e Chow , 2015). Negli anni sono stati creati diversi strumenti, come ad esempio l'analisi costi-benefici o CBA (Watkiss et al., 2015), l'analisi multicriterio o MCA (Linkov et al., 2006), l'analisi del portafoglio (PA) e l'analisi delle opzioni reali (ROE), ma questi evidenziano solamente il modo in cui gli Stati utilizzano le risorse date, misurano le priorità nel paese, ma non contribuiscono a definire una scala di priorità per l'assegnazione dei fondi. Offrono quindi importanti spunti sui rischi climatici in contesti nazionali specifici, ma non danno un indice di priorità tra paesi. L'indice di vulnerabilità (ND-GAIN) è stato invece creato per confrontare i diversi settori e i diversi Stati, in modo da poter determinare le priorità di assegnazione di un finanziamento. Un punteggio elevato dell'indice indica gli Stati più vulnerabili, ovvero coloro che hanno maggiori effetti negativi derivanti dal cambiamento climatico.

L'indice in questione gioca un ruolo fondamentale nell'allocazione delle risorse e impedisce che queste vengano investite in strutture istituzionali. Vuoti o debolezze istituzionali potrebbero far desistere i donatori a rilasciare i finanziamenti, in quanto il rischio che questi non vengano impiegati nella maniera corretta risulterebbe maggiore. Il contesto politico di un

³⁵ <https://www3.nd.edu/~nchawla/methodology.pdf>

paese non sempre consente la realizzazione dei progetti di sviluppo e le attività di adattamento. La letteratura, negli anni, si è soffermata molto sul modo in cui i donatori assegnano i loro aiuti e si è scoperto come molti aiutino i paesi vulnerabili, con un fine diverso rispetto agli obiettivi stabiliti. La maggior parte, soprattutto nei primi anni, cercava di promuovere i propri interessi economici e politici.

Tre sono le motivazioni che spingono i Paesi donatori ad assegnare i loro fondi:

- I bisogni del destinatario;
- Gli interessi dei donatori;
- Il merito del beneficiario

Nel primo caso, i donatori mirano ad alleviare la povertà nei paesi esteri, come semplice desiderio di assistere economicamente i meno fortunati; nel secondo caso, lo fanno solamente con un secondo fine, quello di promuovere i propri interessi economici e politici; nel terzo caso, gli aiuti vengono dati ai Paesi che dimostrano di avere delle buone politiche o istituzioni. In questo modo si ottiene un doppio beneficio, ovvero i beneficiari capiscono che continuando su quella strada hanno maggiori probabilità di ottenere nuovi finanziamenti, i donatori non corrono invece il rischio di vedere utilizzare i loro fondi in modo non opportuno. Burnside e Dollar (2000) evidenziano come aiuti abbiano un impatto positivo sulla crescita nei paesi con buone politiche fiscali, monetarie e commerciali, ma abbiano scarso effetto in presenza di politiche inadeguate. Ricerche recenti dimostrano come il terzo modello (per merito del beneficiario) sia preferito ai primi due. I Paesi democratici e ben governati ricevono costantemente livelli più elevati di aiuti volti a contrastare il cambiamento climatico. Nakhoda et al. (2013) rilevano che quasi la metà dei finanziamenti è diretta verso i paesi meno sviluppati, ma con un miglior governo. Tuttavia, gli studi riguardo a ciò che determina l'assegnazione complessiva dei fondi per l'adattamento sono limitati (Robinson e Dornan, 2016 pag 1105). I paesi mal governati, e quindi più vulnerabili, potrebbero aver bisogno di maggiore assistenza per l'adattamento, ma gli aiuti in tali contesti possono essere meno efficaci e i donatori sono riluttanti a premiare le politiche “povere”, Una correlazione positiva tra ND-gain (maggiore necessità di fondi) e WGI (qualità istituzionale) è la condizione preferita da coloro che scelgono la terza modalità di assegnazione fondi (per merito del beneficiario). Le prime due modalità di assegnazione fondi sono adottate dai donatori nei confronti dei paesi che registrano un alto indice ND-gain (maggiore necessità di fondi), ma un basso indice WGI (debolezza o assenza

delle istituzioni). Nelle ricerche precedenti, per poter valutare l'istituzione governativa, si sono spesso adottati come proxy, i sei indici (WGI) indicati dalla Banca Mondiale (Voce e responsabilità, Stabilità politica e assenza di violenza, Efficacia del governo, Qualità normativa, Norma di legge, Controllo della corruzione). Pertanto, sulla base di queste considerazioni, si potrebbe presumere che le imprese appartenenti agli Stati con punteggi maggiori di Vuoti Istituzionali all'interno dei paesi in via di sviluppo e con punteggi ND-gain superiori (con una maggiore necessità di fondi), ottengano performance migliori.

(H3): La Vulnerabilità impatta positivamente sulla performance finanziaria delle imprese

H3a: La Vulnerabilità impatta positivamente sulla performance finanziaria delle imprese nei paesi con bassa qualità istituzionale

3.5 Metodologia d'analisi

3.5.1 Campione di riferimento

Per testare le diverse ipotesi, il dataset impiegato è stato ricavato utilizzando diverse fonti di dati.

Innanzitutto, da Bloomberg si sono raccolte le informazioni in merito alla *disclosure* ambientale. Per recuperare invece i dati sulle prestazioni ambientali si è impiegato il database Thomson Reuter ASSET4. Il set di dati iniziale consisteva in un totale di 58.787 osservazioni, riferite a 7.696 società quotate e situate in 78 paesi diversi, dal 2002 al 2017. Per ogni azienda, si hanno a disposizione dati economici e finanziari raccolti nei diversi anni, utili per concludere le tre ipotesi di ricerca.

Per stimare le qualità istituzionali dei diversi paesi, sono stati scaricati dal database gratuito della Banca Mondiale³⁶ i punteggi dei sei indicatori aggregati che, come verrà descritto nel paragrafo 3.5.8, rappresentano le dimensioni da cui si può ricavare il punteggio dei Vuoti Istituzioni del paese di origine. Essi sono: voce e responsabilità, stabilità politica e assenza di violenza, efficacia del governo, qualità normativa, norme di legge, controllo della corruzione);

³⁶ <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/downloadFile?fileName=wgidataset.xlsx>

sono stati presi come riferimento solamente i termini in percentuale. Questo comprendeva 3.638 osservazioni, riferite a 214 paesi diversi, in un periodo di 16 anni (dal 2002 al 2018).

Sono poi stati utilizzati i dati sulla Vulnerabilità³⁷, ovvero l'esposizione, la sensibilità e la capacità di un paese di adattarsi agli effetti negativi del cambiamento climatici, ricavati dal portale gratuito di ND-GAIN³⁸; si tratta di un programma all'interno della Notre Dame Environmental Change Initiative, che permette ai leader mondiali di prendere decisioni informate sui finanziamenti da fare in settori ambientali, economici e sociali critici. Questo indice considera solamente i punteggi di vulnerabilità³⁹. In questo caso, questo dataset presentava 192 Stati, per ognuno dei quali sono stati registrati i valori, per un periodo di 23 anni (dal 1995 a 2018).

Dalla combinazione delle diverse informazioni si è ottenuto un dataset di dati panel⁴⁰ di 48.491 osservazioni, relative a 6.584 società quotate, situate in 78 paesi diversi distribuite su un totale di 15 anni (dal 2002 al 2017).

Le ipotesi illustrate precedentemente sono state verificate attraverso la regressione econometrica, utilizzando il software STATA.

3.5.2 Il modello di regressione

Per testare le ipotesi di ricerca si è sviluppata una regressione panel.

Uno stimatore del data panel permette, infatti, di controllare per l'eterogeneità non osservata nei dati. Ad ogni modello si è applicato un test di Hausman (1978) che ha permesso di decidere se implementare un modello panel a effetti fissi o casuali. Un modello ad effetti fissi (*fixed*⁴¹ effect – FE) gli i termini di errore non sono correlati con le variabili indipendenti, se invece i

³⁷ Ad ogni Paese viene assegnato un punteggio, che va dal più basso, quando lo Stato risulta essere maggiormente preparato al cambiamento, al più alto, quando invece non risulta esserlo.

³⁸ https://gain.nd.edu/assets/396245/resources_2020_04_05_19h09.zip

³⁹ Il sito prevede di scaricare altri indici o punteggi, come ad esempio l'indice ND-GAIN, Punteggi dei componenti: esposizione, sensibilità, capacità adattiva; punteggi di prontezza; punteggi del settore di preparazione: Economico, Governance, Sociale

⁴⁰ I dati panel (o panel data), rappresentano un insieme di dati, attraverso cui il comportamento delle entità (esempio individui, imprese, regioni, stati ecc.), viene osservato in differenti periodi di tempo. Questo permette di effettuare delle analisi complesse, ricche di informazioni. I data panel possono essere bilanciati (nel caso ci sia lo stesso numero di osservazioni per ogni variabile individuale) o non bilanciati (quando abbiamo un numero di osservazioni diverse tra le variabili individuali).

⁴¹ O fissi, in questo elaborato verranno utilizzati i seguiti due termini come sinonimi

termini di errore sono correlati, sono definiti ad effetti casuali (random⁴² effect – RE). Nel caso di stimatori ad effetti fissi si suppone che l’eterogeneità individuale sia costante nel tempo. Nel caso di stimatori ad effetti casuali, l’eterogeneità individuale è invece considerata variabile secondo una determinata distribuzione probabilistica. Per poter scegliere il modello di stima più adatto, si effettuerà in ogni regressione il test di Hausman⁴³ (in questa ricerca le equazioni sono risultate tutte ad effetti fissi, ad eccezione di una, che ha ottenuto un chi quadro superiore dello 0,05)

Vengono di seguito riportati i modelli di regressione, che testano le diverse ipotesi assunte ad obiettivo di lavoro.

$$\begin{aligned}
 \text{Performance finanziarie}_{it} = & \alpha_i + \beta_1 \text{Decoupling}_{it} + \\
 & \beta_2 (\text{Decoupling}_{it} * \text{ENV_SENS}) + \beta_3 \text{CF}_{it} + \beta_4 \text{CAPINT}_{it} + \\
 & \beta_5 \text{MARGPROF}_{it} + \beta_6 \text{INTRD}_{it} + \beta_7 \text{FIRMSIZE}_{it} + u_{it}
 \end{aligned} \tag{H 1}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Performance finanziarie}_{it} = & \alpha_i + \beta_1 \text{Greenwashing}_{it} + \\
 & \beta_2 (\text{EMERGENTI} * \text{ISTVOID}) + \beta_3 \text{FIRMSIZE}_{it} + \beta_4 \text{INTRD}_{it} + \\
 & \beta_5 \text{BOARDSIZE}_{it} + \beta_6 \text{BOARDIND}_{it} + \beta_7 \text{BOARDGENDER}_{it} + u_{it}
 \end{aligned} \tag{H 2}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Performance finanziarie}_{it} = & \alpha_i + \beta_1 \text{ND_GAIN}_{it} + \\
 & \beta_2 (\text{LOWIST} * \text{ND_GAIN}_{it}) + \beta_3 \text{CF}_{it} + \beta_5 \text{CAPINT}_{it} + \beta_4 \text{MARGPROF}_{it} + \\
 & \beta_5 \text{FIRMSIZE}_{it} + \beta_6 \text{INTRD}_{it} + \beta_7 \text{BOARDSIZE}_{it} + \beta_8 \text{BOARDIND}_{it} + \\
 & \beta_9 \text{BOARDGENDER}_{it} + u_{it}
 \end{aligned} \tag{H 3}$$

Nei paragrafi successivi verranno precisate le definizioni specifiche delle variabili

⁴² O casuali, in questo elaborato verranno utilizzati i seguenti due termini come sinonimi

⁴³ testa l’ipotesi nulla che gli effetti individuali non siano correlati con alcun regressore nel modello, preferendo quindi gli effetti casuali ai fissi, a causa della maggiore efficienza. Qualora, invece, l’ipotesi nulla venga rifiutata, determina che gli effetti individuali α_i siano significativamente correlati con almeno un regressore nel modello e che quindi il modello ad effetti casuali non è preferito ai fissi. (Hausman, 1978)

3.5.3 Variabili dipendenti: Tobin's Q, ROE, ROA

Come indicato da Testa et al. (2018), i modi per poter calcolare la performance finanziaria aziendale sono di due tipi: una misura di mercato (Tobin's Q) e due misure contabili d'impresa (ROE ROA).

Per ogni ipotesi verranno presi in considerazione tre modelli di regressione, che rappresentano le diverse performance finanziarie.

- **Tobin's Q⁴⁴**: dà modo di misurare l'incentivo ad investire, riflettendo i guadagni attuali e futuri attesi di un'azienda. Quindi il mercato finanziario fornisce importanti indicazioni ad un'impresa, dando modo di capire se effettuare o meno nuovi investimenti per accrescere il proprio stock di capitale. Il fattore "Q" è dato dal rapporto tra valore di mercato⁴⁵ e il costo di sostituzione⁴⁶ delle attività dell'impresa.

Più nello specifico, misura la relazione tra il valore di mercato di azioni e obbligazioni possedute da un'impresa e il costo delle attività necessarie per il funzionamento dell'impresa stessa. È ad oggi uno degli indici maggiormente utilizzati dagli analisti e dagli investitori finanziari. Gioca un ruolo importante in molte interazioni finanziarie. Secondo Testa et al. (2018), quando il valore ottenuto è maggiore di 1, significa che il pacchetto azionario dell'impresa risulta essere più costoso del costo di sostituzione delle sue attività, il che implica che le azioni sono sopravvalutate e l'impresa potrebbe migliorare le proprie prestazioni aumentando la propria spesa per investimenti; qualora "Q" risultasse essere compreso tra 0 e 1, significa che il costo di sostituzione è maggiore del valore delle sue azioni e obbligazioni e quindi definisce che lo stock di capitale desiderato dell'impresa è sottovalutato, quindi l'impresa dovrebbe diminuire la propria spesa per investimenti.

Tobin's Q è un indice che può essere applicato in più contesti. Si può misurare una singola impresa, ma può essere applicato anche a un intero settore, a un gruppo di imprese, a un intero Paese ecc. semplicemente aggregando al numeratore il totale di

⁴⁴ È una misura di mercato che fu proposta da Premio Nobel per l'economia James Tobin in un lavoro del 1969 (A general equilibrium approach to monetary theory, «Journal of Money, Credit and Banking», 1969, 1, 1)

⁴⁵ determinato dal mercato

⁴⁶ il prezzo che quel capitale avrebbe se venisse acquistato oggi

tutte le azioni e obbligazioni e, al denominatore, il risultato totale del book value dell'attivo delle imprese prese come riferimento.

Questa misura viene calcolata nel seguente modo

$$Tobin's Q = \frac{Book\ Value\ of\ Total\ Assets - Book\ Value\ of\ Equity + Market\ value\ of\ Equity}{Book\ Value\ of\ Total\ Assets}$$

- **ROE⁴⁷** (Return On Equity): è un indice economico che misura quanto l'impresa è in grado di produrre per ogni unità investita dagli azionisti. Più in particolare, permette di calcolare la remunerazione del capitale investito dagli azionisti (capitale di rischio). Questo indicatore viene utilizzato molto in economia e finanza in quanto è considerato una buona sintesi dell'economicità complessiva dell'impresa.

Dà modo di comprendere come l'intera gestione aziendale (caratteristica, finanziaria ed economica), sia riuscita a gestire i propri mezzi per aumentare gli utili aziendali. Il ROE deriva dal rapporto tra l'utile netto (Net Income) e il capitale proprio (Total Shareholders' Equity):

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Total\ Shareholder's\ Equity}$$

- **ROA** (Return on Assets): misura la redditività delle attività. Più precisamente misura quanto le attività totali dell'impresa vengono utilizzate in modo efficiente, esprime quindi la capacità di conseguire un reddito dall'attività utilizzando un certo quantitativo di capitale. Viene calcolato nel seguente modo:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

3.5.4 Variabili indipendenti di interesse del primo modello: Greenwashing e Brownwashing

Le principali variabili indipendenti di questo primo modello sono i punteggi *greenwashing* e i punteggi *brownwashing*.

⁴⁷ www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm

Greenwashing

Il concetto di *greenwashing* è relativamente nuovo in ambito accademico. Gran parte degli studiosi è d'accordo nel definirlo come una informazione deliberatamente fuorviante, rilasciata dalle imprese per attrarre a sé gli stakeholder. L'informazione data tende a sopravvalutare le prestazioni ambientali. Come è stato già illustrato nel capitolo due, Hawn e Ioannu (2016) hanno sostenuto che la CSR non deve essere considerata come una "costruzione monolitica", ma deve essere intesa come l'esercizio di due forme distinte di comportamenti attuali dall'impresa. A seguito delle pressioni esercitate dagli stakeholder, le imprese possono, infatti, esercitare azioni interne e azioni esterne, che non sempre vengono attuate dalle aziende nello stesso modo. Qualora, infatti, siano presenti delle differenze tra le due (reporting meno performance ambientale), si determina una differenza, definita "gap". La differenza prodotta in questo caso è positiva, in quanto, le imprese vanno a divulgare prestazioni ambientali superiori alle informazioni date nel reporting CSR di inizio anno.

Lo scopo principale di questa strategia è quello di far risaltare maggiormente un'immagine aziendale, più diretta verso la tutela ambientale. Gli autori tendono a sottolineare che, se la differenza è ampia, allora si può parlare di *greenwashing*, mentre nel caso in cui questa sia minima, quindi molto vicina allo zero, l'impresa non può essere considerata tale, in quanto dimostra coerenza rispetto a ciò che dice. In linea con gli autori, presumiamo che le aziende che praticano queste azioni di *greenwashing* verranno punite dagli stakeholder.

Brownwashing

Secondo gli autori Hawn e Ioannu (2016), ci sono imprese che possono adottare una strategia diversa da quella appena descritta. Possono, infatti, attuare delle azioni interne, ma non dichiararle all'esterno. In questo caso la differenza tra divulgazione prestazione CSR dà un risultato negativo. L'impresa va a sottovalutare le proprie prestazioni e azioni ambientali. Anche se sembra una pratica strana, alcune imprese la attuano perché non vogliono far passare l'idea che l'impresa stia sprecando denaro in azioni ambientali, per molti non necessarie, (Kim e Lyon, 2011). Questi ultimi ricercatori hanno poi ampliato la propria ricerca, scoprendo che la pressione esterna e la crescita aziendale possono giocare un ruolo cruciale nella decisione di questa strategia (Kim e Lyon, 2015); aziende che hanno ottenuto un basso profitto economico potrebbero essere quelle che sottostimano maggiormente le proprie azioni a favore dell'ambiente. Per alcuni azionisti, infatti, l'adozione di queste pratiche verdi potrebbe essere

percepita negativamente rispetto ad iniziative più importanti e redditizie. Le imprese che hanno ottenuto valori negativi non vicini allo zero sono quelle che sottovalutano le loro prestazioni ambientali (Testa et al., 2018).

3.5.5 Variabili indipendenti di interesse del secondo modello Institutional Void

Le nostre istituzioni permettono di concludere in modo stabile molti scambi tra diverse attori pubblici o privati, grazie all'applicazione di normative e regolamenti che delineano diritti e doveri e che scoraggiano costosi fallimenti di mercato. In altri paesi, invece, le istituzioni accusano delle mancanze che non garantiscono questi standard; si parla in questo caso di Vuoti Istituzionali, spesso presenti nei mercati emergenti. Khanna & Palepu, (1997) li hanno definiti come assenza o sottosviluppo di servizi specifici, che ostacolano il funzionamento del mercato e non supportano l'attività delle imprese, causando un deficit nel funzionamento dell'economia. Secondo Peng (2000), questi vuoti devono essere distinti tra vincoli istituzionali formali, (ovvero mancanza di quadri giuridici credibili, di strutture politiche stabili e di mercati dei fattori strategici), e vincoli istituzionali informali (regole interne che normalmente vengono pattuite tra imprese per sopperire alla mancanza delle istituzioni). L'incertezza istituzionale pone, quindi, gravi sfide agli imprenditori dei mercati in via di sviluppo. D.C.North⁴⁸ (1990) ha definito le istituzioni vere e proprie regole del gioco o, più formalmente, vincoli che gli uomini hanno stabilito per disciplinare i loro rapporti. Le istituzioni nelle economie avanzate cercano di ridurre l'incertezza causata dal costante mutamento che contraddistingue il mondo in cui viviamo. Nello specifico, le istituzioni cercano di creare delle normative e dei linguaggi universali, che diano modo ai singoli attori economici di operare in condizioni di maggiore certezza, cercando di garantire il rispetto dei termini contrattuali tra le parti; una maggiore tutela, questa, che porta a un minor numero di problemi in caso di controversie. Inoltre, le istituzioni cercano di incentivare l'accessibilità e lo sfruttamento delle informazioni che circolano nelle economie moderne e promuovono, infine, l'apprendimento e la conoscenza, incoraggiando la popolazione e le imprese a una maggiore formazione ed educazione, considerati fattori fondamentali per la performance economica. D.C.North (1990), indica come la chiave per una migliore performance economica delle imprese e del paese, sia avere

⁴⁸ Douglass C. North è stato insignito del Premio Nobel per l'Economia nel 1993

istituzioni più efficienti, con una migliore regolamentazione. Una grande differenza all'interno delle istituzioni è quella tra istituzioni formali (leggi, diritti di proprietà, regole concrete che permettono il funzionamento di strutture nel paese) e informali (norme sociali, regole comportamentali, valori morali, tradizioni). Nelle economie avanzate sono quindi presenti continue influenze bidirezionali tra istituzioni ed organizzazioni. Al contrario, le economie emergenti sono contraddistinte dalla mancanza più o meno accentuata di norme, regolamenti e meccanismi di applicazione, e ciò comporta incertezza e instabilità nel paese. Una assenza istituzionale non dà supporto, non garantisce sempre il risultato finale indicato nei contratti, e determina il più delle volte costi finali maggiori e un minore risultato economico. Alcuni ricercatori hanno dimostrato che ambienti istituzionali deboli o del tutto assenti, condizione frequente nei paesi emergenti, portino a effetti negativi sulle prestazioni delle multinazionali (Khanna et al., 2005; North, 1990). Tuttavia, esiste anche una ricerca che evidenzia i modi in cui gli imprenditori e altri attori sfruttano l'incertezza istituzionale per creare valore. Questi possono agire come imprenditori istituzionali, adottando strategie che sfruttano le incertezze e le contraddizioni degli ambienti in cui operano. La letteratura sui Vuoti Istituzionali rileva come multinazionali e PMI tendano a riempire questi vuoti costruendo grandi gruppi di imprese e adottando strategie di internazionalizzazione, così da ridurre i costi e garantirsi la conclusione di contratti altrimenti imperfetti. Alcune volte questa cooperazione tra imprese può sopperire alle carenze del sistema finanziario dei mercati emergenti. Le aziende colmano questo vuoto, trasferendo liquidità da imprese con molte risorse a imprese vincolate. Secondo Scheer & von Zallinger, (2007) la cooperazione tra aziende può diventare un elemento cruciale per l'economia dell'impresa. Per Porter (2000) creare gruppi di imprese aumenta anche la relazione di fiducia tra attori. In una condizione di vuoto istituzionale, non sono presenti pratiche commerciali, strutture organizzative, progetti dominanti, standard di settore o altri tipi di istituzioni, che guidino il comportamento degli attori in campi organizzativi più sviluppati. Ciò significa che superare un vuoto istituzionale è una forma particolarmente impegnativa di imprenditorialità ed è probabile che comporti alti livelli di difficoltà e rischio. In ambienti economicamente maturi, le istituzioni ricoprono il ruolo di intermediari tra imprese, agendo come facilitatori del commercio, cosa che viene a mancare nei mercati emergenti, nei quali aumentano, di conseguenza le probabilità di opportunismo, di corruzione, lo scoraggiamento della concorrenza, nonché un aumento dei costi sui prodotti, sui capitali e anche sui mercati del lavoro. Le imprese dei mercati emergenti tendono ad avere anche problemi di informazione. Una istituzione forte, come quella dei mercati sviluppati porta le imprese a produrre informazioni e rendicontazioni accurate e credibili, in grado di ridurre l'asimmetria

informativa; istituzioni più efficienti, garantirebbero alle imprese condizioni normative più incentrate ad aumentare le informazioni. In presenza di istituzioni deboli o assenti, invece, questo non sempre avviene, e ciò rende difficile la valutazione aziendale da parte di analisti e investitori, con conseguente minor entrata di risorse e minor profitto aziendale. I Vuoti Istituzionali, inoltre, saranno soggetti ad una carenza di capitale umano specializzato. La letteratura sottolinea, come risorse umane non adeguatamente formate, producano un aumento dei costi di ricerca e informazione per le imprese, e causino una diminuzione della performance finanziaria.

