

## I *FRAMEWORK* SULLA CORPORATE GOVERNANCE E SULLE POLITICHE DI BILANCIO

SOMMARIO: 1.1. Premessa metodologica. – 1.2. Motivazione dello studio. – 1.3. I *framework* teorici negli studi sulla corporate governance e sulle politiche di bilancio. – 1.3.1. *Agency theory*. – 1.3.2. *Stewardship theory*. – 1.3.3. *Stakeholder theory*. – 1.3.4. *Institutional theory*. – 1.3.5. *Contingency theory*. – 1.3.6. *Upper echelon theory*. – 1.3.7. Altre prospettive: *Political theory*, *game theory*, e *social network theory*. – 1.4. Le domande di ricerca negli studi sulle politiche di bilancio secondo differenti prospettive della corporate governance.

### 1.1. PREMESSA METODOLOGICA

Il principale scopo del presente studio è verificare teoricamente e concettualmente se esistono, i motivi per i quali si generano, e quali effetti producono le relazioni tra comunicazione economico-finanziaria e sistemi di corporate governance<sup>1</sup>.

In particolare, gli obiettivi di ricerca cui il presente studio si propone di rispondere possono essere rappresi nei seguenti interrogativi:

1. Quali sono i motivi che muovono i soggetti della corporate governance ad adottare politiche di bilancio?
2. Quali relazioni esistono tra la comunicazione economico-finanziaria e gli attori della corporate governance? Tale domanda può essere ulteriormente scomposta nelle seguenti specificazioni:

---

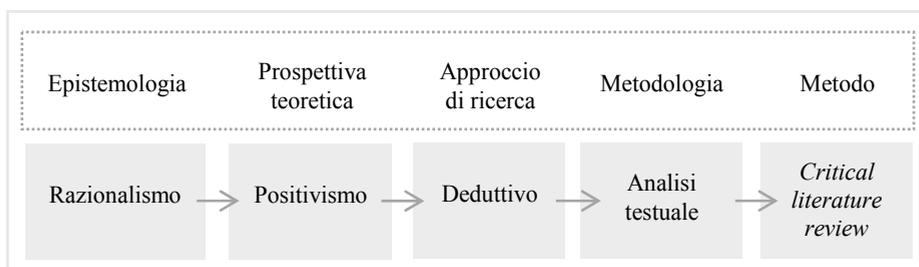
<sup>1</sup> Nell'analisi delle relazioni tra comunicazione economico-finanziaria e sistemi di corporate governance entrambe le nozioni possono assumere accezioni talvolta differenti. Nel caso dei sistemi di corporate governance nel presente studio si utilizzano locuzioni quali: "assetti di corporate governance", "attori di corporate governance" e "soggetti della corporate governance" a seconda del contesto; la comunicazione economico-finanziaria, può invece assumere nel prosieguo del lavoro la forma di "politiche di bilancio", "informazioni (o informativa) economico-finanziaria", e "sistemi di reporting".

- 2.1. In che relazione si pongono tra di loro le diverse politiche di bilancio?
- 2.2. In che relazione si pongono i diversi soggetti di corporate governance?
- 2.3. Quali sono le reciproche relazioni tra le diverse politiche di bilancio adottate e gli svariati soggetti di corporate governance?
3. Da ultimo, quali effetti economico-aziendali possono emergere dalle relazioni sopra presupposte?

Il collegamento tra comunicazione economico-finanziaria e corporate governance costituisce un terreno florido e stimolante che può essere esplorato attraverso differenti prospettive teoriche e con eterogenei modelli empirici.

Nell'esaminare gli studi sulla relazione tra politiche di bilancio e assetti di corporate governance il lavoro prende in esame ricerche prevalentemente fondate sulla prospettiva positivista, in particolare le relazioni prese in esame sono state primariamente esplorate alla luce dell'*agency theory*. Tuttavia, con la consapevolezza dei limiti e delle critiche sulla prospettiva individuale e razionale che diversi studiosi hanno sollevato riguardo alla teoria dell'agenzia, per l'analisi delle determinanti e degli impatti che diversi assetti di corporate governance possono avere sulle politiche di bilancio, è utile evidenziare sin da subito anche la possibilità di approfondire considerando alternativi paradigmi teorici. Una delle principali critiche alla teoria dell'agenzia è, infatti, il suo radicamento all'ipotesi neoclassica del comportamento razionale, che evidenzia la massimizzazione delle diverse utilità del principale e dell'agente senza considerare i contesti sociali e istituzionali (Wiseman *et al.*, 2012). Si evidenzia come le informazioni contabili non possono, né dovrebbero essere estratte dai contesti sociali, economici e culturali in cui le aziende operano (Carruthers, 1995). Da qui deriva lo scopo di tale primo capitolo, ovvero quello di analizzare in modo sistematico alcuni tra i principali paradigmi con le relative declinazioni teoriche: *agency*, *stewardship*, *stakeholder*, *institutional*, *contingency*, *upper echelon*, *political*, *game* e *social network theory*.