Capire quindi come le istituzioni possano influenzare il comportamento delle imprese, il proprio sviluppo e lo sviluppo economico è utile per ampliare lo studio dei Vuoti Istituzionali. Un vuoto istituzionale non implica quindi solamente la mancanza di sostegno governativo all'imprenditoria, ma determina anche regole istituzionali inadeguate o di debole applicazione. Questo genera incertezza, porta le imprese a rinunciare a progetti di espansione, di crescita aziendale ed economica. Il motore principale di crescita economica è da sempre il settore privato e quindi le istituzioni dovrebbero incentivarne la crescita, creando ambienti istituzionali che possano aiutare le imprese. Pertanto, soprattutto in ambienti istituzionali deboli, questa caratteristica potrebbe influenzare negativamente la crescita delle aziende e la loro performance.

Nella letteratura, sono presenti diversi studi che hanno voluto indagare su come lo sviluppo istituzionale sia importante sia per l'efficacia della governance aziendale che per lo sviluppo economico (La Porta et al., 2008; Chinn e Ito, 2006).

Per misurare i Vuoti Istituzionali del paese di origine, sono stati scaricati i sei indicatori di governance della Banca Mondiale ed è stato creato un meta-indice⁴⁹ (WGI).

Worldwide Governance Indicators (WGI)⁵⁰

Le autorità governative di un paese dovrebbero prevedere istituzioni legali, politiche, economiche e governative coordinate tra loro in modo da rendere efficienti i mercati e fornire tutte le linee guida alle attività aziendali. La giusta equità del processo legale, la stabilità

⁴⁹ Si rimanda al paragrafo 3.5.8 "Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice"

⁵⁰ Ulteriori dettagli sugli indicatori di governance mondiale possono essere trovati all'indirizzo: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>

politica e un basso livello di corruzione, oltre a una migliore trasparenza e responsabilità, sono gli ingredienti che contraddistinguono un'economia avanzata da un paese in via di sviluppo. Il governo deve essere in grado di produrre ed attuare politiche e regolamentazioni valide, che garantiscano il miglioramento delle relazioni tra le parti e il rispetto degli standard normativi. In letteratura, i termini "istituzioni", "governance politica" e "qualità istituzionale" sono spesso utilizzati come sinonimi. Mercati emergenti ed economie sviluppate differiscono molto nei loro sistemi politici e nella loro idea, di interessi economici e sociali. I termini sopra menzionati hanno assunto molta rilevanza a livello mondiale a seguito dell'influenza esercitata dalla Banca Mondiale⁵¹, che per prima ha incentrato il proprio lavoro su studi della governance istituzionale e ha raggiunto il suo apice conoscitivo con la creazione dei Worldwide Governance Indicators. Questi Indicatori aggregati di governance, ideati da Daniel Kaufmann⁵² e Aart Kraay⁵³ nel 1999, tendono a riassumere la qualità e le caratteristiche strutturali di governance di un paese. Per poter misurare questo indice vengono rivolte interviste a semplici cittadini, a imprese private e pubbliche e a ONG di oltre 200 paesi (sia sviluppati che in via di sviluppo); vengono inoltre raccolti dati provenienti da istituti di indagine, think tank, ONG, organizzazioni internazionali e aziende private. Dal punto di vista economico, le istituzioni ben funzionanti, hanno ottenuto buoni risultati, come: la diminuzione dei costi di transazione, la riduzione dell'incertezza, il maggiore interessamento verso problematiche sociali e la semplificazione dell'interazione tra diversi soggetti economici. La letteratura evidenzia come istituzioni forti abbiano ottenuto maggiore credibilità⁵⁴, maggiore sicurezza⁵⁵ e maggiore adattabilità, intesa come capacità di modificare le normative in base all'evoluzione sociale e ambientale (Globerman e Shapiro, 2003).

⁵¹ Creata il 27 dicembre del 1945 Con sede a Washington, comprende due istituzioni internazionali la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS) e l'Agenzia internazionale per lo sviluppo (AIS o IDA), l'attuale obiettivo è incentrato nella riduzione della povertà

⁵² presidente emerito del Natural Resource Governance Institute (NRGI) con sede a New York, un'organizzazione senza scopo di lucro indipendente dedicata a migliorare la governance dei paesi e promuovere uno sviluppo sostenibile. ha preso successivamente il ruolo di senior manager ed economista capo presso la Banca Mondiale, un'istituzione finanziaria internazionale che fornisce prestiti e sovvenzioni ai governi dei paesi a basso e medio reddito.

⁵³ Direttore della Politica di sviluppo presso la Vice Presidenza per l'economia dello sviluppo e Vicecapo economista del Gruppo della Banca Mondiale

⁵⁴ intesa come maggiore chiarezza e comprensione delle normative

⁵⁵ riduzione dell'eventuale incertezza e l'instabilità politica

L'indice mondiale di Governance (WGI) raccoglie dati dal 1996 al 2019 e li divide in sei indicatori aggregati, che possono essere riportati in due modi: in un range compreso tra -2,5 a 2,5 (normale unità); in termini percentuali (0 – 100)⁵⁶. Le sei dimensioni di governance sono:

- Voce e responsabilità
- Stabilità politica e assenza di violenza
- Efficacia del governo
- Qualità normativa
- Norme di legge
- Controllo della corruzione

Voce e responsabilità (Voice and Accountability – VA)

Voice: questo indicatore cattura la percezione della misura delle opinioni che i cittadini di un paese sono in grado di esprimere, nonché il grado con cui lo Stato ascolta le loro richieste. Vengono testati diversi fattori, come la libertà di espressione, la libertà di associazione e la libertà di stampa e divulgazione, reclami ecc. (Goetz e Gaventa 2001). Le persone hanno il diritto di essere ascoltate e lo Stato ha il dovere di sentirle.

Goetz e Jenkins (2005) indicano come l'indicatore Voice sia uno dei più importanti, in quanto dà modo di verificare la possibilità che il popolo ha di essere coinvolto in processi decisionali, che incidono direttamente nella comunità; è inoltre un elemento essenziale per il secondo fattore: la responsabilità.

Il punteggio (VA) varia da 0 a 100 e, più elevato è il risultato di questa componente, maggiore è la possibilità che le persone possano essere ascoltate dallo Stato, il che comporta meno Vuoti Istituzionali.

La responsabilità viene indicata come processo che consente ai singoli attori o organizzazioni di rendere conto delle proprie azioni e richiede in modo bidirezionale maggiore trasparenza tra decisori e cittadini.

⁵⁶ Valori più elevati indicano risultati governative migliori

Stabilità politica e assenza di violenza/terrorismo (Political Stability and Absence of Violence – PS)

La stabilità politica e assenza di violenza/terrorismo è correlata alla crescita economica; misura la probabilità di instabilità politica e violenza o terrorismo presente in uno Stato. Il punteggio della variabile oscilla in un range compreso tra gli 0 e i 100 punti; un punteggio alto riflette una situazione positiva, che comporta generalmente un miglioramento del tenore di vita della popolazione e una crescita dell'economia; Stato e cittadini, si vedono riconosciuti gli stessi diritti, ottenendo quindi entrambi un vantaggio (Feng, 2003). Nel caso ci fosse stabilità politica, ma con situazioni di violenza e/o terrorismo, la variabile misurerebbe questo “disordine” e probabilmente rifletterebbe una riduzione della crescita economica del paese. Nel caso peggiore, quella in cui entrambe le componenti (instabilità politica e situazione violenza o terrorismo) risultassero essere pessime, ci potrebbe essere la probabilità molto concreta di un crollo del governo.

Efficacia del Governo (Government Effectiveness - GE)

Le istituzioni devono cercare di fornire le migliori condizioni per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'efficacia del governo è intesa come servizi offerti dal settore pubblico in risposta ai bisogni reali dei cittadini. Le istituzioni devono essere in grado di captare le richieste espresse dalla comunità, per poter fornire beni e servizi funzionali a cittadini e agenti economici. La variabile (GE) cerca quindi di misurare la qualità dei servizi pubblici, della pubblica amministrazione e del grado della sua indipendenza dalle pressioni politiche. Inoltre, misura la qualità della formulazione e dell'attuazione delle politiche e la credibilità dell'impegno del governo in tali politiche. L'indicatore cerca di comprendere se il quadro complessivo di un governo è buono ed efficace oppure no. Il punteggio di questa variabile oscilla da un minimo di 0 ad un massimo di 100 punti. Il punteggio più elevato indica la situazione più vantaggiosa. Un governo di alta qualità, quindi, comprende e implementa i programmi necessari al paese e fornisce servizi efficaci alla comunità.

Qualità Normativa (Regulatory Quality - RQ)

Le regole di un paese sono una componente importante ed essenziale per una crescita economica. Norme chiare e stabili permettono di migliorare la percezione del benessere e tutelano la società. Un buon governo deve essere in grado di formulare e attuare politiche e

normative valide, che consentano e promuovano lo sviluppo del settore privato e di conseguenza anche lo sviluppo economico. Inoltre, una buona qualità normativa permette di attirare gli investimenti esteri e di promuovere le attività commerciali interne. Una buona qualità, dei regolamenti consente al sistema di funzionare bene, alle imprese di snellire le proprie pratiche, altrimenti sormontate dalla troppa burocrazia, permette di far funzionare in maniera più efficace i mercati, e dà modo anche al pubblico di comprendere velocemente le leggi. Il governo deve essere in grado di eliminare eventuali normative che si contraddicono o si duplicano. Una buona qualità del sistema normativo di un paese dipende in larga misura dal modo in cui le normative sono concepite e realizzate. Gli indicatori della qualità normativa si concentrano sulle pratiche di gestione delle norme; ovvero, su come vengono formulate ed attuate le nuove regole e su come vengono riformate le vecchie, per consentire e promuovere lo sviluppo del settore privato; il sistema normativo, tuttavia, richiede un monitoraggio continuo in quanto qualsiasi mutamento potrebbe destabilizzarlo. Le istituzioni devono essere in grado di garantire che le proprie normative funzionino in modo efficiente per promuovere la crescita economica, il benessere sociale e gli standard ambientali.

Stato di diritto (Rule of Law - RL)

La “Rule of law” o Stato di diritto, è considerata una dimensione fondamentale di governance. Secondo la Commissione Europea, tutti i poteri pubblici devono agire entro il perimetro della legge e devono essere soggetti al controllo di organi giurisdizionali imparziali ed indipendenti. Il punteggio di questa variabile oscilla da un minimo di 0 a un massimo di 100 punti. Uno Stato di diritto permette alla società di progredire da un punto di vista economico, facendo rispettare le leggi. Se queste vengono infrante, lo Stato di diritto deve essere in grado di sanzionare, in quanto, se non lo facesse, aumenterebbe l’incertezza economica del paese. In definitiva, l’indice (RL) mira a percepire la portata di fiducia che la società ha nei confronti dello Stato e il loro rispetto delle regole, inoltre misura la qualità dell’esecuzione dei contratti, dei diritti di proprietà, delle istituzioni giuridiche e la probabilità che si verifichino crimini e violenze.

Controllo della corruzione (Control of Corruption - CC)

La maggior parte degli economisti considera la corruzione un abuso di potere in mano a pochi, attraverso cui si ottengono indebiti vantaggi da risorse pubbliche, per scopi di guadagno privato. Numerosi studi concordano sul fatto che una maggiore corruzione comporta effetti negativi sui processi di sviluppo economico, ciò a causa dell’aumento dei costi da essa imposti

sul piano economico e sociale. Uno stato elevato di corruzione devia le risorse da settori che potrebbero essere capaci di generare maggiore benessere sociale, verso ambienti privati meno competenti. La corruzione danneggia la governance di un paese, esercitando i suoi effetti su ciascuna delle dimensioni di cui essa si compone. L'indice (CC) tende a valutare i paesi in base alla loro capacità di governance, un punteggio pari a 0 definisce una governance debole, mentre uno pari a 100 specularmente, una governance forte. L'indice (CC) è costituito da un indicatore aggregato che combina le opinioni di un gran numero di intervistati (imprese, cittadini ed esperti). La corruzione non colpisce solo le economie emergenti, ma anche paesi sviluppati, il che causa effetti negativi, come il rallentamento degli investimenti e quindi una minore crescita economica; La corruzione scoraggia nuove innovazioni, in quanto va a togliere risorse ad imprese in grado di creare nuove idee, diminuire la qualità dei prodotti e rafforza l'idea del malgoverno.

3.5.6 Variabili indipendenti di interesse del terzo modello Indici di Vulnerabilità ND-GAIN

L'indice di vulnerabilità prodotto da ND-GAIN⁵⁷, misura l'esposizione, la sensibilità e la capacità di un paese di adattarsi all'impatto negativo del cambiamento climatico. È uno strumento di misurazione che cerca di aiutare i governi, le imprese e le comunità a definire meglio gli investimenti, esaminando i rischi aggravati dai cambiamenti climatici, come sovraffollamento, insicurezza alimentare, infrastrutture inadeguate e conflitti civili. L'indicatore classifica 20 anni di dati divisi in 45 indicatori, riferiti a 192 paesi, in base al loro livello di vulnerabilità e alla loro disponibilità a implementare con successo soluzioni di adattamento. L'indice di vulnerabilità calcola, con una media, sei settori di supporto vitale: cibo, acqua, salute, servizi ecosistemici, habitat umano e infrastrutture, assegnando ad ognuno lo stesso peso, così da normalizzare l'indice complessivo. In questo modo si costringono tutte le nazioni a valutare nello stesso modo i sei settori.

3.5.7 Variabili di controllo

Per testare le diverse ipotesi di questa ricerca è necessario prendere in considerazione, oltre alla variabile dipendente e le variabili indipendenti, anche le variabili di controllo; questo perché la

⁵⁷ <https://gain.nd.edu/>

variabile dipendente è condizionata da altri fattori diversi dalle variabili indipendenti. Le variabili di controllo hanno il beneficio di aumentare la validità di uno studio e anche se non sono l'interesse principale dell'analisi, sono comunque fondamentali per comprendere se la relazione tra variabile dipendente e le variabili indipendenti è corretta. Più nello specifico, le variabili di controllo, che, come le indipendenti, influiscono sulla dipendente, sono importanti, in quanto senza queste ci potrebbe essere il rischio di sottostimare o sopravvalutare il risultato finale. Senza le variabili di controllo, una ricerca potrebbe produrre dei risultati distorti⁵⁸ e incerti. Le variabili di controllo sono fattori che non sono esposti alle variabili indipendenti, ma sono correlate solamente con la dipendente e ciò dà modo di rafforzare la teoria finale. Quindi, nel nostro caso, la performance aziendale non viene influenzata solamente dalle variabili *greenwashing*, *brownwashing* (nel primo caso), *Institutional Void* (nel secondo) e *Vulnerability* (nel terzo), ma anche da altri fattori che ora andrò a descrivere

Nella scelta delle variabili di controllo per le variabili indipendenti *greenwashing* e *brownwashing*, si sono considerate un elenco delle variabili maggiormente considerate negli studi precedenti sulla performance. Per poter decidere quali variabili di controllo utilizzare, sono stati analizzati diversi studi, che hanno indagato sulla performance finanziaria, in un contesto di *decoupling*. Sono quindi state selezionate 6 variabili di controllo:

- La prima variabile considerata è il *flusso di cassa* (CF), che si misura attraverso il rapporto del flusso di cassa netto con le vendite. Clarkson et al. (2008) sostengono che questa variabile abbia una correlazione positiva con la performance finanziaria di un'impresa.
- La seconda variabile che è stata presa in considerazione è l'*intensità di capitale* (CAPINT). È misurata attraverso il rapporto tra le spese in conto capitale e il fatturato totale alla fine dell'anno fiscale; Secondo Russo and Fouts (1997) questa variabile dovrebbe influire positivamente sul valore dell'impresa. Secondo Martin (1983) e Harris (1986) invece questa variabile dovrebbe avere una correlazione negativa con performance dell'impresa.
- La terza variabile di controllo presa in considerazione è il *marginale di profitto* (MARGPROF). Questa variabile è calcolata come rapporto tra il reddito netto e le vendite; informazioni ottenute dalla società a titolo oneroso per determinare il proprio

⁵⁸ È difficile, se non impossibile, includere in un esperimento tutte le variabili che potrebbero influire sulla variabile dipendente, ma un maggior numero di variabili di controllo portano inevitabilmente ad un minor errore sui risultati.

investimento. Al-Tuwajiri et al. (2004) hanno affermato che le società con margini di profitto è un indicatore che un'azienda ha una buona performance economica.

- La quarta variabile è l'intensità di ricerca e sviluppo R&D (INTRD). Hart e Ahuja (1996), nel loro studio, hanno sostenuto che le spese di ricerca e sviluppo possano avere un impatto positivo sul profitto dell'impresa nel lungo termine, ma l'impatto, potrebbe essere negativo se controllato nel breve termine. Mentre, Kogut e Zander, (1992) affermano solamente una correlazione positiva. In base alla letteratura corrente, l'intensità di ricerca e lo sviluppo sono misurate come le spese di ricerca e sviluppo diviso le vendite totali
- La quinta variabile inserita nel modello per poter controllare la regressione è la dimensione dell'impresa (FIRMSIZE). Essa viene misurata come il logaritmo naturale delle attività totali. King e Lenox (2002) sostengono che questa variabile può contribuire ed influire sulla redditività dell'impresa a causa delle possibili economie di scala.
- La sesta variabile di controllo inserita è una variabile fittizia nominata (ENV_SENS) che assume valore 1 se l'impresa appartiene a settori sensibili all'ambiente, e 0 altrimenti. Per dividere i settori sensibili all'ambiente⁵⁹ da quelli che non lo sono, si è seguito il lavoro di Hussain et al. (2016)

Tabella 2: principali esiti ricerche precedenti

NOME VARIBILE	RISULTATO RICERCA	AUTORE
flusso di cassa	+	Clarkson et al. (2008)
intensità di capitale	+	Russo and Fouts (1997)
	-	Martin (1983); Harris (1986)
marginale di profitto	+	Al-Tuwajiri et al. (2004)
intensità di ricerca e sviluppo	+/-	Hart and Ahuja (1996)
	-	Kogut e Zander, 1992
dimensione dell'impresa	+	King e Lenox (2002)

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

⁵⁹ In base al codice SIC, sono stati selezionati i settori Produttori di petrolio e gas, prodotti chimici e farmaceutici e minerario

Le seguenti variabili di controllo per la variabile indipendente *Institutional Void*, che verranno inserite nel modello di regressione, sono state scelte valutando diversi studi che indagano la performance finanziaria, soprattutto in riferimento ai mercati emergenti, con istituzioni deboli o assenti.

- Una prima variabile di controllo è rappresentata dalla *dimensione aziendale* (FIRMSIZE), che viene misurata come logaritmo naturale del totale degli attivi. Secondo Singla e George, (2013), le imprese di maggiori dimensioni hanno a disposizione una quantità superiore di risorse, di conoscenze e di capacità, che consentono loro di avere un vantaggio competitivo e di realizzare profitti superiori rispetto alle imprese più piccole. Una maggiore quantità di risorse consente alle imprese di grandi dimensioni di internazionalizzare, diminuendo eventuali rischi con cui le piccole e medie imprese hanno a che fare quando cercano di espandersi all'estero. Imprese di maggiore dimensione hanno la possibilità di assorbire in maniera migliore i rischi che potrebbero presentarsi quando si opera in mercati diversi dal proprio. Inoltre, molte volte, le imprese di grandi dimensioni dispongono di risorse inutilizzate che le aiutano nel caso si dovesse presentare un problema inaspettato. Competere in mercati esteri dà un beneficio, in quanto le aziende hanno la possibilità di ampliare la loro performance finanziaria.
- La seconda variabile di controllo è l'*intensità di ricerca e sviluppo* (R&D). Essa confronta le spese di ricerca e sviluppo con le vendite annuali. Le imprese che adottano questa strategia cercano di rinnovarsi in continuazione e di ottenere miglioramenti anche in termini di competitività globale e di valore aziendale. Alcuni studi hanno scoperto che gli investimenti in R&S portano, nel lungo termine, a una migliore performance dell'impresa. Xu e Sim (2018) ad esempio, hanno testato l'effetto delle spese in ricerca e sviluppo sulla performance aziendale, di imprese manifatturiere cinesi e sudcoreane, operanti in mercati emergenti, nel periodo 2012 – 2016, scoprendo una relazione positiva con la performance. Le imprese che hanno adottato questa strategia hanno nella maggior parte dei casi come obiettivo una crescita economica, con aumento della propria performance.
- La terza variabile di controllo scelta è la *dimensione del consiglio di amministrazione* (BOARDSIZE). La letteratura esistente concorda sul fatto che è una variabile che influisce sulla performance finanziaria dell'impresa (Guest, 2009). Sheikh et al. (2013) sostengono che le imprese con un consiglio di grandi dimensioni, possano ottenere un vantaggio in termini di prestazioni, in quanto, maggiore è la dimensione della

- governance, maggiori sono le capacità, le competenze e le esperienze dei membri che la compongono, maggiore, inoltre è l'influenza sulla prestazione finale ottenuta dall'impresa. Questo perché, avere maggiore abilità, conoscenza ed esperienza porta alla risoluzione di controversie in modo più rapido, il che influisce positivamente sul valore aziendale. Inoltre, distogliere l'attenzione da eventuali controversie aziendali, dà modo di investire quel tempo in migliori decisioni di investimento per l'impresa. Beiner et al. (2006), in uno studio, condotto su 109 società quotate in Svizzera, sostengono che esiste una relazione positiva tra le dimensioni del consiglio di amministrazione e la Q di Tobin. Anche Mangena et al. (2012), in uno studio effettuato in un campione di 93 imprese nigeriane, hanno evidenziato la stessa associazione positiva tra le dimensioni del consiglio di amministrazione e variabili di performance ROA e Tobin's Q. Carter et al. (2003) ha invece trovato una relazione positiva con il Tobin's Q. Jensen (1993) dichiara che esiste una dimensione ottimale del consiglio, esso dovrebbe preferibilmente essere costituito da sette o otto amministratori. Il motivo è che un'impresa che contiene un numero maggiore di amministratori, apporterà alle casse anche maggiori costi, pesando sul profitto aziendale. È stata quindi creata una variabile fittizia, con valore 1 nel caso la dimensione del governo fosse superiore a otto, o con valore 0 nel caso contrario. Secondo Hermalin e Weisbach (2003), esiste una relazione negativa tra le dimensioni del consiglio di amministrazione e le prestazioni dell'azienda;
- La quarta variabile di controllo è l'*indipendenza del consiglio di amministrazione* (BOARDIND). Si ritiene che il grado di indipendenza del board influisca positivamente sulla performance aziendale. La presenza in consiglio di soggetti indipendenti (o non esecutivi) gioca un ruolo importante nell'impresa, in quanto essi devono garantire che gli amministratori esecutivi lavorino sempre nell'interesse della società e a vantaggio degli azionisti. Una supervisione superficiale da parte di questi amministratori non esecutivi metterebbe a repentaglio la loro reputazione e carriera. La presenza di amministratori non esecutivi, quindi, può migliorare la prestazione dell'azienda. In molti paesi, anche in via di sviluppo, la presenza di questi soggetti è imposta dalla legge. Ne è un esempio il Pakistan, che per mezzo della Securities Exchange Commission of Pakistan (SECP), nel 2002 ha introdotto il codice del Corporate Governance (Tariq e Abbas, 2013). Inizialmente tale documento era indirizzato alle società quotate pakistane e non prevedeva nessun obbligo significativo. Nel 2012, è stato rivisto ed è stato stabilito che le imprese quotate dovevano avere in consiglio almeno un amministratore indipendente e gli amministratori esecutivi non potevano essere più di un terzo del

- numero totale dei membri del consiglio. Avere all'interno del consiglio amministratori non esecutivi comporta una serie di vantaggi per le imprese. Ararat, Orbay and Yurtoglu (2010), sostengono che ci sia una relazione negativa tra questa variabile e la performance finanziaria. Secondo Leung, Richardson e Jaggi, (2014); Abdullah (2004); Ameer, Ramli e Zakaria (2010) hanno invece riscontrato una correlazione positiva;
- La quinta variabile di controllo è la *diversità del consiglio di amministrazione* (GENDERBOARD). Le ricerche condotte da Erhardt, Werbel and Shrader (2003); Carter et al. (2003, 2008); Kumar e Zattoni, (2016), indicano come la performance dell'azienda sia influenzata dalla diversità del consiglio di amministrazione. La presenza di una rappresentanza femminile all'interno del consiglio sembra migliori la qualità delle discussioni che si svolgono internamente, e conduce a migliori risultati finali. Mentre gli uomini tendono a considerare solo gli effetti economici, le donne considerano tutte le situazioni che potrebbero influire sulla qualità delle decisioni (Hillman, 2015). Bøhren e Strøm (2007) invece sono uno dei pochi studi che indicano una correlazione negativa con la performance finanziaria. Molte normative, nei diversi paesi, stanno obbligando le imprese ad includere nei propri consigli anche amministratori di genere femminile. Nel 2009, ad esempio, in Lussemburgo e in Austria⁶⁰ è stato redatto il codice del Corporate Governance, dove si raccomandava la diversità di genere nei consigli di amministrazione. Una pratica che ora è stata acquisita anche dalla Commissione Europea⁶¹. (Wang et al. 2019).
 - Per poter testare l'ipotesi H2a, è stata creata una variabile fittizia EMERGENTI che assume valore 1 se l'impresa appartiene ad uno Stato in via di sviluppo, e 0 altrimenti.

⁶⁰ <https://ecgi.global/download/file/fid/17942>

⁶¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0152&from=EN>

Tabella 3: principali esiti ricerche precedenti

<i>NOME VARIBILE</i>	<i>RISULTATO RICERCA</i>	<i>AUTORE</i>
dimensione aziendale	+	Singla e George, (2013)
intensità di ricerca e sviluppo	+	Xu e Sim (2018)
dimensione del consiglio di amministrazione	-	Hermalin and Weisbach (2003)
	+	Carter et al. (2003); Beiner et al. (2006); Mangena et al. (2012)
indipendenza del consiglio di amministrazione	-	Ararat, Orbay and Yurtoglu (2010)
	+	(Leung, Richardson e Jaggi, 2013); Abdullah (2004); Ameer, Ramli e Zakaria (2009)
diversità del consiglio di amministrazione	-	Bøhren e Strøm (2007)
	+	Erhardt, Werbel and Shrader (2003); Carter et al. (2003, 2008); Kumar e Zattoni, (2016)

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Le variabili di controllo per la variabile indipendente *Vulnerability*, che verranno inserite nel modello di regressione, sono tutte quelle appena esposte per le altre variabili indipendenti. In aggiunta, in modo da poter testare l'ipotesi H3a, è stata creata anche una variabile fittizia LOWIST, che risultava essere uguale a 1, nel caso l'impresa appartenesse ad un Paese con un punteggio di bassa qualità istituzionale, e a 0, nel caso contrario.

3.5.8 Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice

L'analisi delle componenti principali⁶² (in inglese principal component analysis o abbreviata PCA), è una tecnica statistica utilizzata in molti ambiti, oltre al comparto economico⁶³, per semplificare una serie di dati nel campo della statistica multivariata⁶⁴. Lo scopo di questa tecnica è quello di ridurre il numero elevato delle componenti, cercando di conservare la gran parte dell'informazione o della varianza contenuta nei dati originali. Nello

⁶² Metodo proposto inizialmente da Karl Pearson nel 1901, ma poi sviluppato da Harold Hotelling nel 1933

⁶³ Come l'ambito medico, ingegneria, ecologia sociologia

⁶⁴ In questo caso l'oggetto dell'analisi è per sua natura formato da almeno due componenti, che vengono analizzate simultaneamente per ottenere la valutazione dell'esperimento

specifico la PCA⁶⁵ cerca di ridurre il numero ed individuare un nuovo set di dati senza però perdere troppe informazioni. Quindi da grandi quantità di variabili, cerca di estrarre le informazioni essenziali e di inserirle in nuove componenti, per provare a descrivere un dato fenomeno studiato. Il sistema proietta le nuove variabili in un nuovo piano cartesiano⁶⁶ e le riordina in modo decrescente in base alla loro varianza. Le componenti ottenute racchiudono la maggior parte delle informazioni raccolte, cosicché il set di dati originali, può essere interpretato solo da poche variabili (che vengono definite componenti principali⁶⁷). Per cercare di ridurre la dimensionalità, è utile verificare il grado di correlazione tra le variabili. Vengono poi determinati gli autovalori della matrice di covarianza. L'autovalore e varianza di maggiore dimensione corrisponderanno alla prima componente principale. In ordine decrescente si otterranno le altre componenti principali, che avranno di conseguenza una varianza minore rispetto alla precedente. Ad ogni autovalore viene calcolato anche il corrispettivo autovettore⁶⁸. Naturalmente non si vanno a prendere tutte le nuove componenti principali⁶⁹, altrimenti si otterrebbero le stesse componenti iniziali, ma si cercherà di mantenere solamente le variabili che hanno maggiore varianza, anche se facendo ciò si andrà a perdere una parte delle informazioni contenuta nei dati iniziali. Le sintesi delle nuove variabili possono essere impiegate nelle successive elaborazioni al posto delle originarie. Per poter decidere quante variabili prendere in considerazione, ci sono diverse metodologie. Le più utilizzate risultano essere le seguenti:

- 1) Si valuta che le componenti cumulate raggiungano almeno l'80-90% della varianza complessiva
- 2) La regola di Kaiser, (1974), che richiede vengano prese in considerazione solamente autovettori uguali o maggiori di uno.

Procedimento per determinare il meta-indice *Institutional Void*

La variabile da determinare, utile per la ricerca, è l'Home country *Institutional Voids*.

⁶⁵ Principalmente cerca di trovare la relazione che esistono tra le variabili

⁶⁶ Da tre dimensioni le proietta in un piano cartesiano bidimensionale, il procedimento usa degli autovettori che hanno lo scopo di decomporre la matrice iniziale di "m" righe e "n" colonne. Gli autovettori derivano dalla matrice di covarianza. Il numero di autovettori ottenuti sono tanti quanti sono le componenti del set di dati originali

⁶⁷ Le loro caratteristiche principali sono: rappresentano le combinazioni lineari delle variabili originali;

⁶⁸ matrice (riga vettore) dei coefficienti che moltiplicano le i dati originari nella combinazione lineare così da ottenere nuove variabili.

⁶⁹ Che saranno di numero uguale alle variabili originali

Questa variabile ha richiesto una procedura molto lunga, mutuata da una autorevole letteratura. Di seguito verrà descritto il metodo utilizzato per determinare il punteggio del Vuoto Istituzionale del paese di origine.

È stato sviluppato un meta-indice, stimato dalle prime componenti principali (PCA) come indicato nella ricerca di Tashman, Marano, & Kostova, (2019) e Globerman e Shapiro (2003). Per far ciò, è stato utilizzato il software statistico STATA.

Inizialmente, avendo tre file Excel diversi che raccoglievano le principali variabili delle imprese, i sei indici WGI⁷⁰ e l'indice di *Vulnerability*, è stato utile collegarli in un unico file.

Si è quindi verificata la correlazione tra i sei indici WGI dell'intero campione di riferimento, che dovrebbero risultare essere altamente correlati tra loro, come indicato da Globerman e Shapiro (2003).

Tabella 4: Analisi di Correlazione sei indici WGI

	VoiceandAc~y	Politi~o	Govern~s	Regula~y	Ruleof~w	Contro~n
VoiceandAc~y	1.0000					
Politi~o	0.5825	1.0000				
Govern~s	0.7124	0.7540	1.0000			
Regula~y	0.7852	0.7086	0.9285	1.0000		
RuleofLaw	0.8302	0.7417	0.9468	0.9427	1.0000	
ControlofC~n	0.7965	0.7596	0.9500	0.9332	0.9706	1.0000

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Si può infatti notare nella Tabella 4, come i coefficienti siano fortemente correlati tra di loro, il che dovrebbe produrre pochi errori nel calcolo delle componenti principali.

Il passaggio successivo è stato quello di generare le componenti principali⁷¹ derivanti dai sei indici WGI.

⁷⁰ Sei misure che descrivono vari aspetti delle strutture di governance, stimante da Kaufmann et al. (1999a). Si rimanda al paragrafo 3.5.5 “Variabili indipendenti di interesse del secondo modello *Institutional Void*” alla sezione Worldwide Governance Indicators (WGI) dove vengono descritti i sei indici (Voce e responsabilità, stabilità politica e assenza di violenza, efficacia del governo, qualità normativa, norma di legge e controllo della corruzione)

⁷¹ Con il software STATA la procedura seguita è stata: Statistics – Multivariate analysis – Factor and principal component analysis – Principal component analysis (PCA) – a questo punto su “Variables” si sono selezionate le sei variabili (Voice and Accountability; Political Stability and

Dopo aver determinato gli autovalori e gli autovettori, è stato possibile calcolare il punteggio della prima componente principale⁷³, che ha ridotto i sei indici WGI a un'unica componente⁷⁴. I sei indici di governo WGI (Voce e responsabilità, stabilità politica e assenza di violenza, efficacia del governo, qualità normativa, norma di legge e controllo della corruzione) sono stati collegati ad ogni impresa, in base allo stato di appartenenza e all'anno. Il punteggio generato dal software STATA, ha collegato ogni impresa dell'intero campione, in un range compreso tra il -10,031 (bassa qualità istituzionale) e il 2,584 (alta qualità istituzionale). Per ottenere la variabile di interesse per la ricerca, è stato necessario invertire il valore ottenuto dalla prima componente principale, che era collegata ad ogni impresa. In questo modo si è ottenuto una misura che definiva con i più alti punteggi, la più bassa qualità istituzionale; la variabile è stata nominata la variabile (ISTVOID).

3.5.9 Medie dei punteggi nei diversi paesi

Per costruire la Tabella 9, presente nel prossimo paragrafo, la procedura seguita è la seguente:

- Dopo aver accorpato i tre file (principali variabili delle imprese, *Institutional Void* e *Vulnerability*)
- Si sono selezionati uno ad uno gli Stati, copiando tutte le variabili che contraddistinguevano ogni impresa (anno, *greenwashing*, *brownwashing*, indicatori WGI, *Vulnerability*, ecc.) ed incollando il tutto in 78 file Excel diversi⁷⁵;
- Sono state eliminate le osservazioni che non indicavano le imprese, in quanto nel calcolo della prima componente principale⁷⁶ delle sei misure WGI, avrebbero influito sul risultato finale che veniva assegnato ad ogni impresa;
 - Per trovare questo punteggio, si è utilizzato il software STATA, prendendo come riferimento l'intero campione, così da determinare il giusto punteggio

varianza cumulata, in quanto ha prodotto un valore compreso tra l'80-90%, sia se avessimo adottato la regola di Kaiser, essendo l'unico autovettore maggiore di uno.

⁷³ Command: predict pc1, score di STATA

⁷⁴ Questa corrisponde al punteggio ottenuto da ogni impresa (qualità istituzionale), in base allo Stato di appartenenza e all'anno di riferimento.

⁷⁵ Questo è stato utile per poter determinare il punteggio medio delle variabili per ogni Stato

⁷⁶ Si rimanda al paragrafo 3.5.8 "Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice"

tra imprese che appartenevano a Stati con pessimi giudizi, rispetto a quelle con sede in Paesi con migliori punteggi;

- Si è quindi provveduto a invertire questi valori attraverso il Software Microsoft Excel, e si è nominata la variabile (ISTVOID).

Come indicato da Tashman, Marano, & Kostova, (2019), in questo modo i valori più elevati riflettono livelli più bassi di qualità istituzionale

- Sempre con l'utilizzo del software STATA sono state trovate le media dei punteggi ottenuti da ogni impresa⁷⁷.
 - Questo ultimo punto è stato poi ripetuto per le altre variabili indipendenti;
- Ottenuti tali punteggi, è stato possibile determinare la media complessiva di ogni Stato, così da ottenere un unico punteggio che poi è stato inserito nella giusta cella della Tabella 9;
- Infine, in un nuovo file Excel si sono selezionate e copiate tutte le medie delle azioni dei diversi Stati in un'unica colonna e si è ottenuto il totale complessivo, riportato come TOTALE nella Tabella 9.

3.6 Analisi descrittiva del dataset

Per la seconda ipotesi, sarà necessario dividere le imprese in base al loro paese di origine, per questo motivo è stata creata una variabile fittizia EMERGENTI, che è uguale a 1 nel caso in cui la sede dell'azienda si trovi in un paese in via di sviluppo e a 0, nel caso si trovi in un paese sviluppato. Questo perché è necessario testare la differenza dei Vuoti Istituzionali in paesi emergenti e non. La divisione dei paesi è stata effettuata prendendo come riferimento il documento World Economic Situation and Prospects (WESP⁷⁸), che separa gli Stati in tre grandi categorie: economie sviluppate, economie in transizione ed economie in via di sviluppo. Visto che nella presente ricerca si dovevano prendere in considerazione solamente le economie emergenti e avanzate, le economie in transizione sono state incluse nelle prime, in quanto in altri rapporti venivano indicate come appartenenti a tale categoria, inoltre una di queste (la

⁷⁷ Per poter ottenere la media di ogni impresa la procedura seguita è stata: Statistics – Summaries, tables, and tests – Summary and descriptive statistics – Means, fatto ciò, in “Model-Variables” si è selezionato la variabile indipendente di interesse, infine in if/in/over - group over subpopulations si è selezionato la variabile che dava il nome alla colonna delle imprese (nel mio caso idazienda). Questa procedura è stata utilizzata per ogni variabile indipendente (“gap”, *Institutional Voids e Vulnerability*)

⁷⁸ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2021_ANNEX.pdf

Federazione Russa) è attualmente inserita nei paesi aderenti al BRIC⁷⁹ . Nella Tabella 6 sono elencati tutti i paesi del nostro campione, appartenenti alle due categorie appena menzionate.

Tabella 6: Classificazione Paesi

PAESI SVILUPPATI (Paesi Sviluppato = 0)	PAESI IN VIA DI SVILUPPO (Paesi in via di Sviluppo = 1)
AUSTRALIA	ARGENTINA
AUSTRIA	BAHRAIN
BELGIUM	BERMUDA
CANADA	BRAZIL
CYPRUS	BRITISH VIRGIN ISLANDS
CZECH REPUBLIC	CAYMAN ISLANDS
DENMARK	CHILE
FINLAND	CHINA
FRANCE	COLOMBIA
GERMANY	EGYPT
GREECE	GEORGIA
HUNGARY	GIBRALTAR
IRELAND	GUERNSEY
ITALY	HONG KONG
JAPAN	INDIA
JERSEY	INDONESIA
LUXEMBOURG	ISLE OF MAN
MALTA	ISRAEL
MONACO	JORDAN
NETHERLANDS	KENYA
NEW ZEALAND	KUWAIT
NORWAY	MACAO
POLAND	MALAYSIA
PORTUGAL	MEXICO
ROMANIA	MOROCCO
SLOVENIA	NIGERIA
SPAIN	OMAN
SWEDEN	OTHER CARIBBEAN
SWITZERLAND	PAKISTAN
UNITED KINGDOM	PANAMA

⁷⁹ questi paesi condividono una situazione economica in via di sviluppo e comprendono: Brasile, Russia, India e Cina. Oggi con l'aggiunta del Sudafrica e della Turchia l'acronimo è stato modificato in BRICST.

UNITED STATES	PAPUA NEW GUINEA
	PERU
	PHILIPPINES
	PUERTO RICO
	QATAR
	RUSSIAN FEDERATION
	SAUDI ARABIA
	SINGAPORE
	SOUTH AFRICA
	SOUTH KOREA
	SRI LANKA
	TAIWAN
	THAILAND
	TURKEY
	UKRAINE
	UNITED ARAB EMIRATES
	URUGUAY
	VIETNAM

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

La Tabella 7 indica invece la composizione del campione finale, con il numero di osservazioni divise per Stato

Tabella 7: Composizione frequenza Paesi

Paese	Frequenza	Percentuale	Cumulato
ARGENTINA	61	0.13	0.13
AUSTRALIA	2.724	5.62	5.74
AUSTRIA	224	0.46	6.21
BAHRAIN	21	0.04	6.25
BELGIUM	359	0.74	6.99
BERMUDA	263	0.54	7.53
BRAZIL	687	1.42	8.95
BRITISH VIRGIN ISLANDS	1	0.00	8.95
CANADA	2.720	5.61	14.56
CAYMAN ISLANDS	34	0.07	14.63

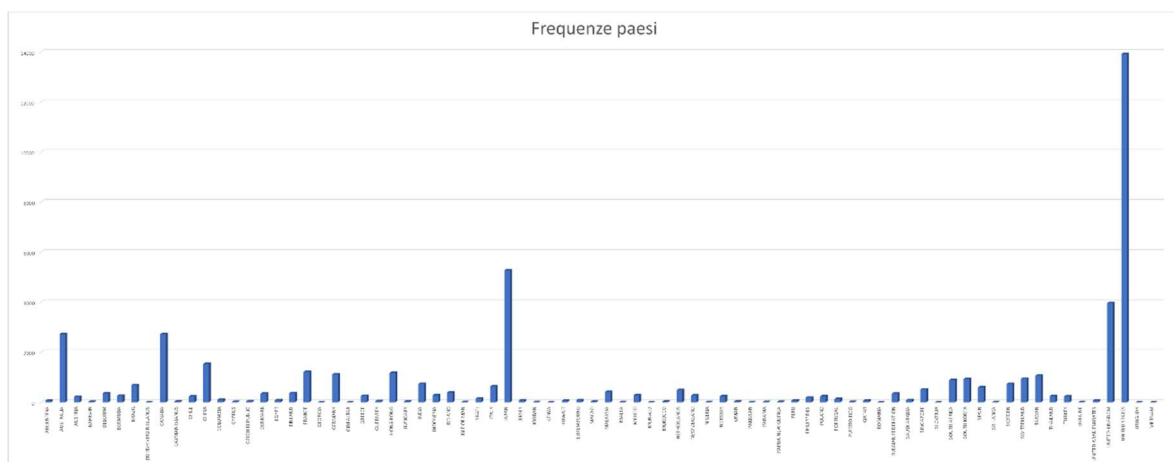
CHILE	233	0.48	15.11
CHINA	1.533	3.16	18.27
COLOMBIA	106	0.22	18.49
CYPRUS	17	0.04	18.53
CZECH REPUBLIC	42	0.09	18.61
DENMARK	346	0.71	19.33
EGYPT	83	0.17	19.50
FINLAND	366	0.75	20.25
FRANCE	1.216	2.51	22.76
GEORGIA	2	0.00	22.76
GERMANY	1.119	2.31	25.07
GIBRALTAR	3	0.01	25.08
GREECE	260	0.54	25.61
GUERNSEY	48	0.10	25.71
HONG KONG	1.177	2.43	28.14
HUNGARY	37	0.08	28.22
INDIA	732	1.51	29.73
INDONESIA	285	0.59	30.31
IRELAND	392	0.81	31.12
ISLE OF MAN	11	0.02	31.14
ISRAEL	155	0.32	31.46
ITALY	629	1.30	32.76
JAPAN	5.274	10.88	43.64
JERSEY	78	0.16	43.80
JORDAN	10	0.02	43.82
KENYA	3	0.01	43.82
KUWAIT	60	0.12	43.95
LUXEMBOURG	83	0.17	44.12
MACAO	24	0.05	44.17
MALAYSIA	415	0.86	45.02
MALTA	9	0.02	45.04
MEXICO	282	0.58	45.62

MONACO	4	0.01	45.63
MOROCCO	29	0.06	45.69
NETHERLANDS	485	1.00	46.69
NEW ZEALAND	270	0.56	47.25
NIGERIA	9	0.02	47.27
NORWAY	241	0.50	47.77
OMAN	35	0.07	47.84
PAKISTAN	5	0.01	47.85
PANAMA	13	0.03	47.87
PAPUA NEW GUINEA	18	0.04	47.91
PERU	70	0.14	48.06
PHILIPPINES	191	0.39	48.45
POLAND	236	0.49	48.94
PORTUGAL	131	0.27	49.21
PUERTO RICO	16	0.03	49.24
QATAR	66	0.14	49.38
ROMANIA	2	0.00	49.38
RUSSIAN FEDERATION	345	0.71	50.09
SAUDI ARABIA	85	0.18	50.27
SINGAPORE	512	1.06	51.32
SLOVENIA	1	0.00	51.32
SOUTH AFRICA	890	1.84	53.16
SOUTH KOREA	934	1.93	55.09
SPAIN	594	1.22	56.31
SRI LANKA	8	0.02	56.33
SWEDEN	732	1.51	57.84
SWITZERLAND	943	1.94	59.78
TAIWAN	1.060	2.19	61.97
THAILAND	254	0.52	62.49
TURKEY	232	0.48	62.97
UKRAINE	8	0.02	62.99
UNITED ARAB EMIRATES	71	0.15	63.13

UNITED KINGDOM	3962	8.17	71.30
UNITED STATES	13.912	28.69	99.99
URUGUAY	1	0.00	100.00
VIETNAM	2	0.00	100.00
TOTALE	48.491	100.00	

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

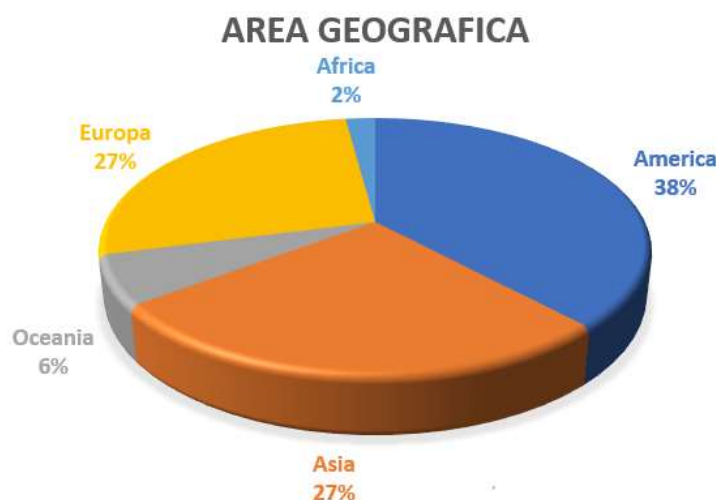
Figura 1: Composizione frequenza Paesi



Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Come si può notare, le società americane hanno un peso notevole rispetto l'intero campione. Su un totale di 48.491 osservazioni, 13.912 sono statunitensi, e costituiscono il 28,69% del campione totale. Come si può vedere in modo più intuitivo nella Figura 1, il secondo paese ad avere la maggior parte di osservazioni è il Giappone, con 5274 osservazioni, pari al 10,88%, seguono l'Inghilterra, l'Australia e il Canada rispettivamente con 3.962, 2.724, 2.720 osservazioni pari al 8,17%, 5,62% 5,61% del totale. I restanti paesi hanno tutti un peso inferiore a 2,50%.