Il contributo di tale primo capitolo è quello di percorrere concettualmente un'ampia gamma di modelli teorici negli studi di corporate governance e di comunicazione economico-finanziaria. Si adotta una prospettiva epistemologica razionalista, seguendo prevalentemente la visione positivista predominante negli studi di *financial accounting* e, mantenendo un approccio in prevalenza deduttivo, si analizzano criticamente numerosi contributi della letteratura precedente commentando alcuni dei risultati più significativi (cfr. Figura 1).

FIGURA 1 – *Approccio metodologico dello studio*

Fonte: Elaborazione propria adattato da Gray (2017).

Lo studio in particolare si basa su una approfondita *critical literature review*, la stessa generalmente rappresenta il fondamento di costruzioni di ricerche empiriche che utilizzano differenti metodi (e.g. *archival*, *survey*, ecc.). Tuttavia, la letteratura sistematica e organizzata potrebbe essere considerata essa stessa un metodo per esempio quando lo scopo dello studio è esplorativo (Robson e McCartan, 2016). Una ricerca della letteratura è fondamentale per determinare se un argomento dovrebbe essere studiato (Saunders *et al.*, 2009). Da una rassegna critica della letteratura il ricercatore non trova solo la base teorica per la sua ricerca, ma anche suggerimenti per lo sviluppo di studi futuri. È ormai riconosciuto come numerosi *journal* richiedano sempre più rassegne sintetiche e rigorose della letteratura sotto forma e.g. di articoli di sintesi, nonché sotto forma di commenti relativi a tematiche attuali (ad esempio, *Journal of Accounting Literature*). Nella consapevolezza della rilevanza di sviluppare una revisione critica della letteratura, nel presente lavoro vengono esaminati gli studi sulla corporate governance, sulle politiche di bilancio, e sulle loro reciproche relazioni.

Queste relazioni sebbene esplorate negli studi accademici passati, continuano a presentare un *gap* nella letteratura da qui la necessità di spiegare anche eventuali divergenze dei risultati empirici ottenuti negli studi precedenti. Si ricorda che, le analisi della letteratura sistematica si rendono particolarmente utili: – in presenza di una rilevante domanda di ricerca, – quando sono stati pubblicati numerosi contributi sul tema e in differenti Paesi, e – quando esiste incertezza sui risultati ottenuti.

Ovviamente, è doveroso sottolineare da subito alcune limitazioni dello studio. La presente analisi non può essere definita “esauriente” in quanto la mole delle ricerche condotte su tale oggetto di indagine è talmente rilevante, ed in continuo divenire, da rendere di fatto irrealizzabile un’analisi effettivamente

completa. Peraltro, la scelta della combinazione di taluni scritti e analisi rispetto ad altri potrebbe talora essere considerata arbitraria. Questo volume può costituire pertanto il fondamento per una meta-analisi futura della letteratura. Complessivamente, vengono evidenziate numerose opportunità di ricerca che si collocano negli ambiti dei filoni di studio di corporate governance e di *financial accounting* (*earnings management* nello specifico).