Figura 2: Grafico Area Geografica



Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

La Figura 2 è stata inserita per mostrare come sono suddivise le società del campione considerato in ambito mondiale. Possiamo notare che America, Europa e Asia si spartiscono gran parte della torta, avendo rispettivamente un peso percentuale di 38, 27 e 27. Infine, la Tabella 8, mostra la percentuale dei paesi sviluppati e non sviluppati.

Come si poteva facilmente intuire dai grafici precedenti, i paesi in via di sviluppo hanno un peso inferiore (22,86%), rispetto ai paesi sviluppati (77,14%).

Tabella 8: Composizione frequenza Paesi

Paesi	Frequenza	Percentuale	Cumulato
Sviluppati	37.408	77,14	77.14
In via di sviluppo	11.083	22,86	100.00
Totale	48.491	100.00	

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Questo è probabilmente dovuto alle poche disponibilità di informazioni che vengono rilasciate da paesi emergenti. Come infatti indicano anche Cuervo-Cazurra, (2008) nella loro ricerca,

questa caratteristica è comune in molti studi che comparano le diverse imprese collocate in realtà economiche diverse.

La Tabella 9, la cui procedura è stata descritta alla fine del paragrafo precedente, si ispira al lavoro di lavoro di Tashman, Marano, & Kostova, (2019) e riporta la media dei punteggi che le variabili indipendenti hanno ottenuto nei diversi Stati del nostro campione (per il *greenwashing* e il *brownwashing* è stata inserita in sostituzione la variabile “gap⁸⁰” (Hawn and Ioannou, 2014).

Tabella 9: Composizione frequenza Paesi

Paesi \ Variabili	Media del GAP ⁸¹	Media dell'indice Institutional Void ⁸²	Media dell'indice Vulnerability ⁸³
ARGENTINA	-0,233430191	4,878419229	0,401285926
AUSTRALIA	-0,501777229	-1,603019836	0,333163532
AUSTRIA	-0,173027953	-1,595184474	0,296035342
BAHRAIN	0	4,343932	0,453195
BELGIUM	-0,105009577	-0,78667801	0,361586293
BERMUDA	-0,350734429	-0,170626958	
BRAZIL	-0,352450652	4,809203891	0,405482896
CANADA	-0,318589962	-1,844657276	0,312664719
CAYMAN ISLANDS	-0,638881963	0,607116438	
CHILE	-0,70406016	0,071506207	0,344773212
CHINA	-0,321868437	5,777638064	0,400295506
COLOMBIA	-0,002118643	5,282656524	0,412594238
CYPRUS	0,2111272	0,269466	0,3518464
CZECH REPUBLIC	-0,415514	0,47344424	0,30586454
DENMARK	-0,137651728	-2,01944	0,331886194
EGYPT	0,03132853	8,2707246	0,44075642
FINLAND	0,053909071	-2,329660964	0,297444379
FRANCE	-0,22631976	-0,35694232	0,308901525

⁸⁰ In una colonna del software Excel sono stati inseriti tutti i punteggi corrispondenti ad ogni impresa, qualora quest'ultima presentasse un punteggio *greenwashing* o *brownwashing*.

⁸¹ Valori positivi corrispondono a paesi che hanno al proprio interno, in media, imprese che commettono attività di *greenwashing*, valori negativi si traducono in Stati che hanno imprese, invece, che commettono pratiche *brownwashing*

⁸² Valori più elevati riflettono livelli più bassi di qualità istituzionale

⁸³ Valori più elevati corrispondono a Paesi che risultano essere meno preparati al cambiamento climantici

GEORGIA	0	2,408665	0,4135357
GERMANY	-0,384898585	-1,263596842	0,298483397
GREECE	-0,05187542	2,52543395	0,347409805
HONG KONG	-0,072670197	-1,113941898	
HUNGARY	-0,136877825	1,7542365	0,3631452
INDIA	-0,262356793	5,55078401	0,508279405
INDONESIA	-0,321321441	5,960303878	0,452338637
IRELAND	-0,274293525	-1,308172389	0,326791339
ISRAEL	-0,356635391	1,247995709	0,332657082
ITALY	0,006697917	2,044784068	0,324767156
JAPAN	-0,168749995	-0,709554995	0,367247959
JERSEY	-0,571248844	-0,830125711	
JORDAN	0,7041502	4,472259	0,3828051
KENYA	0	7,390517	0,5343084
KUWAIT	-0,332689145	4,927257	0,412090109
LUXEMBOURG	-0,663262638	-1,935594125	0,290199794
MACAO	0,0519678	0,710392967	
MALAYSIA	-0,101002339	2,781406898	0,368490531
MALTA	0,6369425	-0,170414	0,3451212
MEXICO	-0,234714493	5,618848795	0,409303666
MONACO	0		0
MOROCCO	-0,146841333	5,648856667	0,3903643
NETHERLANDS	-0,389680682	-1,880924041	0,350227114
NEW ZEALAND	-0,576561603	-2,364790627	0,318906119
NIGERIA	9,87E-17	9,868881	0,5043375
NORWAY	-0,167605241	-2,131506	0,263926832
OMAN	-0,38106944	3,298013	0,4168054
PANAMA	0,6595115	3,878968	0,391961467
PAPUA NEW GUINEA	-0,196581	8,160725	0,5297602
PERU	-0,068875362	5,207986586	0,439064338
PHILIPPINES	-0,1648781	5,834399538	0,475071192
POLAND	-0,23156315	1,074604188	0,324212141
PORTUGAL	0,128426355	0,024324445	0,343803727
PUERTO RICO	-0,572691075	2,22385275	
QATAR	0,220471879	2,015695214	0,386488829
RUSSIAN FEDERATION	-0,137923438	7,989205486	0,346164359
SAUDI ARABIA	-0,411412214	5,0475675	0,403597314
SINGAPORE	-0,128336152	-1,219826273	0,40139933
SOUTH AFRICA	-0,191558138	3,34728923	0,410744966
SOUTH KOREA	-0,515926131	1,060295718	0,371692114
SPAIN	-0,206632855	0,700391859	0,309081804

SLOVENIA	0	0,4395972	0,3297478
SRI LANKA	-9,99E-16	5,454169	0,4831914
SWEDEN	-0,317960156	-2,095138736	0,301712911
SWITZERLAND	-0,22608486	-2,16947159	0,27082829
TAIWAN	-0,151006706	0,125035807	
THAILAND	-0,39344123	5,272213875	0,426441325
TURKEY	-0,043491543	4,8414451	0,3562016
UKRAINE	5,55E-17	8,086714	0,3824552
UNITED ARAB EMIRATES	-0,282789319	1,412182688	0,375437388
UNITED KINGDOM	-0,518258062	-1,06224459	0,302749122
UNITED STATES	-0,728212932	-0,611812522	0,349234246
VIETNAM	0	5,945197	0,4808545
ISLE OF MAN	0,362385625		
PAKISTAN	-2,00E-07	8,694143	0,5324814
BRITISH VIRGIN ISLANDS	0		
GIBRALTAR	-1		
GUERNSEY	-0,553692794		
ROMANIA	0	3,610518	0,4052404
URUGUAY	0	0,5543026	0,3905091
TOTALE	-0,460126027	0,270460028	0,352433467

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Seguendo lo studio Tashman, Marano, & Kostova, (2019) è stata prodotta la seguente Tabella 9, con le medie ottenute dai singoli Stati in riferimento alle tre variabili (Istitutional Void, Gap e *Vulnerability*).

Sono stati colorati i diversi Paesi, per una più facile identificazione del mercato di riferimento (arancione per i paesi Sviluppati, azzurro per quelli in via di Sviluppo).

La prima colonna corrisponde alle medie del “*decoupling ambientale*” ottenute nei diversi Stati. Questa variabile è stata calcolata come differenza⁸⁴ tra la divulgazione delle pratiche ambientali

⁸⁴ che ha prodotto nella singola impresa un valore positivo o negativo. Queste sono state poi raggruppate in un’unica colonna per determinare la media di ogni nazione. Le aziende potevano generare una differenza positiva, originando una pratica *greenwashing* (quando si sovrastimano le performance ambientali), oppure ottenere una differenza negativa, generando un *brownwashing* (aziende che sottovalutano le prestazioni ambientali).

e la loro prestazione. Una media vicina allo zero è il valore più difficile da comprendere. Infatti, potrebbe voler dire che all'interno della nazione sono presenti imprese che hanno un comportamento coerente con ciò che dicono, ma potrebbe anche indicare che c'è nel campione del singolo Stato una stessa quantità di variabili di segno opposto (aziende *greenwashing* e *brownwashing*). Un valore che si distanzia dal valore nullo (sia in positivo che in negativo), rappresenta invece una indicazione di valore più preciso.

Possiamo notare come la maggior parte degli Stati presenta un valore negativo (57 su 78); quindi una percentuale del 73% dei Paesi considerati attua una strategia *brownwashing*, non comunicando adeguatamente quanto dichiarato nella propria politica. Questa impostazione è infatti evidenziata dal totale delle medie delle aziende dei 78 Stati presi a riferimento. Nella percentuale sopra indicata, sono stati però considerati anche gli Stati che presentano un valore medio negativo, ma molto vicino allo zero (Sri Lanka, Pakistan), che però, come si può vedere nella Tabella 7, presentano poche osservazioni, rispettivamente 8 e 5.

Gli Stati che invece presentano una strategia di comunicazione *greenwashing* sono 13 su 78, ovvero il 16,7% del totale. Anche in questo caso però sono stati presi in considerazione Stati che presentano una media con valore positivo, ma molto vicino allo zero (Ucraina e Nigeria), quindi gli stessi sarebbero da non includere in questo conteggio. Come nel caso precedente anche questi due Stati presentano un numero limitato di osservazioni, rispettivamente 8 e 9.

Lo Stato che presenta la media positiva (*greenwashing*) più alta risulta essere la Giordania, con un valore di 0,7041502, seguita da Panama e Malta con 0,6595115 e 0,6369425.

Gli Stati che invece presentano un più alto valore negativo (*brownwashing*), sono Gibilterra, Stati Uniti e Cile, con punteggio di -1, -0,728212932, -0,70406016, ma, mentre il territorio autonomo del Regno Unito presenta solamente 3 osservazioni, gli Stati Uniti hanno una frequenza di imprese estremamente superiore e quindi il risultato risulta essere più attendibile. Il totale che comprende l'insieme delle medie prodotte dalle imprese di tutti gli Stati presi come campione, presenta un valore negativo, pari a -0,460126027, e ciò indica che la maggior parte delle imprese sottovaluta o non comunica i propri sforzi ambientali.

La seconda colonna corrisponde, invece, alla media dei Vuoti Istituzionali⁸⁵, riferiti alle imprese nei diversi Stati. Come indicato dalla studio Tashman, Marano, & Kostova, (2019), il valore è stato decodificato in modo che valori più elevati riflettano livelli più bassi di qualità

⁸⁵ Per la determinazione di questi valori si rimanda prima al paragrafo 3.5.8 “Analisi delle componenti principali (PCA) e costruzione del meta-indice” e poi al paragrafo “3.5.5 Variabili indipendenti di interesse del secondo modello *Institutional Void* nella sezione “Medie dei punteggi nei diversi paesi”.

istituzionale. Dalla Tabella 9, si può vedere come la Nuova Zelanda e la Finlandia siano gli Stati che hanno ottenuto il maggior valore negativo, rispettivamente con un punteggio di -2,364790627 e -2,329660964, indice, questo, di una buona qualità istituzionale. Nelle prime 8 posizioni, con valori superiori al (-1,880924041), si può notare come la maggior parte degli Stati considerati siano paesi del centro-nordest europeo (Finlandia, Norvegia, Svezia, Danimarca, Lussemburgo e Olanda), il che indica come le istituzioni, in quell'area geografica, siano valutate positivamente. Il Paese che risulta invece avere un maggior punteggio positivo, indice di un più alto Vuoto Istituzionale, risulta essere la Nigeria, con un valore di 9,868881. Questa valutazione esprime un governo debole o assente; infatti, i valori medi dei sei indici WGI⁸⁶ delle imprese di questo paese, sono molto vicini allo zero (Voice and Accountability 30,023951; Political Stability and Absence of Violence/Terrorism 4,488076501; Government Effectiveness 13,53714; Regulatory Quality 23,50882424; Rule of Law 13,649269; Control of Corruption 12,15781). Punteggi molto alti sono stati ottenuti anche da Pakistan e Egitto, rispettivamente con valori di 8,694143 e 8,2707246. Il totale complessivo delle medie delle imprese di tutti gli Stati è di 0,270460028, e ciò indica che ci sono molte imprese che hanno Vuoti Istituzionali.

La terza colonna indica invece la media dell'indice di Vulnerabilità di un Paese, che esprime il grado di esposizione alla vulnerabilità di uno Stato ai cambiamenti climatici.

L'indice ND-Gain, che si basa su sei fattori di rischio⁸⁷, riordina gli Stati partendo da quelli che risultano essere maggiormente preparati al cambiamento (punteggio minore) a quelli che invece non lo sono (punteggio maggiore) e classifica quindi i Paesi che hanno maggiori necessità di finanziamento per adattarsi a questo cambiamento. I paesi che hanno una media inferiore agli altri sono la Norvegia, la Svizzera e il Lussemburgo, con punteggi di 0,263926832, 0,27082829 e 0,290199794.

Come già affermato nel paragrafo 3.3.3, infatti, questi paesi non sono in una posizione geografica o contesto socioeconomico vulnerabile ai cambiamenti climatici. I paesi che invece hanno maggiore necessità di finanziamenti sono Kenya, Pakistan e Papua Nuova Guinea, con 0,5343084, 0,5324814 e 0,5297602, tutti appartenenti ai paesi in via di sviluppo.

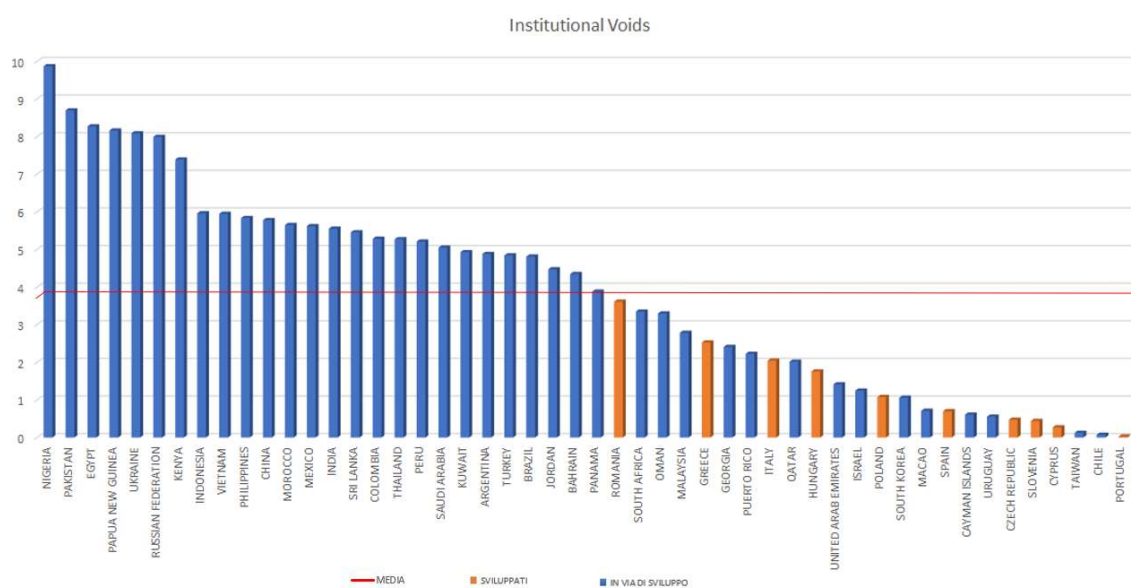
Il totale complessivo delle medie delle imprese dei diversi Stati è di 0,352433467, il che indica come i valori siano spartiti equamente, tra il più piccolo e il più grande.

⁸⁶ Scaricati dal portale gratuito della Banca Mondiale

<https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>

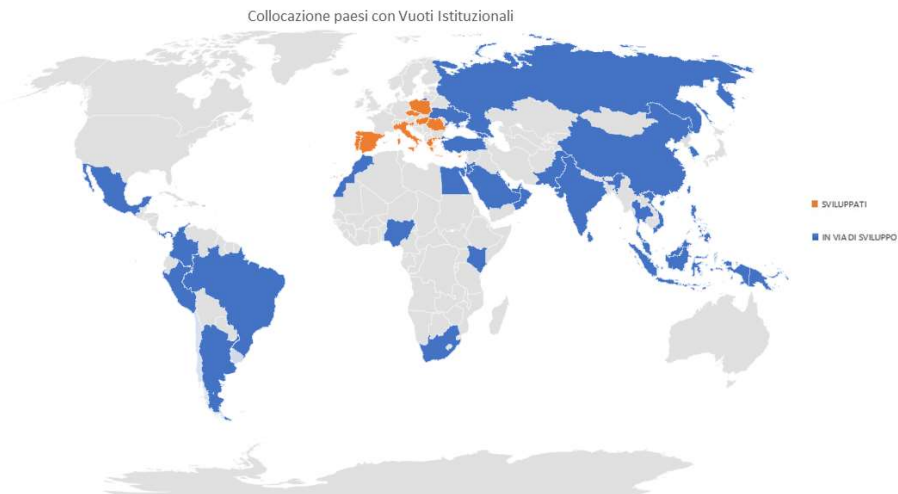
⁸⁷ cibo, acqua, salute, servizi offerti dall'ecosistema, habitat umano e infrastrutture

Figura 3: Paesi con punteggi positivi di Vuoti Istituzionali



Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Figura 4: Collocazione dei Paesi con Vuoti Istituzionali

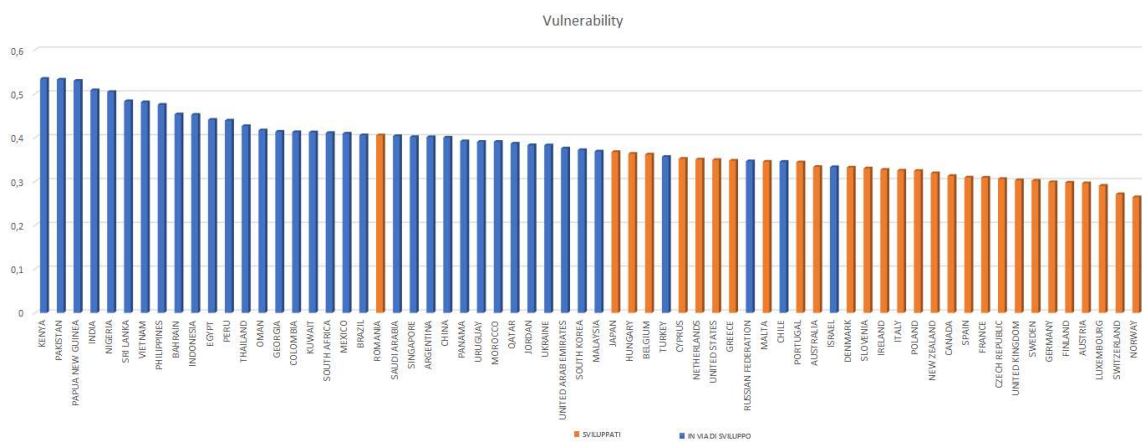


Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Le Figure 3 e 4 sono state inserite per mostrare come si distribuiscono le varie economie (paesi sviluppati e in via di sviluppo) in riferimento ai Vuoti Istituzionali, sia con un grafico a barre che con un una rappresentazione globale per capire la disposizione dei diversi paesi.

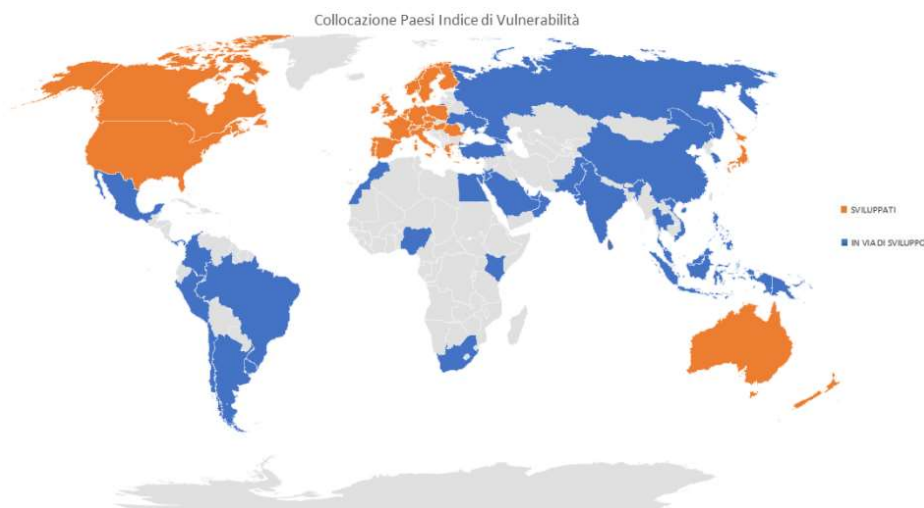
Come mostrato nella Figura 3, la prevalenza dei punteggi indicanti i Vuoti Istituzionali riguarda paesi emergenti. Il primo paese sviluppato (Romania), è presente solamente dopo ventisette stati appartenenti a economie in via di sviluppo, ma comunque al di sotto della media (di 3,839871) calcolata in base ai punteggi di paesi che hanno ottenuto uno score di ISTVOID⁸⁸ positivo. La Figura 4 vuole indicare la collocazione nel mondo dei diversi paesi. Come si può notare dalla diversa colorazione, fra i paesi sviluppati, i 10 paesi che hanno ottenuto punteggi di bassa qualità istituzionale, si collocano tutti in Europa.

Figura 5: Punteggi Paesi indice di Vulnerabilità



Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Figura 6: Collocazione dei Paesi indice di Vulnerabilità



Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

⁸⁸ A valori positivi più elevati corrispondono livelli più bassi di qualità istituzionale.

Le Figure 5 e 6 classificano i paesi delle diverse economie in base ai livelli degli indici di Vulnerabilità.

Come mostrato nella Figura 5, gran parte dei paesi in via di sviluppo sono collocati nella fase iniziale del grafico a barre, il che indica che sono coloro che risultano avere maggiori necessità di finanziamento per l'adattamento al cambiamento climatico. Come per i Vuoti Istituzionali, ancora una volta, risulta essere la Romania, il primo paese delle economie avanzate ad ottenere un punteggio superiore agli altri Paesi sviluppati. Cile e Israele, invece, sono gli Stati in via di sviluppo che hanno ottenuto un punteggio inferiore agli altri Stati appartenenti all'economia emergente. La Figura 6 dà modo di individuare i diversi paesi del nostro campione, divisi per economie.

3.7 Analisi empirica

3.7.1 Statistiche descrittive, correlazioni e multicollinearità delle variabili del modello

Come primo passo, si sono analizzate le statistiche descrittive relative alle variabili dipendenti, indipendenti e di controllo (numero di osservazioni, valori medi, deviazioni standard, valori minimi e massimi), per tutti e quattro i modelli di regressione, ma verranno discusse solamente le prime due.

Tabella 10: Statistiche descrittive

Variabili	Oss.	Media	Dev. Std	Min	Max
Tobin's Q	48339	1.002	0.028	0.927	4.097
ROE	48491	0.114	0.223	-0.909	1.01
ROA	48491	0.052	0.09	-0.384	0.331
Greenwash	21296	1.92	1.186	0.106	5.228
Brownwash	27195	-1.503	0.695	-2.161	-0.07
INSTVOID	48491	0	2.262	-2.584	10.031
VUNERABILITY	45771	0.347	0.041	0.249	0.54
EMERGENTE	48491	0.229	0.42	0	1
CF	48491	1.027e+08	1.158e+09	-7.762e+09	6.038e+10

CAPINT	48491	21.288	34.726	0.04	220.94
INTRD	48491	0.113	0.213	0	1.578
MARGPROF	48491	8.127	45.346	-336.4	68.75
FIRMSIZE	48339	7.282	1.222	0	12.05
BOARDSIZE	48491	0.791	0.407	0	1
BOARDIND	48491	0.016	0.125	0	1
BOARDGENDER	48491	0	1	-1.017	6.256

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

La Tabella 10 mostra la variabile Tobin's Q con valori che vanno dal 0,927 al 4,097, mentre il suo valore medio si attesta intorno all'1,002, ciò indica che, anche se ci sono imprese con valutazione molto alta, superiore al valore uno, il mercato in media generalmente non sopravvaluta né sottovaluta eccessivamente il valore delle imprese. Il ROE presenta dei valori che vanno da un minimo negativo del 90,9% ad un massimo del 101%. Il suo valore medio si attesta all'11,4%; la variabile ROA, ha invece un valore minimo di -38,4%, ed un valore massimo è del 33,10%, mentre il suo valore medio si attesta al 5,20%. Come detto nei capitoli precedenti la variabile indipendente *greenwashing*, indicante la sopravvalutazione della performance ambientale, ha solamente valori positivi, che si aggirano in un range compreso tra lo 0,106 e il 5,228.

Il *brownwashing* ha valori negativi, con un minimo di -2,161 fino ad un massimo molto vicino allo zero, e precisamente -0.07. Anche se il valore più elevato del *greenwashing* risulta essere maggiore rispetto al valore più elevato, in termini assoluti, del *brownwashing*, la differenza delle medie, divisa per Stati, mostrata in Tabella 9, risulta essere indirizzata verso valori di questa seconda variabile. Probabilmente questa differenza è data dal maggior numero di osservazioni che la seconda ha rispetto alla prima (rispettivamente 27.195 e 21.296), e ciò indica che, probabilmente, le imprese tendono a non divulgare quando ottengono risultati negativi, per non rovinare la propria reputazione.

Come si può notare dal Grafico 1, sotto riportato, in termini di densità di osservazioni, le imprese che ottengono valori negativi, sono un numero maggiore rispetto a quelle che ottengono valori superiori allo zero. Come detto dal Delmas e Burano, infatti, le imprese, nel divulgare le proprie prestazioni, non hanno degli obblighi precisi e nemmeno delle sanzioni,

ma potrebbero perderci di più se i propri stakeholder le accostassero ad imprese non rispettose dell'ambiente, causando danni alla loro reputazione.

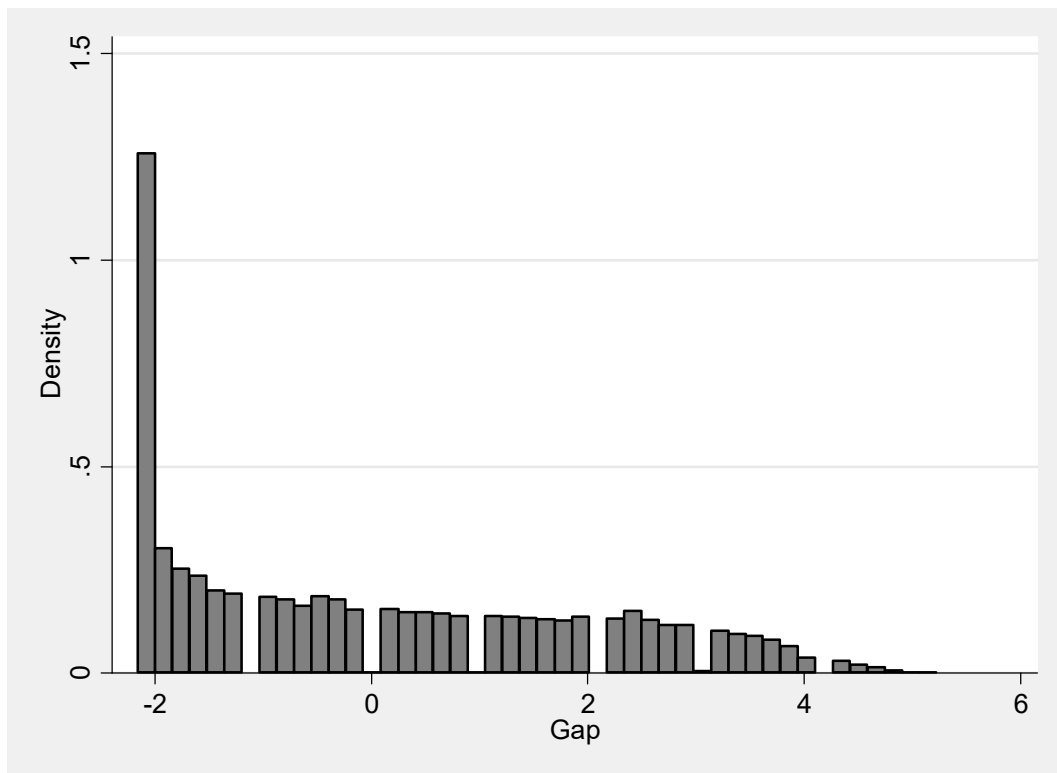
Questo inoltre è coerente con quanto indicato nella ricerca condotta da Hawn e Ioannou (2016), i quali dimostrano come in varie imprese siano maggiori le azioni interne rispetto alle azioni esterne. Nello stesso documento viene indicato come la "Triple Pundit", una delle principali risorse mediatiche globale sui temi della CSR, definisca le imprese che non divulgano, aziende che commettano uno degli errori maggiori per la comunità (Hawn e Ioannou, 2016, pag.2570). Gli stessi autori imputano come questa scarsa tendenza delle imprese a comunicare all'esterno le proprie performance, sia dovuta a diverse cause, quali il poco interesse alla divulgazione, la scarsa competenza del capitale umano verso lo sviluppo o la produzione di risultati rispettosi delle linee guida e motivi strategici decisi dal management.

L'*Institutional Void*, ha valori compresi tra i -2,584 e i 10,031, con una media in realtà molto vicina allo zero (il software STATA, nel riportare il dato, tende ad azzerare per difetto). I valori della seguente tabella, sono diversi da quelli riportati nella Tabella 9, in quanto, come si può notare nella colonna 2 di quest'ultima, si comprende l'intero set di dati (48.491), e non si effettua il calcolo sulla media dei punteggi ottenuti dalle diverse imprese. Questo ci fa capire come le imprese che hanno ottenuto punteggi negativi di Vuoti Istituzionali, ottengano valutazioni, in valore assoluto, superiori alla migliore delle valutazioni ottenute dalle imprese con una migliore qualità istituzionale. I paesi in via di sviluppo, come indicato nella variabile EMERGENTI di questa tabella, rappresentano solo il 22,90 % del totale, come inoltre era già stato indicato nella Tabella 8.

Infine, il punteggio dell'indice della *Vulnerability* ha un range compreso tra lo 0,294 e lo 0,54; nel campione iniziale c'erano nazioni con punteggi di *Vulnerability* ancora maggiori, non sono state però prese in considerazione, in quanto non avevano alcuna impresa a cui potevano essere associate. Ad esempio, il Niger nel 2000 aveva ottenuto il punteggio massimo fino ad ora registrato di 0,704394⁸⁹.

⁸⁹ Per consultare altri dati dei diversi paesi, si rimanda a https://gain.nd.edu/assets/396245/resources_2020_04_05_19h09.zip

Grafico 1: Istogramma delle variabili “gap”



Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Per continuare la ricerca, si è seguito il lavoro di q Per affrontare possibili problemi di non normalità e ridurre la possibile multicollinearità⁹⁰ tra le variabili, dopo aver calcolato la correlazione bivariata, tutte le variabili continue sono state standardizzate. Inoltre, la variabile indipendente INSTVOID è stata ritardata di un periodo in modo da aiutare a stabilire la direzionalità del modello. Per quanto riguarda i punteggi di *greenwashing* e *brownwashing*, sono stati, invece, standardizzati i punteggi di performance e divulgazione ambientale, in quanto, come indicato da Testa et al. 2018, questo fattore permette di confrontare i punteggi ottenuti con le altre variabili. Lo scopo di questa procedura, secondo gli autori, è quello di ottenere punteggi standardizzati con media 0 e deviazione standard 1, in modo da garantire omogeneità e comparabilità dei valori.

⁹⁰ La multicollinearità si verifica quando le variabili indipendenti e le variabili di controllo in un modello di regressione risultano avere una forte associazione lineare e quindi risultano essere altamente correlate. Un punteggio di vif (inflazione di varianza) superiore alla regola empirica comunemente usata di 10 è considerato troppo elevata e potrebbe causare problemi nella regressione distorcendo i risultati Cohen et al. (2003)

Precedentemente a questo, ad alcune variabili è stata applicata una procedura di *winsorizzazione*⁹¹ del 2 % al livello dell'1° e del 99° percentile, sostituendo i valori estremi con valori meno estremi. Questo per evitare di influenzare i risultati delle regressioni, con l'inclusione di valori anomali. Le variabili a cui non è stata applicata tale procedura sono le due variabili fittizie, la FIRMSIZE, il BOARDGENDER e il CF, visto che non presentavano valori anomali. Infine, anche se molti studi tendevano a adottare il processo di *winsorizzazione* per tutte le variabili di performance finanziaria, in questo studio si è preferito non applicarla al Tobin's Q⁹², in quanto avrebbe ottenuto come valore minimo 1, vanificando tutte le imprese a cui è stato dato un valore inferiore all'unità

Analisi di correlazione

Vengono presentate, nelle Tabelle 11, 12, 13 e 14, le matrici dei coefficienti di correlazione bivariata⁹³ di tutte le variabili inserite nelle regressioni. Questa procedura permette di indagare sulla relazione tra le variabili prese in considerazione. In tutte e tre le tabelle le variabili dipendenti sono il Tobin's Q, il ROE e il ROA, mentre cambiano le variabili indipendenti, gli eventuali dummy e gran parte delle variabili di controllo. All'interno delle matrici sono indicati a fianco ad ogni valore di correlazione, degli asterischi, che riportano ad un valore definito p-value⁹⁴, al di sotto del quale si segnala un diverso livello di significatività, fissato al massimo al 10%. Per eseguire queste analisi è stato utilizzato il software statistico STATA.

⁹¹ Con la *winsorizzazione* i valori estremi di una variabile sono sostituiti da determinati percentili (nello specifico 1° e 99° percentile). Il software STATA sostituisce i valori inferiori all'1° del percentile, con il valore dell'1° percentile, mentre valori maggiori del 99° percentile, vengono sostituiti con valore del 99° percentile. I valori sostitutivi diventano quindi quelli più estremi.

⁹² Si rimanda al paragrafo 3.5.3 “Variabili dipendenti: Tobin's Q, ROE, ROA”, per chiarire i diversi punteggi che questa variabile dovrebbe prendere per essere interpretata

⁹³ Attraverso questa tecnica si ha la possibilità, infatti, di capire di quanto varia, per ogni unità inserita in una variabile, e in che direzione varia l'altra variabile con cui è stata correlata.

⁹⁴ È un valore che indica la percentuale al di sotto del quale i risultati della regressione conducono al rifiuto dell'ipotesi nulla.

Tabella 11: correlazione bivariata rispetto alle imprese con *greenwashing*

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Tobin's Q	1.000									
(2) ROE	0.010*	1.000								
(3) ROA	0.006	0.786*	1.000							
(4) Greenwash	0.004	-0.024*	-0.048*	1.000						
(5) CF	-0.001	0.023*	0.022*	0.017*	1.000					
(6) CAPINT	-0.010*	-0.152*	-0.236*	-0.109*	0.016*	1.000				
(7) MARGPROF	-0.009	0.380*	0.501*	-0.032*	0.020*	-0.230*	1.000			
(8) INTRD	-0.005	-0.046*	-0.020*	-0.006	-0.019*	-0.094*	-0.079*	1.000		
(9) FIRMSIZE	-0.034*	0.038*	-0.003	0.245*	0.249*	0.024*	0.199*	0.009*	1.000	
(10) ENV_SENS	-0.001	0.005	0.012*	-0.034*	-0.015*	0.056*	0.021*	-0.011*	-0.086*	1.000

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Si può notare che la maggior parte dei coefficienti risulta essere significativa ad un livello di p-value minore del 10%. Nel complesso le correlazioni non indicano una forte relazione delle tre variabili della *performance* finanziaria con le altre variabili esplicative. Questo dimostra che ad una variazione in su o in giù di queste ultime variabili, non è associato un aumento o una diminuzione della prestazione aziendale. Possiamo sottolineare, come la variabile Tobin's Q abbia una correzione positiva solamente con il *greenwashing*, mentre risulta essere negativa con tutte le altre variabili. Inoltre, la correlazione risulta essere significativa solamente con l'intensità di capitale (CAPINT) e la dimensione dell'impresa (FIRMSIZE).

Per quanto riguarda invece il ROE, presenta valori un po' più elevati rispetto alla variabile di mercato e inoltre ha alcune variazioni di segno. È infatti, correlato negativamente e significativamente con la variabile indipendente *greenwashing*, con le variabili di controllo (CAPINT) e l'intensità di ricerca e sviluppo (INTRD). Per quanto riguarda le altre variabili di controllo, possiamo notare come il ROE risulti essere positivamente e significativamente correlato con i flussi di cassa (CF), il margine di profitto (MARGPROF) e la variabile FIRMSIZE. L'unica variabile non significativa ma correlata positivamente risulta essere la sensibilità ambientale (ENV_SENS).

Infine, la terza variabile dipendente (ROA), presenta quanto appena enunciato per il ROE, ma con la sola differenza per le variabili di controllo FIRMSIZE e ENV_SENS. Infatti, la prima risulta non essere significativa, mentre la seconda a differenza del ROE presenta significatività.

Tabella 12: correlazione bivariata rispetto alle imprese con brownwashing

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Tobin's Q	1.000									
(2) ROE	0.010*	1.000								
(3) ROA	0.006	0.786*	1.000							
(4) Brownwash	-0.015*	0.053*	0.056*	1.000						
(5) CF	-0.001	0.023*	0.022*	0.024*	1.000					
(6) CAPINT	-0.010*	-0.152*	-0.236*	-0.071*	0.016*	1.000				
(7) MARGPROF	-0.009	0.380*	0.501*	0.071*	0.020*	-0.230*	1.000			
(8) INTRD	-0.005	-0.046*	-0.020*	0.041*	-0.019*	-0.094*	-0.079*	1.000		
(9) FIRMSIZE	-0.034*	0.038*	-0.003	0.143*	0.249*	0.024*	0.199*	0.009*	1.000	
(10) ENV_SENS	-0.001	0.005	0.012*	-0.016*	-0.015*	0.056*	0.021*	-0.011*	-0.086*	1.000

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

A differenza del caso precedente, la variabile Tobin's Q risulta avere una correlazione significativa e negativa, con un p-value minore del 10%, con la variabile indipendente *brownwashing*. Quest'ultima influisce positivamente e in modo significativo alla variazione delle altre due variabili di performance finanziaria (ROE e ROA). Come per l'analisi del *greenwashing*, i coefficienti di correlazione della variabile indipendente e delle variabili di controllo, risultano avere una relazione debole con le variabili delle performance finanziarie. Essendoci le stesse variabili di controllo, i valori e la loro correlazione non sono cambiati.

Tabella 13: correlazione bivariata Institutional Void

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Tobin's Q	1.000									
(2) ROE	0.010*	1.000								
(3) ROA	0.006	0.786*	1.000							
(4) INSTVOID	0.002	0.058*	0.075*	1.000						
(5) EMERGENTI	-0.007	0.065*	0.088*	0.732*	1.000					
(6) FIRMSIZE	-0.034*	0.038*	-0.003	0.316*	0.353*	1.000				
(7) INTRD	-0.005	-0.046*	-0.020*	0.067*	0.143*	0.009*	1.000			
(8) BOARDSIZE	-0.008	0.068*	0.030*	0.086*	0.037*	0.228*	-0.013*	1.000		
(9) BOARDIND	-0.002	0.015*	0.022*	-0.011*	0.030*	0.010*	0.033*	0.043*	1.000	
(10) BOARDGENDER	0.001	0.070*	0.048*	-0.122*	-0.146*	-0.169*	-0.050*	0.102*	0.088*	1.000

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Possiamo notare, come anche in questo caso i coefficienti di correlazione non presentino una forte relazione tra le variabili della performance finanziaria e le variabili indipendenti e di controllo. La variabile Tobin's Q presenta una bassa correlazione positiva e non significativa con la variabile indipendente dei Vuoti Istituzionali (INSTVOID), mentre risulta negativamente e significativamente correlata con INTRD. Tutte le altre variabili, a differenza della diversità del consiglio di amministrazione (BOARDGENDER), presentano una correlazione negativa, ma non significativa.

Per quanto riguarda il ROE, si intuisce immediatamente come tutti i coefficienti risultano essere significativamente correlati al livello del 10%. Sono tutti correlati positivamente, ad eccezione della variabile INTRD.

Il ROA, presenta una correlazione significativa con tutte le variabili, ad eccezione della variabile FIRMSIZE. Quasi tutte le variabili risultano essere positivamente e significativamente correlate, a differenza del INTRD, che, come la variabile ROE, presenta un segno negativo.

Tabella 14: correlazione bivariata Vulnerability

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Tobin's Q	1.000											
(2) ROE	0.010*	1.000										
(3) ROA	0.006	0.786*	1.000									
(4) NDGAIN	-0.007	0.026*	0.045*	1.000								
(5) CF	-0.001	0.023*	0.022*	0.133*	1.000							
(6) CAPINT	-0.010*	-0.152*	-0.236*	-0.004	0.016*	1.000						
(7) MARGPROF	-0.009	0.380*	0.501*	0.042*	0.020*	-0.230*	1.000					
(8) INTRD	-0.005	-0.046*	-0.020*	0.076*	-0.019*	-0.094*	-0.079*	1.000				
(9) FIRMSIZE	-0.034*	0.038*	-0.003	0.407*	0.249*	0.024*	0.199*	0.009*	1.000			
(10) BOARDSIZE	-0.008	0.068*	0.030*	0.068*	-0.033*	-0.058*	0.122*	-0.013*	0.228*	1.000		
(11) BOARDIND	-0.002	0.015*	0.022*	-0.083*	-0.011*	-0.008	0.020*	0.033*	0.010*	0.043*	1.000	
(12) BOARDGENDER	0.001	0.070*	0.048*	-0.209*	-0.053*	-0.028*	0.055*	-0.050*	-0.169*	0.102*	0.088*	1.000

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Possiamo notare, come anche in questo caso tra i coefficienti di correlazione non ci sia una forte relazione tra le variabili della performance finanziaria e le variabili indipendenti e di controllo. La variabile Tobin's Q presenta una bassa correlazione negativa e non significativa con la variabile indipendente dell'indice di Vulnerabilità (ND_GAIN), mentre risulta negativamente e significativamente correlata con CAPINT e FIRMSIZE. Tutte le altre variabili, a differenza della diversità del consiglio di amministrazione (BOARDGENDER), presentano una correlazione negativa, ma non significativa.

Per quanto riguarda il ROE, si intuisce immediatamente come tutti i coefficienti risultano essere significativamente correlati al livello del 10%. Sono tutti correlati positivamente, ad eccezione delle variabili CAPINT e INTRD.

Il ROA, presenta una correlazione significativa con tutte le variabili, ad eccezione della variabile FIRMSIZE. Quasi tutte le variabili risultano essere positivamente e significativamente correlate, a differenza del CAPINT, INTRD e FIRMSIZE, che, come la variabile ROE, presenta un segno negativo.

Dopo aver standardizzato le variabili, seguendo il lavoro di Tashman, Marano, & Kostova, (2019) si effettuerà il test della multicollinearità tra le variabili, calcolando il fattore di inflazione della varianza (VIF).

Tabella 15: media VIF Greenwashing

Variable	VIF	1/VIF
Greenwash	1.11	0.897850
ENV_SENS#		
c.Greenwash		
1	3.30	0.303343
ENV_SENS	3.30	0.302655
CF	1.10	0.912703
CAPINT	1.09	0.917744
MARGPROF	1.01	0.992663
INTRD	1.03	0.969771
FIRMSIZE	1.22	0.819289
Mean VIF	1.64	

Tabella 16: media VIF Brownwashing

Variable	VIF	1/VIF
Brownwash	1.06	0.939696
ENV_SENS#		
c.Brownwash		
1	6.10	0.163904
ENV_SENS	6.06	0.164985
CF	1.05	0.952462
CAPINT	1.11	0.898087
MARGPROF	1.20	0.836578
INTRD	1.03	0.971929
FIRMSIZE	1.17	0.854153
Mean VIF	2.35	

Tabella 17: media VIF Institutional Void

Variable	VIF	1/VIF
INSTVOID	6.16	0.162233
EMERGENTI#		
c.INSTVOID		
1	5.76	0.173518
EMERGENTI	1.99	0.501751
FIRMSIZE	1.25	0.800706
INTRD	1.03	0.974160
BOARDSIZE	1.08	0.923408
BOARDIND	1.02	0.980040
BOARDGENDER	1.07	0.931186
Mean VIF	2.42	

Tabella 18: media VIF Vulnerability

Variable	VIF	1/VIF
NDGAIN	1.86	0.536518
LOWIST#		
c.NDGAIN		
1	1.72	0.580300
CF	1.09	0.920701
CAPINT	1.09	0.919415
MARGPROF	1.14	0.876855
INTRD	1.04	0.966157
FIRMSIZE	1.43	0.700277
BOARDSIZE	1.10	0.910144
BOARDIND	1.02	0.977809
BOARDGENDER	1.10	0.909575
Mean VIF	1.26	

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Come indicato da Tashman, Marano, & Kostova, (2019), i fattori di inflazione di varianza (VIF) risultano essere ben al di sotto del valore soglia della regola empirica di 10 per tutte le variabili e la tolleranza del $1/VIF$ è superiore a 0,10.

3.7.2 Analisi dei risultati delle regressioni

Si procede quindi con la scelta se implementare dei modelli a effetti fissi o casuali da applicare alle nostre equazioni. Per ogni ipotesi di ricerca è stato quindi applicato un test di Hausman⁹⁵ (1978) attraverso il software STATA. Per una più chiara dimostrazione visiva di quanto fin qui detto, nella Tabella 19 è rappresentata il risultato del test per il Tobin's Q, considerando le sole imprese *greenwashing*. Inoltre, questo modello è stato l'unico ad ottenere un p-value maggiore di 0,05, e ciò indica come, per questa variabile, sia più coerente utilizzare un modello di regressione ad effetti random.

Le altre serie di modelli di regressione invece hanno ottenuto una probabilità statistica del X^2 prossima allo zero, rifiutando l'ipotesi nulla degli effetti random. Il test di Hausman ha per queste ultime suggerito di utilizzare il modello a effetti fissi.

⁹⁵ Hausman, controlla le assunzioni di indipendenza tra gli effetti random e le variabili esplicative. Se l'ipotesi non è rigettata, e quindi si ottiene un p-value superiore a 0,05 il modello degli effetti random è quello più appropriato e viene scelto per determinare i risultati, nel caso opposto verranno scelti gli effetti fissi.

Tabella 19: risultati Hausman Tobin's Q per imprese greenwashing

	Coefficients			sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
Greenwash	-.0000715	-.0000546	-.0000169	.0000165
1.ENV_SENS~h	.0000697	.000061	8.69e-06	.0000624
CF	.0000213	.0000261	-4.74e-06	.0000155
CAPINT	-.0000695	-.000079	9.51e-06	.0000296
MARGPROF	.000285	.0003031	-.0000181	.000028
INTRD	-.0000923	-.0001498	.0000575	.000251
FIRMSIZE	-.0006718	-.0008419	.0001701	.0003337

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
 = 2.66
 Prob>chi2 = 0.9144

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Una volta scelto il modello corretto, è stato possibile eseguire la regressione per ogni variabile dipendente di nostro interesse, ottenendo in questo modo i risultati per rispondere alle nostre ipotesi.

Le Tabelle 20 e 21 mostrano i risultati per le prime due equazioni. Le variabili dipendenti (Tobin's Q, ROE e ROA) sono disposte in tre colonne, mentre la variabile indipendente e le variabili di controllo sono disposte nelle righe. Alcuni valori all'interno della tabella presentano degli asterischi, che vanno ad indicare il livello di significatività che ha ottenuto ogni coefficiente. Questo viene restituito solamente nel caso i valori p-value⁹⁶ siano minori del 10% (*); con livello 5% (**) e con un livello di significatività minore dell'1% (***). I valori che stanno accanto agli asterischi non assumono, invece, alcuna rilevanza, in quanto le variabili sono caratterizzate da unità di misura diverse. Infine, possiamo notare che questi possono essere positivi, nel caso la variabile esplicativa influenzi positivamente la variabile dipendente, o negativi, nel caso opposto.

⁹⁶ È il valore di p che porta a rifiutare o meno l'ipotesi nulla dei risultati della regressione.

Tabella 20: (H1) Il decoupling ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H1a: Il <i>greenwashing</i> ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese			
VARIABLES	(1) TobinsQ	(2) ROE	(3) ROA
Greenwash	-5.46e-05 (0.512)	-0.0115*** (0)	-0.00426*** (0)
Greenwash * ENV_SENS	6.10e-05 (0.922)	-0.0182 (0.128)	-0.00389 (0.301)
ENV_SENS	-0.00159 (0.785)		
CF	2.61e-05 (0.803)	0.00479** (0.0173)	0.00212*** (0.000813)
CAPINT	-7.90e-05 (0.669)	0.0229*** (1.43e-10)	0.00806*** (0)
MARGPROF	0.000303 (0.159)	0.157*** (0)	0.0596*** (0)
INTRD	-0.000150 (0.887)	-0.0874*** (2.41e-05)	-0.0537*** (0)
FIRMSIZE	-0.000842* (0.0918)	-0.0742*** (9.59e-11)	-0.0333*** (0)
Constant	1.002*** (0)	0.174*** (0)	0.0775*** (0)
Observations	21,236	21,236	21,236
R-squared		0.085	0.124
Number of IDazienda	2,879	2,879	2,879

pval in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

La Tabella 20 mostra i risultati della regressione della prima ipotesi, che vengono confermati per le variabili ROE e ROA, mentre sembra non esserci un'influenza per variabile Tobin's Q, avendo ottenuto un risultato non significativo con un p-value pari a 0,512.

Il coefficiente *greenwashing* per le variabili dipendenti ROE e ROA ha ottenuto un livello p-value minore dell'1% e un segno negativo, determinando il soddisfacimento della maggior parte dell'ipotesi H1a. Il *greenwashing* condiziona quindi i risultati di questi due indicatori di performance in modo negativo. Questo significa che all'aumentare dei valori *greenwashing*, il valore di ROE e ROA diminuisce, rispettivamente dell'1,15% e dell'0,426%.

Dai risultati ottenuti si può notare come la variabile della sensibilità ambientale sia stata esclusa

per collinearità dal software STATA, nel caso di ROE e ROA, in quanto presentava un modello ad effetti fissi e questo ha determinato che alcune caratteristiche delle aziende prese in considerazione, come il settore in cui operano, sono state considerate come invarianti nel tempo. È stato introdotto un termine di interazione “Greenwash * ENV_SENS”, necessario per capire se l’impresa che commette *greenwashing* opera in un settore sensibile. L’interazione “Greenwash * ENV_SENS” misura quanto varia la variabile della performance finanziaria quando l’impresa che commette *greenwashing* opera in un settore sensibile all’ambiente. Per questa variabile però il software non ha indicato la significatività del termine di interazione e quindi non è possibile determinare l’influenza rispetto a nessuna variabile di performance. Per quanto riguarda invece le altre principali variabili esplicative, si può notare come l’unica che influenza in termini di significatività il Tobin’s Q, con un p-value inferiore al 10%, sia il FIRMSIZE. In questo caso influisce sulla variabile della performance in modo negativo. Per quanto riguarda invece le misure contabili di performance (ROE e ROA), si può notare come tutte le variabili di controllo abbiamo un buon valore di significatività. Le variabili CF, CAPINT e MARGPROF influenzano il ROE e il ROA in modo positivo, mentre le variabili INTRD e FIRMSIZE impattano negativamente.

Tabella 21: (H1) Il decoupling ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H1b: Il brownwashing ha un effetto negativo sulla performance finanziaria delle imprese			
VARIABLES	(1) TobinsQ	(2) ROE	(3) ROA
Brownwash	0.00146*** (6.06e-08)	-0.0161*** (7.86e-10)	-0.00744*** (0)
Brownwash * ENV_SENS	-9.68e-05 (0.951)	-0.0105 (0.494)	-0.00318 (0.583)
CF	0.000187 (0.600)	-0.000147 (0.966)	0.000553 (0.672)
CAPINT	-0.000476** (0.0196)	0.0141*** (0)	0.00609*** (0)
MARGPROF	0.000685*** (0.000429)	0.0724*** (0)	0.0372*** (0)
INTRD	-0.00100 (0.431)	-0.00432 (0.727)	0.00835* (0.0745)
FIRMSIZE	-0.0164*** (0)	-0.00479 (0.550)	-0.0133*** (1.02e-05)
Constant	1.000*** (0)	0.0814*** (0)	0.0351*** (0)

Observations	27,103	27,103	27,103
R-squared	0.019	0.069	0.118
Number of IDazienda	5,754	5,754	5,754

pval in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Per quanto riguarda l'ipotesi H1b, la variabile indipendente di riferimento è rappresentata dal *brownwashing*, risultante della differenza tra la *disclosure* e la performance ambientale. Quindi il *brownwashing* identifica quelle imprese che decidono di tacere o di divulgare in maniera selettiva l'impegno per l'ambiente.

Secondo Hawn e Ioannu (2016) aziende che adottano questo tipo di tecnica possono non beneficiare appieno del valore creato dall'inclusione di attività CSR; il *brownwashing* e non dà inoltre modo di valutare il giusto valore di mercato delle imprese. Testa et al (2018), ha analizzato diverse aziende quotate e ha dichiarato che aziende *brownwashing* possono causare nelle performance finanziarie degli effetti negativi, incidendo forse di più del *greenwashing*. In contrasto con tale affermazione e con la nostra ipotesi H1b è risultata essere solamente la variabile dipendente Tobin's Q, che ottiene un valore significativo positivo. I risultati riferiti alle regressioni sviluppate per il ROE e il ROA, portano invece ad accettare l'ipotesi H1b in quanto definiscono l'influenza negativa della variabile *brownwashing* sulle misure contabili.

Il valore positivo ottenuto dal Tobin's Q può essere giustificato da quanto detto da Lyon e Montgomery, (2015), che sostengono che gli impatti causati dal *brownwashing* sulla performance aziendale non siano del tutto ben chiari. È probabile che gli investitori non siano ancora ben consapevoli e premiano quelle imprese che, se ottengono dei brutti risultati non li comunicano. Il segno negativo per le variabili ROE e ROA dimostra come le misure contabili aziendali siano influenzate negativamente da azioni di *brownwashing*.

Il termine di interazione "Brownwash * ENV_SENS" non ha invece ottenuto un risultato significativo e come nel caso del *greenwashing*, non è possibile capire l'influenza del *brownwashing* sulla performance finanziaria delle aziende che operano in settori sensibili. Come nel caso precedente, anche in questo, la stima che includeva gli effetti della sensibilità ambientale (ENV_SENS) è stata omessa dal software STATA. Per questo motivo non è possibile determinare l'influenza generata dalla sua inclusione.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, possiamo notare come le uniche non significative per il Tobin's Q siano il CF e l'INTRD, in quanto non danno modo di capire la propria influenza sulla performance. La CF risulta non significativa anche per il ROA e il ROE.

CAPINT influenza negativamente Tobin's Q e positivamente ROA e ROE, mentre FIRMSIZE ha un'influenza negativa solamente su Tobin's Q e ROA, ma non risulta significativa per il ROE.

MARGPROF, invece, influenza positivamente tutte e tre le performance finanziarie,

Al-Tuwajri et al., (2004); Almilia & Wijayanto, (2007), indicano come questa variabile possa generare profitti ingenti per le imprese a causa dell'aumento delle vendite superiori ai loro costi operativi, inoltre, secondo gli stessi, ci saranno più attori di mercato invogliati ad investire in imprese capaci di generare tali profitti.

Per quanto riguarda la variabile di intensità di ricerca e sviluppo, essa influisce solamente sul ROE in modo positivo e con significatività minore del 10%.

Tabella 22: (H2) L'Institutional Void ha un impatto negativo sulla performance finanziaria delle imprese

H2a: L'Institutional Void ha un impatto negativo sulla performance finanziaria delle imprese nelle economie emergenti			
VARIABLES	(1) TobinsQ	(2) ROE	(3) ROA
INSTVOID	0.000941 (0.286)	0.0485*** (1.24e-05)	0.0132*** (0.000953)
EMERGENTI*INSTVOID	-0.000327 (0.801)	-0.0605*** (0.000216)	-0.0248*** (2.43e-05)
FIRMSIZE	-0.00923*** (0)	-0.0300*** (2.96e-07)	-0.0182*** (0)
INTRD	-0.00192** (0.0172)	-0.112*** (0)	-0.0473*** (0)
BOARDSIZE	0.000507* (0.0650)	-0.00266 (0.442)	-0.00162 (0.193)
BOARDIND	-0.000552 (0.398)	0.0229*** (0.00542)	0.0128*** (1.62e-05)
BOARDGENDER	0.000585*** (2.75e-07)	-0.00792*** (3.24e-08)	-0.00324*** (3.38e-10)
Constant	1.001*** (0)	0.111*** (0)	0.0515*** (0)
Observations	48,339	48,339	48,339
R-squared	0.010	0.006	0.009
Number of IDazienda	6,577	6,577	6,577

pval in parentheses

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Nella Tabella 22 invece, sono stati inseriti i dati per poter verificare l'ipotesi di ricerca H2 e H2a. Le variabili dipendenti sono rappresentate dalle misure contabili e di mercato delle performance delle imprese. Le variabili di interesse sono costituite dal punteggio del Home country *Institutional Void* (INSTVOID) e da una variabile fittizia EMERGENTI necessaria per capire come l'INSTVOID incida sui mercati in via di sviluppo. Si nota immediatamente come questa variabile sia stata omessa dal software STATA, in quanto nel modello ad effetti fissi alcune caratteristiche delle aziende prese in considerazione, quali il Paese in cui si trovano, sono considerate invariabili nel tempo. Tuttavia, visto che l'effetto paese era necessario per testare la nostra ipotesi H2a, è stato inserito un termine di interazione "EMERGENTI*INSTVOID".

Questo misura l'effetto che il punteggio del Vuoto Istituzionale ha sulla performance finanziaria di un'impresa, che si trova in un paese in via di sviluppo.

Possiamo notare come la principale variabile di nostro interesse INSTVOID, sia in contrasto con la nostra ipotesi H2, questo però avviene solamente per le variabili di performance finanziaria (ROE e ROA); per la variabile Tobin's Q non risulta esserci un coefficiente significativo e non è possibile dimostrare l'influenza di questa variabile. Le misure contabili, quindi, hanno ottenuto un valore positivo.

La Tabella 22 contiene anche il risultato dell'ipotesi H2a, ma anche in questo caso solamente per le variabili ROE e ROA.

Alla Tobin's Q non è associato un valore significativo e quindi non è possibile validare il segno. Il termine di interazione risulta avere un impatto negativo sia sul ROE che sul ROA. La significatività su questo coefficiente, determina che alle imprese collocate in paesi emergenti, ad un aumento del punteggio del Vuoto Istituzionale, corrisponde una diminuzione sia del ROE che del ROA. In termini percentuali la riduzione è pari all'1,20⁹⁷%, per il ROE e all'1,16⁹⁸%, per il ROA. In questo modo viene anche validata l'ipotesi H2a e si dimostra come, per le imprese, essere inserite in economie emergenti non dia modo di ottenere una performance positiva. Per quanto riguarda le variabili di controllo, FIRMSIZE e INTRD, esse sono risultate significative e negative su tutte e tre le variabili della performance finanziaria.

BOARDGENDER ha ottenuto un coefficiente significativo, ma positivo; questo è conforme a quanto detto nel paragrafo delle variabili di controllo. La presenza di una rappresentanza

⁹⁷ Punteggio ottenuto aggiungendo al valore del INSTVOID (0.0485) il punteggio ottenuto dal termine di interazione (-0.0605), il tutto moltiplicato *100

⁹⁸ Punteggio ottenuto aggiungendo al valore del INSTVOID (0.0132) il punteggio ottenuto dal termine di interazione (-0.0248), il tutto moltiplicato *100

femminile all'interno del consiglio sembra migliori la qualità delle discussioni che si svolgono internamente, e conduce quindi a migliori risultati finali.

BOARDSIZE ha un'influenza positiva, anche se solo con una significatività del 10%, solamente sul Tobin's Q. ROE e ROA non hanno ottenuto nessun livello di significatività rilevante.

Infine, la variabile BOARDIND non sembra influenzare la misura di mercato, mentre viene associata ad un'alta significatività p-value < 0,01, con correlazione positiva alle misure contabili di performance (ROE e ROA).

Tabella 23:(H3) La Vulnerabilità impatta positivamente sulla performance finanziaria delle imprese

H3a: La Vulnerabilità impatta positivamente sulla performance finanziaria delle imprese nei paesi con bassa qualità istituzionale			
VARIABLES	(1) TobinsQ	(2) ROE	(3) ROA
NDGAIN	-0.0718* (0.0834)	3.315*** (0)	1.522*** (0)
LOWIST * ND_GAIN	-0.119* (0.0813)	1.435* (0.0775)	0.264 (0.353)
CF	0.000155 (0.289)	0.00273 (0.119)	0.00162*** (0.00803)
CAPINT	-0.000416*** (0.00374)	0.0192*** (0)	0.00729*** (0)
MARGPROF	0.000477*** (0.000857)	0.0871*** (0)	0.0409*** (0)
FIRMSIZE	-0.0102*** (0)	-0.0500*** (0)	-0.0285*** (0)
INTRD	-0.000302 (0.125)	-0.00809*** (0.000572)	-0.00247*** (0.00259)
BOARDSIZE	0.000614** (0.0343)	-0.00278 (0.423)	-0.00175 (0.148)
BOARDIND	2.04e-05 (0.980)	-0.00114 (0.906)	0.00355 (0.288)
BOARDGENDER	0.000568*** (2.07e-06)	-0.00498*** (0.000491)	-0.00194*** (0.000104)
Constant	1.036*** (0)	-1.156*** (0)	-0.498*** (0)
Observations	45,620	45,620	45,620
R-squared	0.011	0.070	0.119
Number of D	6,223	6,223	6,223

pval in parentheses

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

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Nella Tabella 23, sono stati inseriti i dati riguardo l'indice di Vulnerabilità, per capire come questa possa incidere sulle performance delle imprese dei Paesi che hanno ottenuto un basso punteggio della qualità istituzionale⁹⁹. Si è quindi creata una variabile fittizia LOWIST, che risultava essere uguale a 1, nel caso l'impresa appartenesse ad un Paese con un punteggio di bassa qualità istituzionale, e a 0, nel caso contrario. Come si può notare anche quest'ultima variabile è stata omessa dal software, in quanto nel modello ad effetti fissi, alcune caratteristiche delle società prese in considerazione, quali la sede in cui sono allocate, sono considerate invarianti nel tempo.

Possiamo notare come la variabile dell'indice di Vulnerabilità (ND_GAIN), incida su tutte e tre le performance finanziarie, in modo significativo. Per quanto riguarda il Tobin's Q a un livello del 10%, mentre ad un p-value < 0,01, per le misure contabili (ROE e ROA). Inoltre, queste ultime assumono un segno positivo confermando l'ipotesi H3, mentre Tobin's Q, ottenendo una correlazione negativa, la rifiuta. Per quanto riguarda il ROE e il ROA, sembra che l'indice di vulnerabilità aumenti del 331,5% la performance del primo e del 152,2% quella del secondo.

Il termine di interazione "LOWIST * ND_GAIN", risulta essere significativo solamente per le variabili Tobin's Q e per il ROE; l'impatto è negativo sul Tobin's Q, mentre è positivo sul ROE. La significatività su questi due coefficienti, determina che per imprese collocate in Paesi che hanno ottenuto un basso punteggio della qualità istituzionale; ad un aumento dell'ND-GAIN, corrisponde una diminuzione della performance, qualora la misura fosse quella di mercato, mentre ad un aumento nel caso di ROE. Quindi, in presenza di una bassa qualità istituzionale, il ROE ottiene un effetto della Vulnerabilità sulla performance pari al 475¹⁰⁰%, mentre la variabile Tobin's Q, un impatto pari al -19,08¹⁰¹%.

Nel caso del ROA, sembra, invece, non esserci un impatto aggiuntivo generato dalla bassa qualità istituzionale. Visto che non presenta significatività, nella Tabelle 24 verranno mostrate due nuove regressioni, utili a determinare se i diversi gruppi istituzionali (quelli che hanno ottenuto un punteggio che li definisce come buon governo istituzionale, da quelli che hanno ottenuto un punteggio che li classifica come bassa qualità istituzionale), ottengono, statisticamente parlando, una differenza sulle stime del coefficiente di vulnerabilità uguale o

⁹⁹ Solamente quelli riportati nella Figura 3

¹⁰⁰ Punteggio ottenuto aggiungendo al valore del ND_GAIN (3.315) il punteggio ottenuto dal termine di interazione (1.435), il tutto moltiplicato *100

¹⁰¹ Punteggio ottenuto aggiungendo al valore del ND_GAIN (-0.0718) il punteggio ottenuto dal termine di interazione (-0.119), il tutto moltiplicato *100

diverso da zero. Questo per capire se ND_GAIN ha lo stesso impatto sul ROA nei due gruppi (LOWIST=0 e LOWIST=1) oppure no.

Per concludere, nella Tabella 23, invece, le variabili di controllo, fanno notare che la BOARDSIZE risulta essere significativa e positiva solamente per la variabile Tobin's Q, mentre non sembra condizionare le variabili ROE e ROA.

BOARDIND non incide invece in nessuna delle variabili di performance. Le variabili BOARDGENDER, CAPINT e MARGPROF, al contrario, presentano un p-value inferiore all'1% sia nella misura di mercato che in quelle contabili.

Infine, la variabile CF risulta essere significativa e positiva solamente per il ROA. Per le altre due variabili dipendenti invece, non essendoci neanche un livello di significatività minore del 10%, non c'è la possibilità di definire se vengano influenzate o meno.

Tabella 24: gruppo LOWIST=0 e LOWIST=1

VARIABLES	(LOWIST=1) ROA	(LOWIST=0) ROA
NDGAIN	1.369*** (8.56e-11)	1.533*** (0)
Constant	-0.450*** (5.96e-08)	-0.465*** (0)
Observations	35,845	9,775
R-squared	0.120	0.123
Number of IDazienda	4,677	1,546

pval in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

Tabella 25: differenza coefficienti ND_GAIN su LOWIST

```
( 1)  [LOWIST0_mean]NDGAIN - [LOWIST1_mean]NDGAIN = 0

      chi2( 1) = 285.82
      Prob > chi2 = 0.0000
```

Fonte: Elaborazione dei dati in Stata

La Tabella 24 mostra la regressione della Vulnerabilità sul ROA presente nella Tabella 23, ma divisa in due gruppi: LOWIST=0 e LOWIST=1.

Questo perché si è voluto vedere se il coefficiente ND_GAIN è statisticamente diverso oppure no. Visto che dalla Tabella 23 non emerge alcun impatto aggiuntivo generato dalla presenza di una bassa qualità istituzionale per quanto riguardava il ROA, si è voluto verificare se i diversi coefficienti della vulnerabilità 1,369 (per il gruppo LOWIST=1) e 1,533 (per il gruppo LOWIST=0) fossero diversi statisticamente.

Il risultato ottenuto dalla Tabella 25, mostra che con un $X^2=0$ si sta rifiutando l'ipotesi nulla che entrambi i coefficienti siano uguali e la differenza tra loro sia diversa da zero. Questo dimostra che la loro differenza è statisticamente significativa e quindi che valore ottenuto singolarmente di 1,533 per gli Stati con LOWIST=0 è statisticamente più alto del valore di 1,369 ottenuto per i Paesi con LOWIST=1. Quindi le imprese che sono insediate in un Paese con alta qualità istituzionale (LOWIST=0) hanno un impatto della Vulnerabilità sulla performance maggiore.

3.8 Discussione dei risultati

Come abbiamo visto nel paragrafo precedente, ci sono diverse variabili che possono influenzare la performance finanziaria dell'azienda.

Per quanto riguarda le variabili del *decoupling* ambientale, *greenwashing* e *brownwashing*, ci sono già alcuni studi che hanno dimostrato come queste variabili possano incidere sulla performance finanziaria, ma siamo ancora agli inizi per determinare gli effettivi impatti che possono avere i Vuoti Istituzionali e gli indici di Vulnerabilità.

Come prestazioni aziendali si sono utilizzate tre variabili, una misura di mercato e due misure contabili, in ordine, Tobin's Q, ROE e ROA. Le quattro variabili di nostro interesse di cui avevamo bisogno per capire l'effetto sulle performance finanziarie sono state: *Greenwashing*, *Brownwashing*, *Institutional Void* e *Vulnerability*. Il panel data complessivo era composto da 48.491 osservazioni, divise in 6.584 società quotate, situate in 78 paesi diversi, relative ad un periodo di 15 anni (dal 2002 al 2017).

In generale, si osserva che le tre variabili della performance finanziaria hanno una relazione significativa con le variabili di interesse. Nelle Tabelle 26 e 27, sono stati inseriti i risultati ottenuti e la loro significatività rispetto alle variabili di interesse, in modo da comprendere

come queste abbiano influito sulla performance e poter così determinare la soddisfazione o il rifiuto delle ipotesi.

Tabella 26: coefficienti delle variabili indipendenti sulla performance finanziaria

	Tobin's Q	ROE	ROA
Greenwashing	-5.46e-05 (0.512)	-0.0115*** 0	-0.00426*** 0
Brownwashing	0.00146*** (6.06e-08)	-0.0161*** (7.86e-10)	-0.00744*** 0
Institutional Void	0.000941 (0.286)	0.0485*** (1.24e-05)	0.0132*** (0.000953)
Vulnerability	-0.0718* (0.0834)	3.315*** (0)	1.522*** (0)

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Tabella 27: coefficienti dei termini di interazione sulla performance finanziaria

	Tobin's Q	ROE	ROA
EMERGENTI*	-0.000327	-0.0605***	-0.0248***
INSTVOID	(0.801)	(0.000216)	(2.43e-05)
LOWIST *	-0.119*	1.435*	0.264
ND_GAIN	(0.0793)	(0.0775)	(0.353)

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

Nel complesso possiamo vedere come i risultati ottenuti siano significativi. Solo quattro di questi risultano non esserlo. La misura di mercato, che è in grado di valutare il rapporto tra valore di mercato dell'impresa e costo di sostituzione del suo stock di capitale, risulta essere influenzata dal *brownwashing* e dalla vulnerabilità; il ROE, che misura invece la redditività del capitale proprio, ovvero il tasso di remunerazione del capitale conferito dagli azionisti è influenzato da tutte le variabili, come anche il ROA, che valuta la redditività di tutto il capitale investito dall'impresa.

Per la prima variabile indipendente, il *greenwashing*, possiamo notare come le imprese che si impegnano in questa attività, ottengano un ritorno negativo solamente con riferimento al ROE e al ROA. Il *greenwashing* tenta di migliorare l'immagine aziendale; l'impresa sovrastima i propri impegni ambientali, senza però modificare in modo significativo il proprio business. Questo dimostra come, acquisire una tale strategia, possa nel lungo periodo non essere redditizio per le aziende. I risultati, quindi, sembrano essere coerenti con l'idea che le attività di *greenwashing* peggiorino la prestazione aziendale. In letteratura, infatti, è stato evidenziato come praticare tale azione porti ad implicazioni negative sulla performance finanziaria. Per questo motivo e per i risultati ottenuti, l'ipotesi H1a è accettata solamente per le misure contabili, mentre non risulta essere significativa per il Tobin's Q.

La seconda variabile presa in considerazione è il *brownwashing*, che misura quelle imprese che sottovalutano i propri risultati ambientali. Da quanto mostrato nella Tabella 26, si evince che tale azione ha un effetto positivo sul Tobin's Q, mentre ha un effetto negativo sulle variabili ROE e ROA. Per questo, l'ipotesi H1b risulta essere parzialmente confermata. Se consideriamo quanto affermato da Lyon e Montgomery (2015), ovvero, che le analisi su questa variabile risultano essere ancora agli inizi e devono essere ulteriormente approfondite, così da determinare una giusta tendenza, possiamo presumere di comprendere il motivo per il quale il segno ottenuto dalla variabile Tobin's Q risulta essere positivo. Gli investitori e fornitori di servizi finanziari sono sempre più in grado di riscontrare, dalle pratiche rilasciate dalle società, eventuali dati "esagerati", mentre il mancato rilascio di documentazione non consente loro di analizzare e valutare l'impresa approfonditamente. Inoltre, come indicato da Kim e Lyon, (2011), sembra che alcune imprese adottino questa pratica in quanto non vogliono far passare l'idea che l'azienda stia sprestando del denaro in azioni ambientali non necessarie. Per questo, forse, gli investitori apprezzano le imprese che secondo loro non si impegnano in questi ambiti. Per quanto riguarda invece le due misure contabili, possiamo notare come queste ottengano il valore che questo studio e molti altri risultati empirici hanno riscontrato. Il valore ottenuto, infatti, risulta essere negativo, e ciò dimostra come questa pratica possa incidere negativamente su queste performance aziendali.

I risultati hanno quindi dimostrato come questo tipo di azione possa confondere stakeholder importanti, come per esempio gli investitori. È stato dimostrato in letteratura, come le imprese che adottano queste strategie di "*decoupling*" possano portare un guadagno nel breve periodo, ma una perdita nel lungo, dovuta soprattutto alla perdita di credibilità e reputazione. In linea generale, quindi, possiamo dire che l'ipotesi H1 è confermata, tranne che per la variabile Tobin's Q.

La terza variabile studiata in questa ricerca, che dovrebbe influenzare le performance finanziarie, è il Vuoto Istituzionale. Tale componente riflette le condizioni istituzionali che prevalentemente ostacolano e disturbano il funzionamento dei mercati, aumentando il rischio di opportunismo, di corruzione e molte volte possono portare a scoraggiare la concorrenza, dando così l'opportunità di lavorare solo a poche realtà economiche. Come si nota dalla Tabella 26, il Tobin's Q non ha ottenuto un risultato significativo e quindi non è possibile determinare una tendenza su questa variabile. Per il ROE e il ROA si riscontra invece un risultato che contrasta con l'ipotesi H2, in quanto il punteggio ottenuto è positivo. In questo modo l'effetto prodotto dall'indice del Vuoto Istituzionale aumenta queste due performance aziendali. Il contrasto con l'ipotesi di questa ricerca, ci conferma che questa è ancora una dimensione caratterizzata da mancanza di studi che indichino una linea netta e definitiva. È probabile che questo risultato sia dovuto ad imprese che hanno adottato strategie volte a bypassare questi Vuoti Istituzionali. Ad esempio, internazionalizzando, una pratica che vede sempre più imprese dei mercati avanzati aprirsi verso nuovi mercati esteri, instaurando dei rapporti con aziende, clienti e istituzioni che operano in quei luoghi, in modo da poter vendere, acquisire materie prime a costi inferiori, o ottenere più facilmente risorse di capitali. Allen e Pantzalis, (1996) la vedono come una pratica che, se adottata nel modo giusto, può portare ad un maggiore ritorno economico per l'impresa, in quanto consente alla stessa di reagire in modo migliore al mutamento del mercato interno spesso diverso dal proprio. La debolezza istituzionale del paese d'origine porta le imprese, soprattutto quelle dei paesi emergenti, ad abituarsi a sopravvivere e prosperare in luoghi dove i quadri normativi non sono molto trasparenti e possono cambiare in modo repentino. Come infatti indicano Khanna & Palepu, (2010), le imprese sono negli anni riuscite a utilizzare diverse strutture e strategie di governance, da sole o insieme ad altri attori, per compensare, modellare e persino sfruttare le debolezze istituzionali.

Passando alla Tabella 27, possiamo rispondere all'ipotesi H2a. Possiamo infatti notare come in questo caso l'ipotesi risulti essere soddisfatta solamente per il ROE e per il ROA. Il Tobin's Q, anche in questo caso, non ha ottenuto un risultato significativo.

L'impatto aggiuntivo che i mercati emergenti generano sui Vuoti Istituzionali determina nelle due misure contabili una riduzione delle performance finanziarie aziendali.

Essere un'impresa che opera in un paese emergente costituito da Vuoti Istituzionali, può imporre all'azienda maggiori costi, per cercare di rimediare alla poca garanzia rilasciata dai governi locali. L'impresa, per affrontare gli ostacoli, potrebbe essere costretta a privarsi di molte risorse economiche, che le istituzioni deboli o assenti non garantiscono, quali ad esempio

scambi economici dei capitali, del lavoro e dei prodotti, che possono essere difficili per questa mancanza di intermediazione, presente invece quando si parla di istituzioni forti.

Come mostrato dalla Tabella 26, la quarta variabile studiata in questa ricerca, che dovrebbe influenzare la prestazione finanziaria aziendale, è l'indice di Vulnerabilità, che misura il grado di vulnerabilità di un Paese. Essa cerca di determinare gli Stati più vulnerabili e quindi coloro che hanno maggiori effetti negativi derivanti dal cambiamento climatico, in modo da poter determinare le priorità di assegnazione di un finanziamento per contrastare questa sfida globale. In quest'ultimo caso possiamo notare come tutte e tre le misure di performance finanziarie abbiano ottenuto un punteggio significativo. Mentre il Tobin's Q ha ottenuto un risultato negativo, il ROE e il ROA hanno ottenuto un risultato positivo.

Questo ci porta al soddisfacimento dell'ipotesi H3 solamente per le misure contabili, mentre risulta essere stata rifiutata dal Tobin's Q. Sembra infatti che il mercato non approvi questa linea di finanziamento e che la vulnerabilità faccia ottenere alle imprese un risultato negativo. Al contrario il ROE e il ROA ottengono un effetto positivo con un p-value inferiore all'1%. Per quanto riguarda l'ipotesi H3a, che si prefissava di capire se tale indice generava un'influenza positiva nei confronti degli Stati che presentavano una bassa qualità istituzionale, come si può vedere dalla Tabella 27, essa risulta essere rifiutata sia dalla variabile Tobin's Q, in quanto ha ottenuto un risultato negativo, sia dal ROA che non ha prodotto un risultato significativo. L'unica misura di performance che ha confermato l'ipotesi H3a risulta essere il ROE. Sembra infatti che questa variabile che già incide in modo positivo e rilevante nella prima ipotesi, eserciti un impatto aggiuntivo generato dalla presenza di bassa qualità istituzionale, valutando il modo in cui i management di quei paesi riescono a gestire i propri mezzi in modo ottimale così da aumentare i propri utili aziendali. Infine, come già mostrato, è stato fatto un test su questa ultima variabile, ma riferita al ROA, che non è risultata essere significativa. Sembra infatti non esserci un impatto aggiuntivo generato dalla presenza di una bassa qualità istituzionale. Si è voluto verificare se il coefficiente di vulnerabilità nella regressione con solo gli Stati con bassa qualità istituzionale, fosse statisticamente uguale o diversa dal coefficiente nella regressione con i Paesi caratterizzati da una migliore qualità istituzionale. Questo perché si voleva capire se la variabile LOWIST non influisse effettivamente sull'impatto della Vulnerabilità nella performance ROA. Come è possibile vedere dalla Tabella 25, la differenza statisticamente significativa tra i due coefficienti, ha evidenziato che le imprese che sono insediate in Paesi con una alta qualità istituzionale hanno un impatto della Vulnerabilità sulla performance maggiore.

Di seguito verrà inserita una tabella che riassume la conferma o meno delle ipotesi.

Tabella 28: risultato ipotesi

	Tobin's Q	ROE	ROA
H1	X	✓	✓
H1a	Non sign.	✓	✓
H1b	X	✓	✓
H2	Non sign.	X	X
H2a	Non sign.	✓	✓
H3	X	✓	✓
H3a	X	✓	Non sign.

Fonte: Elaborazione dei dati in Excel

CONCLUSIONI

Questo elaborato si pone l'obiettivo di indagare sugli effetti che pratiche come *greenwashing*, *brownwashing*, e indici come i Vuoti Istituzionali del paese di origine e la Vulnerabilità di un paese al cambiamento climatico, possano avere sulle performance finanziaria delle imprese. In particolare, per quanto riguarda le performance finanziarie, sono state considerate una misura di mercato (Tobin's Q) e due misure contabili (ROE e ROA).

Prendendo come riferimento la letteratura precedente, in questa ricerca ho ipotizzato un'influenza negativa tra il decoupling e la performance finanziaria e più nello specifico tra le due variabili (*greenwashing* e *brownwashing*) e la performance. Inoltre, ho ipotizzato una relazione negativa tra l'indice dei Vuoti Istituzionali e le performance aziendali. Infine, ho ipotizzato un effetto positivo tra l'indice di *Vulnerability* e la performance finanziaria.

Data la scarsità di studi sui Vuoti Istituzionali e la mancanza di ricerche in ambito economico, considerato inoltre il fatto che gli studi esistenti si limitano a effettuare una comparazione di carattere nazionale o di settore e che mancano dati sufficienti per valutare le prestazioni finanziarie delle aziende nei paesi in via di sviluppo, ho voluto anche verificare, come un effetto aggiuntivo, prodotto dai paesi emergenti sui Vuoti Istituzionali, potesse influire sulla performance finanziaria. In merito all'indice di Vulnerabilità, invece, ho voluto capire anche come i paesi che presentano una bassa qualità istituzionale (ovvero punteggi positivi dell'indice dei Vuoti Istituzionali invertito) potessero influenzare la *Vulnerability* e ciò potesse incidere su una migliore o peggiore performance.

Per verificare il decoupling ambientale ho condotto la ricerca sulle variabili *greenwashing* e *brownwashing*.

In linea generale, gli studi empirici effettuati che indagano sulle performance finanziarie, in riferimento alle quattro variabili di nostro interesse (*Greenwashing*, *Brownwashing*, *Institutional Void* e *Vulnerability*), sono ancora pochi. Con questa ricerca ho cercato quindi, di fornire un piccolo contributo alla letteratura esistente.

I risultati dell'analisi svolta in questo elaborato dimostrano che azioni *greenwashing* e *brownwashing* hanno un effetto negativo sulle prestazioni finanziarie aziendali. In particolare, questo peggioramento è stato individuato sulle variabili ROE e ROA. Per quanto riguarda il Tobin's Q, il risultato con la variabile *greenwashing* non ha rilevato alcuna relazione significativa. Un effetto significativamente positivo, invece, è stato ottenuto con la variabile *brownwashing*, andando contro la mia ipotesi e contro le ricerche empiriche da me consultate, condotte sulle stesse variabili negli ultimi anni. Questo ci fa capire come il *brownwashing* non

sempre venga percepito dal mercato come pratica da punire, inoltre, non essendoci ancora un numero sufficientemente grande di ricerche, un risultato come questo potrebbe incentivare la ricerca futura.

I risultanti delle regressioni effettuate con l'indice dei Vuoti Istituzionali suggeriscono che, contro l'ipotesi iniziale, questa variabile incida positivamente nei confronti delle due misure contabili, mentre non risulta significatività, se analizzata con la misura di mercato. Alcune imprese hanno dimostrato come, adottando alcune strategie, come l'internazionalizzazione, possano far ottenere dei benefici anche in termini di migliori performance alle aziende. Per quanto riguarda invece l'influenza aggiuntiva sui Vuoti Istituzionali, generata dai soli paesi in via di sviluppo, i risultati hanno evidenziato come questa componente aggiuntiva generi un coefficiente negativo sulle performance finanziarie ROE e ROA, confermando in questo modo l'ipotesi iniziale. Il coefficiente collegato al Tobin's Q non ha ottenuto, invece, un risultato significativo. I risultati sulle misure contabili dimostrano come una istituzione debole o assente, in mercati emergenti, possa generare una perdita di profitto per le imprese. È probabile che, come descritto dalla letteratura, queste aziende potrebbero dover affrontare maggiori costi, rispetto alle imprese situate nelle economie avanzate. Alcune imprese collocate in paesi in via di sviluppo, ad esempio, cercano di farsi certificare da parti terze i propri prodotti, in modo da risultare agli occhi degli stakeholder aziende di qualità superiore. Gli studi hanno rilevato però, che i portatori di interesse, non sembrano sempre apprezzare e valutare positivamente questi sforzi, inoltre, queste strategie comportano per le imprese stesse costi troppo elevati.

Per ultimo i risultati ottenuti con l'indice di Vulnerabilità, hanno rilevato che esiste una relazione significativamente positiva con le variabili di performance ROE e ROA, mentre il coefficiente risulta essere negativo e statisticamente significativo con il Tobin's Q. In merito alle misure contabili, i risultati hanno confermato l'ipotesi inizialmente formulata, mentre, al contrario, la misura di mercato l'ha rifiutata. L'indice ND-GAIN sembra infatti influenzare positivamente solo ROE e ROA, ma non sembra ottenere un apprezzamento dal mercato. La vulnerabilità sembra possa supportare lo sviluppo economico ed aiutare in questo modo la crescita delle imprese. Infine, il risultato ottenuto con l'aggiunta di paesi con basse qualità istituzionali mostra nuovamente un segno negativo sulla Tobin's Q e positivo sul ROE, ma non ottiene un valore significativo sul ROA. Proprio in riferimento a questa ultima variabile di performance, considerando la non significatività prodotta dalla variabile fittizia che descriveva la bassa qualità istituzionale, è stato interessante capire se i paesi con migliore e peggiore qualità istituzionale avessero lo stesso impatto sul ROA. Il risultato ottenuto ha dimostrato che

le imprese, con sede in un paese ad alta qualità istituzionale hanno, in questo caso specifico, un impatto della vulnerabilità sulla performance maggiore.

BIBLIOGRAFIA

Abdullah, S. N. (2004). *Board composition, CEO duality and performance among Malaysian Listed Companies*, Corporate Governance, Vol. 4, No.4, pp.47-61

Abernathy, J., Stefaniak, C., Wilkins, A. and Olson, J. (2017). "Literature review and research opportunities on credibility of corporate social responsibility reporting", American Journal of Business, Vol. 32 No. 1, pp. 24-41.

Adenle AA , Azadi H., Manning L. (2017). *The era of sustainable agricultural development in Africa: Understanding the benefits and constraints* Food Rev. Intl., pp. 1-23

Alderman, K., Turner, L. R., & Tong, S. L. (2012). *Floods and human health: A systematic review*. Environment International, 47, 37–47

Allen, Linda & Christos Pantzalis. (1996). *Valuation of the operating flexibility of multinational corporations*. Journal of International Business Studies, 27(4):633-53.

Almilia, L. S & Wijayanto, D. (2007). *Pengaruh Environmental Performance dan Environmental Disclosure terhadap Economic Performance*. Proceedings The 1st Accounting Conference. Depok. 7-9 September 2007.

Al-Tuwaijri, Sulaiman A., Theodore E. Christensen, and K.E. Hughes II, (2004). *The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach*, Accounting, Organizations, and Society 29, 447-471.

Ameer, R., Ramli, F. and Zakaria, H. (2010). *A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market*", Corporate Governance, Vol. 10 Iss: 5, pp.647 – 661

Ararat (2008). *A development perspective for "Corporate Social Responsibility": Case of turkey*, Corporate Governance, 8 (3), pp. 271-285

Ararat, Melsa, Hakan Orbay, and B. Burcin Yurtoglu. (2010). *The effects of board independence in controlled firms: Evidence from Turkey*. Paper presented at the Third International Conference on Corporate Governance in Emerging Markets, Korea University Business School, Seoul.

Barakat, S.R.; Isabella, G.; Boaventura, J.M.G.; Mazzon, J.A. (2016). *The influence of corporate social responsibility on employee satisfaction*. *Manag. Decisi*, 54, 2325–2339.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., Zimmermann, H., (2006). *An integrated framework of corporate governance and firm valuation*. *European Financial Management* 12, 249-283.

Böhren, Ø., and Strøm, R.Ø. (2007), '*Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of ValueCreating Boards*', Working Paper, Norwegian School of Management BI

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

Brammer, S. and Millington, A. (2008). '*Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance*'. *Strategic Management Journal*, 29, 1325–43.

Brammer, S. and Pavalin, S. (2006). '*Corporate reputation and social performance: the importance of fit*'. *Journal of Management Studies*, 43, 435–55

Brenes, E. R., Ciravegna, L., & Pichardo, C. A. (2018). *Managing Institutional Voids: A configurational approach to understanding high performance antecedents*. *Journal of Business Research*. Vol. 105.

Brown, J., Fraser, M. (2006). *Approaches and perspectives in social and environmental accounting: An overview of the conceptual landscape*. *Business Strategy and the Environment*, 15, 103-117.

Brown H.S., De Jong M., Levy D.L. (2009). *Building institutions based on information disclosure: lessons from GRI's sustainability reporting*, *Journal of Cleaner Production*, 17, pp. 571-580

Burnside, Craig and David Dollar, (2000). "*Aid, Policies, and Growth*," *American Economic Review* No. 90 Vol. 4, pp. 847-68

Carroll, A. B. 1979. *A three-dimensional model of corporate performance*. *Academy of Management Review*, 4: 497-505.

Carroll AB. (1999). *Corporate social responsibility – evolution of a definitional construction*. *Business and Society* 38(3): 268– 295.

Carroll A.B., Shabana K.M. (2010). *The business case for corporate social responsibility: a review of concepts, research and practice*, Int. J. Manag. Rev., 12 (1), pp. 85-105

Carter, D.A., Simkins, B.J., and Simpson, W.G. (2003), ‘*Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value*’, The Financial Review, 38,1, 33–53

Carter, D.A., D’Souza, F.P, Simkins, B.J., and Simpson, W.G. (2008), ‘*The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance*’ Working paper, Oklahoma State University.

Chauvey, JN., Giordano-Spring, S., Cho, C.H. et al. (2015). *The Normativity and Legitimacy of CSR Disclosure: Evidence from France*. J Bus Ethics 130, 789–803

Cheung, Y., Tan, W., Ahn, H., & Zhang, Z. (2010). *Does corporate social responsibility matter in Asian emerging markets?* Journal of Business Ethics, 92, 401–413.

Chinn, M.D., and Ito, H. (2006). *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, Journal of Development Economics 81, 163-192.

Chisik, R. (2003), “*Export industry policy and reputational comparative advantage*”, Journal of International Economics, Vol 59, No 2, pp 423-451

Cho, S. Y., Lee, C., Pfeiffer, R. J. (2013). *Corporate social responsibility performance and information asymmetry*. Journal of Accounting and Public Policy, 32(1), 71–83.

Cho, C. H., Michelon, G., Patten, D. M., & Roberts, R. W. (2015). *CSR disclosure: the more things change?* Accounting, Auditing & Accountability Journal 28 (1), 14-35

Chollet and Sandwidi, (2018). P. Chollet, B.W. Sandwidi (2018). *CSR engagement and financial risk: A virtuous circle?* International evidence, Global Finance Journal, 38, pp. 65-81

Christmann, P. (2000), “*Effects of ‘best practices’ of environmental management on cost advantage: the role of complementary assets*”, Academy of Management Journal, Vol. 43, pp. 663-80

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

Chung, K.-H., Yu, J.-E., Choi, M.-G., & Shin, J.-I. (2015). *The effects of CSR on customer satisfaction and loyalty in China: the moderating role of corporate image*. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(5), 542-547.

Clarkson, P. M., Overell, M. B., & Chapple, L. (2008). *Environmental reporting and its relation to corporate environmental performance*. *Abacus*, 47, 27–60.

Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Bruxelles, 25.10.2011 COM (2011) 681

Cuervo-Cazurra, A., & Genc, M. (2008). *Transforming disadvantages into advantages: Developing-country MNEs in the least developed countries*. *Journal of International Business Studies*, 39, 957–979

Cuervo-Cazurra, A. (2012). *Extending theory by analyzing developing country multinational companies: Solving the Goldilocks debate*. *Global Strategy Journal*, 2 (3): 153–167.

Cuervo-Cazurra, A., Ciravegna, L., Melgarejo, M., & Lopez, L. (2018). *Home country uncertainty and the internationalization-performance relationship: Building an uncertainty management capability*. *Journal of World Business*, 53 (2): 209-221

D'Este, C., Fellegara, A., Galli, D., & di Piacenza, G. (2012). *Livelli di disclosure economico-finanziaria e scelte di integrated reporting nei gruppi a connotazione territoriale*. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza.

Davis, K. (1960). *Can business afford to ignore social responsibilities?* *California management review*, 2(3), 70-76.

Dawkins CE, Fraas JW (2013). *An Exploratory Analysis of Corporate Social Responsibility and Disclosure*. *Business & Society*.;52(2):245-281.

Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). *The drivers of greenwashing*. *California Management Review*, 54(1), 64–87.

Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y.G. (2012). *Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure*. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759

Dierickx, I. and K. Cool (1989). '*Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage*', *Management Science*, 35(12), pp. 1504-1513

Di Maggio PJ, Powell WW. (1983). *The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*, *American Sociological Review* 48: 147–160.

Du, S., Bhattacharya, C.B. and Sen, S. (2007). *Reaping relationship rewards from corporate social responsibility: the role of competitive positioning*. *International Journal of Research in Marketing*, 24, pp. 224–241.

Du, X. (2015). *How the market values greenwashing? Evidence from China*. *Journal of Business Ethics*, 128(3): 547 -574

Dye, R. A. (2001). *An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting*. *Journal of Accounting and Economics* 32, 181-235.

Dyllick e Hockerts, T. Dyllick ,K. Hockerts (2002). *Beyond the business case for corporate sustainability, Business Strategy and the Environment*, 11 (2) , pp. 130-141

Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim, (2014), *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, *Management Science* 60, 2835–2857.

Ellerup Nielsen, A. and Thomsen, C. (2007), “*Reporting CSR – what and how to say it?*”, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 12 No. 1, pp. 25-40

Erhardt, N.L., Werbel, J.D., and Shrader, C.B. (2003), '*Board of Director Diversity and Firm Financial Performance*', *Corporate Governance: An International Perspective*, 11,2, 102– 111.

Falck, O., & Heblich, S. (2007). *Corporate social responsibility: Doing well by doing good*, *Business Horizons*, 50, 247–254.

Fernandes, N., and M. A. Ferreira. "Does International Cross-Listing Really Improve the Information Environment?" *Journal of Financial Economics*, 88 (2008), 216–244

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

Freeman, R. E., Wicks, A. C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and "The Corporate Objective Revisited." *Organization Science*, 15: 364–369.

Friedman, M. (1970). *A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits*. *The New York Times Magazine*, 13(1970), 32-33

Gamerschlag et al., R. Gamerschlag, K. Möller, F. Verbeeten (2011). *Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany*, *Review of Managerial Science*, 5, pp. 233-262

Glaum M, Oesterle M. (2007). *40 years of research on internationalization and firm performance: more questions than answers?* *Management International Review* 47: 307–317.

Globerman, S. and Shapiro, D. (2003). 'Governance infrastructure and foreign direct investment'. *Journal of International Business Studies*, 34, 19–39.

Goetz , Anne Marie , and John Gaventa. (2001). *Bringing Citizen Voice and Client Focus into Service Delivery*. Institute of Development Studies , Working Paper No. 138.

Goetz, Anne Marie, and Rob Jenkins. (2005). *Reinventing Accountability: Making Democracy Work for Human Development*. New York: Macmillan/Palgrave

Gray, R. (2010). *Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet*, *Accounting, Organizations and Society*, 35, pp. 47-62

Griffin, J.J., and J.F. Mahon. (1997). "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research." *Business and Society* 36, no. 1: 5–31

Guest, P.M. 2009. *The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK*. *European Journal of Finance*, 15: 385-404.

Harris, F.H. (1986). *Market Structure and Price-Cost Performance Under Endogenous Profit Risk*. Journal of Industrial Economics, 35, 35-60.

Hart, S. L., & Ahuja, G. (1996). *Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance*. Business Strategy and the Environment, 5, 30– 37.

Hausman, J. A. (1978). *Specification tests in econometrics*. Econometrica: Journal of the econometric society, 1251-1271.

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

Heras-Saizarbitoria, I., Molina-Azorín, J.F., Dick, G.P.M., (2011). *ISO 14001 certification and financial performance: selection-effect versus treatment-effect*. J. Clean. Prod. 19, 1-12

Hermalin, B.E., and Weisbach, M. S. (2003), '*Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*', Economic Policy Review, 9,1, 7–26.

Hillman A. J. (2015). "*Board Diversity: Beginning to Unpeel the Onion*", Corporate Governance: An International Review 2, 104–107.

Husillos-Carqués, F.J., Gonzalez, C.L., Alvarez Gil, M.J., (2011). *The emergence of triple bottom line reporting in Spain*. Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad: Spanish Journal of Finance and Accounting 40, 195–219.

Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2016) "*Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance*" Journal of Business Ethics, Springer, vol. 149(2), pages 411-432

Ilhan-Nas, T., Koparan, E. and Okan, T. (2015). *The effects of the CSR isomorphism on both CSP and CFP*. Journal of Asia Business Studies 9(3), 251-272.

Jayasinghe, M. (2016). *The operational and signaling benefits of voluntary labor code adoption: Reconceptualizing the scope of human resource management in emerging economies*. Academy of Management Journal, 59: 658–677

Jensen, MC., 1993, *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, Journal of Finance 48, 831-880.

Jenkins H and Obara L (2006). “*Corporate social responsibility (CSR) in the mining industry—the risk of community dependence.*” Paper presented at The Corporate Responsibility Research Conference, Dublin, 4–5 September

Joo, E.G. Miller, J.S. Fink (2019). *Consumer evaluations of CSR authenticity: Development and validation of a multidimensional CSR authenticity scale*, Journal of Business Research, 98 (2019), pp. 236-249

Kaiser, H. F. (1974) *An index of factorial simplicity*, Psychometrika, 39, pp. 31-36.

Karpf, A., & Mandel, A. (2017). *Does it pay to be green?* Paris, France: Paris School of Economics Working Paper.

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Pablo Zoido-Lobaton, (1999a), “*Governance matters,*” World Bank Research Working Paper No. 2196.

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Pablo Zoido-Lobaton, (1999b), “*Aggregating Governance Indicators.* World Bank Research Working Paper No. 2195.

Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). *The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues*. Hague Journal on the Rule of Law, 3(2), 220–246

Khanna, T., & Palepu, K. G. (1997). *Why focused strategies may be wrong for emerging markets*, Harvard Business Review, 75: 41–51.

Khanna T, Palepu K, Sinha J. (2005). *Strategies that fit emerging markets*. Harvard Business Review 83: 6-15

Khanna, T., Palepu, K. (2010). *Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution*. Harvard Business School Press: Boston, MA

Kim, E.-H., & Lyon, T.P. (2011). *Strategic environmental disclosure: Evidence from the DOE’s Voluntary Greenhouse Gas Registry*. Journal of Environmental Economics and Management, 61, 311-326.

- Kim, E-H., & Lyon, T. P. (2015). *Greenwash vs. brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure*, *Organization Science*, 26: 705–723
- King, A., & Lenox, M. (2002). *Exploring the locus of profitable pollution reduction*. *Management Science*, 48, 289– 299
- Koerber, C. (2009). *Corporate responsibility standards: Current implications and future possibilities for peace through commerce*. *Journal of Business Ethics*, 89, 461–480.
- Kogut, B., & Zander, U. (1992). *Knowledge of the firm, combinative capabilities and the replication of technology*. *Organization Science*, 3: 383-397.
- KPMG. (2017). *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017*. [Kpmg.com/reporting](http://kpmg.com/reporting).
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2016). *Family business, corporate governance, and firm performance*. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6): 550-551.
- Kumar, V., Mudambi, R., & Gray, S. (2013). *Internationalization, Innovation and Institutions: The 3 I's Underpinning the Competitiveness of Emerging Market Firms*, *Journal of International Management*, 19(3): 203-206.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., and Shleifer A. (2008). *The Economic Consequences of Legal Origins*, *Journal of Economic Literature* 46(2), 285-332.
- Lamin, A., Livanis, G., (2020). *Do third-party certifications work in a weak institutional environment?* *J. Int. Manag.* 26, 1–21.
- Leung, S., Richardson, G. and Jaggi, B. (2014). *Corporate Board and Board Committee Independence, Firm Performance, and Family Ownership Concentration: An Analysis based on Hong Kong Firms*. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 10 pp. 16-31
- Linkov I., Satterstrom F., Kiker G., Batchelor C., Bridges T., Ferguson E. (2006). *From comparative risk assessment to multi-criteria decision analysis and adaptive management: Recent developments and applications*. *Environment International*, 32, pp. 1072-1093
- Linnenluecke MK, Griffiths A. (2012). *Firms and sustainability: Mapping the intellectual origins and structure of the corporate sustainability field*. *Global Environmental Change*, 23: 382–391.

Lo, A. and Chow, A., (2015). *The relationship between climate change concern and national wealth*. *Climatic Change*. 131, 335-348.

Luo XR, Wang D, Zhang J. (2017). *Whose call to answer: Institutional complexity and firms' CSR reporting*. *Academy of Management Journal* 60(1): 321–344.

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

Lyon, T.P., Montgomery, A.W. (2015). *The means and end of greenwash*. *Organization & Environment* 28(2) 223–249.

Malkiel, B. G. (2005). *Reflections on the efficient market hypothesis: 30 years later*. *Financial Review*, 40(1), 1–9

Mangena, M., Taurigana, V., & Chamisa, E. (2012). *Corporate boards, ownership structure and firm performance in an environment of severe political and economic crisis*. *British Journal of Management*, 23(S1), S23–S41

Marano, V., Arregle, J.-L., Hitt, M., Spadafora, E., & van Essen, M. (2016). *Home country institutions and the internationalization-performance relationship: A meta-analytic review*. *Journal of Management*, 42: 1075-1110.

Marquis, C., Toffel, M. W. (2013). *Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing*, Harvard Business School Working Paper, No. 11-115.

Martin, S. (1983). *Market, Firm and Economic Performance*. Monograph Series in Finance and Economics. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University, New York.

McDonnell, M.-H., & King, B. (2013). *Keeping up appearances: Reputational threat and impression management after social movement boycotts*. *Administrative Science Quarterly*, 58: 387-419.

McWilliams, A. and Siegel, D. (2000). *'Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification'*. *Strategic Management Journal*, 21, 603–9.

McWilliams, A., Siegel, D. and Wright, P. (2006), “*Corporate social responsibility: strategic implications*”, *Journal of Management Studies*, Vol. 43 No. 1, pp. 1-18.

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

Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K. and Peng, M. W. (2009). ‘*Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies*’. *Strategic Management Journal*, 31, 61–80.

Milne, M., & Gray, R. (2013). *W(h)ither Ecology? The Triple Bottom Line, the Global Reporting Initiative, and Corporate Sustainability Reporting*. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 13-29.

Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Testa, F. (2017). *Green practices and financial performance: A global outlook*. *Journal of Cleaner Production*, 147, 340–351.

Moneva et al., J.M. Moneva, P. Archel, C. Correa (2006). *GRI and the camouflaging of corporate unsustainability*, *Accounting Forum*, 30 (2), pp. 121-137

Montiel, I., Husted, B. W., Christmann, P. (2012). *Using private management standard certification to reduce information asymmetries in corrupt environments*. *Strategic Management Journal*, 33, 1103-1113.

Nakhoda S, Watson C, Schalteck L (2013). *The global climate finance architecture*. Overseas Development Institute, London

Narayanan et al., V.K. Narayanan, G.E. Pinches, J.M. Kelm, D.M. Lander (2000). *The influence of voluntarily disclosed qualitative information*, *Strategic Management Journal*, 21, pp. 707-722

Nielsen, A. E., & Thomsen, C. (2007). *Reporting CSR: What and how to say it?* *Corporate Communications*, 12(1), 25–40.

North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge, New York: Cambridge University Press.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L. and Rynes, S. L. (2003). ‘*Corporate social and financial performance: a meta-analysis*’. *Organization Studies*, 24, 403–41.

- Orlitzky, Marc. (2013). “*Corporate Social Responsibility, Noise, and Stock Market Volatility.*” *Academy of Management Perspectives* 27 (3): 238–254
- Peloza, J., Shang, J. (2011). *How can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review.* *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39: 117-135.
- Peng, M. W., & Luo, Y. (2000). *Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link.* *Academy of Management Journal*, 43: 486-501.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Ghen, H. (2009). *The institution-based view as a third leg for a strategy tripod.* *Academy of Management Perspectives*, 23(4): 63-81.
- Porter, M. E. (2000). *Location, competition, and economic development: Local clusters in a global economy.* *Economic Development Quarterly*, 14(1), 15-34.
- Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2006), “*Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility*”, *Harvard Business Review*, Vol. 84 No. 12, pp. 78-92.
- Preston, L. and O’Bannon, D.: (1997). ‘*The corporate social-financial performance relationship*’, *Business and Society* 36(1), 5-31
- Ramin, B.M., McMichael, A.J., (2009). *Climate change and health in subSaharan Africa: a case-based perspective.* *Ecohealth* 6, 52–57.
- Redclift, M. (2005). *An oxymoron comes of age.* *Sust. Dev., Sustainable development (1987–2005)*, 13: 212-227
- Rettab, B., Brik, A., & Mellahi, K. (2009). *A study of management perceptions of the impact of corporate social responsibility on organisational performance in emerging economies: The case of Dubai.* *Journal of Business Ethics*, 89(3), 371–390
- Robinson S and Dornan M (2016). *International financing for climate change adaptation in small Island developing states.* *Reg. Environ. Change* 17 1103–15
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). *A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability.* *Academy of Management Journal*, 40: 534-559

- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A. and Steger, U. (2005). *The business case for corporate sustainability: Literature review and research options*. *European Management Journal* 23(1), 27–36
- Sauerwald, S., Su, W. (2019). *CEO overconfidence and CSR decoupling*. *Corporate Governance: An International Review*, 27, 283–300.
- Schaltegger, S., Burritt, R. L. (2006). *Corporate sustainability accounting: A nightmare or a dream coming true?* *Business Strategy and the Environment*, 15, 293-295.
- Scheer, G. & Zallinger, L. von. (2007). Zallinger L. *Cluster management*, Eschborn: GTZ; 2007.
- Schnietz, K. E. and Epstein, M. J.: (2005). 'Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis', *Corporate Reputation Review* 7(4), 327–345
- Schwaiger M. (2004). *Components and parameters of corporate reputation - An empirical study*, *Schmalenbach Business Review*, 56 (1), pp. 46-71
- Sheikh, N. Wang, Z. & Khan, S. (2013). *The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance*. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38-55.
- Singla C., George R. (2013). *Internationalization and performance: a contextual analysis of Indian firms*, *J. Bus. Res.*, 66, pp. 2500-2506
- Stuebs, M., Sun, L. (2010). *Business reputation and labor efficiency, productivity and cost*. *Journal of Business, Ethics*, 96: 265-283
- Surroca J, Tribó JA, Waddock S (2010). *Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources*. *Strategic Management J.* 31:463–490
- Szabo and Webster, (2020), *Perceived greenwashing: the effects of green marketing on environmental and product perceptions*, *J. Bus. Ethics*, pp. 1-21
- Tariq, Y., & Abbas, Z. (2013). *Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance*. *Economic Modelling*, 35, 565-575

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* (27) 1104–1116

Tschopp and Huefner, D. Tschopp, R.J. Huefner (2015). *Comparing the evolution of CSR reporting to that of financial reporting*, *Journal of Business Ethics*, 127, pp. 565-577

Verde M., 2017. *Responsabilità sociale di impresa tra teoria e prassi. Il bilancio sociale come processo di costruzione di senso*. Torino: G. Giappichelli Editore.

Vergne, J. and Durand, R. (2010). ‘*The missing link between the theory and empirics of path dependence: conceptual clarification, testability issue, and methodological implications*’. *Journal of Management Studies*, 47, 736–59.

Vergne, J.-P. 2012. *Stigmatized categories and public disapproval of organizations: A mixed-methods study of the global arms industry, 1996–2007*. *Academy of Management Journal*, 55: 1027–1052.

Voegtlin, C. and Pless, N. M. (2014). ‘*Global governance: CSR and the role of the UN Global Compact*’, *Journal of Business Ethics*, 122, 179– 91.

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

Wang, H. M. D., & Sengupta, S. (2016). *Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective*. *Journal of Business Research*, 69(12), 5561– 5568

Wang, Y., Abbasi, K., Babajide, B. and Yekini, K. (2019). ‘*Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence from the emerging market following the revised CG code*’, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No.1, pp. 158-174.

Watkiss P, Hunt A, Blyth W, Dyszynski J (2014) *The use of new economic decision support tools for adaptation assessment: A review of methods and applications*, towards guidance on applicability. *Clim Change*, 132:401–416

Weber, M. (2008). *The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR*, *European Management Journal*, 26, 247–261.

Weick, K. E. (1976). *Educational organizations as loosely coupled systems*. *Administrative science quarterly*, 1-19.

Willard, B. (2002). *The Sustainability Advantage*. Gabriola Island, British Columbia, Canada: New Society. Willis, A. J. (1997). The ecosystem: An evolving concept viewed historically. *Functional Ecology*, 11, 268- 271

Xu, J.; Sim, J (2018). *Characteristics of Corporate R&D Investment in Emerging Markets: Evidence from Manufacturing Industry in China and South Korea*. *Sustainability*, 10, 3002

Yamakawa Y, Peng MW, Deeds DL. 2008. *What drives new ventures to internationalize from emerging to developed economies?* *Entrepreneurship Theory and Practice* 32(1): 59-82.

SITOGRAFIA

Austrian Code of Corporate Governance, <https://ecgi.global/download/file/fid/17942>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>

Eur-Lex European Union, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0152&from=EN>

European Union, https://ec.europa.eu/clima/policies/international/finance_it

European Union, https://ec.europa.eu/environment/archives/pubs/50years/web/poster50_it.pdf

Global Reporting (GRI), <https://www.globalreporting.org/>

Ministero della Transizione Ecologica, <https://www.minambiente.it/pagina/legenda-21>

Ministero della Transizione Ecologica, <https://www.minambiente.it/pagina/vertice-mondiale-sullo-sviluppo-sostenibile-2002>

ND-Gain, <https://gain.nd.edu/>

ND-Gain, https://gain.nd.edu/assets/396245/resources_2020_04_05_19h09.zip

Sdg Compass, <https://sdgcompass.org>

Sustainable Development Goals, <https://sustainabledevelopment.un.org/rio20/futurewewant>

United Nations, <https://unric.org/it/agenda-2030/>

United Nations, https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2021_ANNEX.pdf

United Nations, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>

University of Notre Dame, <https://www3.nd.edu/~nchawla/methodology.pdf>

World Bank, <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>

World Bank,

<https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/downloadFile?fileName=wgidataset.xlsx>

.