## 1.2. MOTIVAZIONE DELLO STUDIO

Il sistema di corporate governance di un'azienda può costituire la causa e/o concausa di numerose scelte di bilancio, di applicazione di principi contabili, di politiche contabili e di debolezze della comunicazione economico-finanziaria (Whittington, 1993)<sup>2</sup>. Il susseguirsi dei ben noti scandali finanziari a livello nazionale e internazionale (e.g. Enron, Parmalat, WorldCom, ecc.) hanno richiamato non solo l'attenzione dei media ma anche il coinvolgimento della ricerca accademica a studiare le reciproche interrelazioni tra comunicazione economico-finanziaria – nella declinazione delle politiche di bilancio – e sistemi di corporate governance. Gli scandali finanziari hanno infatti enfatizzato la forte associazione tra meccanismi di corporate governance deboli e scarsa affidabilità delle informazioni economico-finanziarie. Le informazioni economico-finanziarie peraltro, oltre ad essere un output del sistema di governance, costituiscono a loro volta un input diretto per i meccanismi di controllo dell'impresa (Bushman e Smith, 2001). Un'ampia letteratura evidenzia che la manipolazione dei risultati di bilancio conduce ad un'allocazione delle risorse finanziarie scarsamente efficiente, sia a livello di impresa che di mercato, compromettendo il ruolo dell'informativa finanziaria come strumento di controllo esterno (Dechow *et al.*, 1995; Beneish, 1999; Chen e Yan, 2004; McNichols e Stubben; Dechow *et al.*, 2012). La predominante concezione positivista della teoria dell'agenzia suggerisce che i rapporti contrattuali legati ai risultati contabili non riescono ad allineare gli interessi dell'agente e del principale, inducendo l'agente a sfruttare a proprio vantaggio la discrezionalità e flessibilità concesse dai principi contabili (Watts e Zimmerman, 1986, 1990). La bassa qualità dell'informativa finanziaria è stata spiegata dalla letteratura tramite la presenza di episodi di *earnings ma-*

---

<sup>2</sup> In un discorso al *NYU Center for Law and Business* tenuto il 28 settembre 1998 Arthur Levitt, l'allora presidente della SEC (Security and Exchange Commission) solleva l'importanza di un'informativa di bilancio trasparente, tempestiva ed affidabile per la protezione dell'investitore: "The significance of transparent, timely, and reliable financial statements and its importance to investor protection has never been more apparent" (Levitt, 1998).

*nagement* (Klein, 2002; Lin e Hwang, 2010; Dechow *et al.*, 2012), di *restatement* (Romanus *et al.*, 2008; Baber *et al.*, 2012), di *financial accounting fraud* (Beasley, 1996; Carcello e Nagy, 2004) e di *control weaknesses* (Beneish *et al.*, 2008; Jaggi *et al.*, 2014) da parte delle imprese.

La sussistenza di una relazione tra la comunicazione economico-finanziaria e i meccanismi di corporate governance è espressamente richiamata, come è noto, anche da molteplici codici di corporate governance. A titolo esemplificativo, il codice di autodisciplina italiano (2015: 30) rileva il valore di un adeguato sistema di controllo interno e di gestione dei rischi nell'“[...] assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità delle informazioni fornite agli organi sociali ed al mercato, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne”. Similmente, il codice di corporate governance inglese (2016) prevede che gli amministratori non esecutivi o il comitato audit debbano monitorare l'integrità delle informazioni economico-finanziarie, dei bilanci e che vi siano adeguati controlli e sistemi di gestione dei rischi finanziari<sup>3</sup>. Analogamente, i principi di corporate governance statunitensi emanati dal Business Roundtable<sup>4</sup> (2016: 3) ricordano la posizione del consiglio di amministrazione nell'assicurare la correttezza del bilancio e delle altre informazioni preparate dal management, nello specifico si legge nel quarto principio: “Management, under the oversight of the board and its audit committee, produces financial statements that fairly present the company's financial condition and results of operations and makes the timely disclosures investors need to assess the financial and business soundness and risks of the company”<sup>5</sup>. Più avanti, specificano gli stessi

---

<sup>3</sup> Nel dettaglio il codice di corporate governance inglese (2016: 9) prevede quanto segue: “Non-executive directors should scrutinise the performance of management in meeting agreed goals and objectives and monitor the reporting of performance. They should satisfy themselves on the integrity of financial information and that financial controls and systems of risk management are robust and defensible. They are responsible for determining appropriate levels of remuneration of executive directors and have a prime role in appointing and, where necessary, removing executive directors, and in succession planning”, e continua (2016: 18): “The main role and responsibilities of the audit committee should be set out in written terms of reference and should include: to monitor the integrity of the financial statements of the company and any formal announcements relating to the company's financial performance, reviewing significant financial reporting judgements contained in them”.

<sup>4</sup> La Business Roundtable è un'associazione, fondata nel 1972, di amministratori delegati delle principali aziende statunitensi. Tale associazione applica la competenza e l'esperienza dei suoi membri, per promuovere politiche volte a migliorare la competitività degli Stati Uniti, a rafforzare l'economia e a stimolare la creazione di occupazione.

<sup>5</sup> Continuano i principi di corporate governance statunitensi specificando che tra le funzioni del consiglio di amministrazione rientra quella di concentrarsi sulla integrità e la trasparenza delle relazioni finanziarie della società e le altre informazioni circa le performance aziendali. In parti-

principi: “Management is responsible for the integrity of the company’s financial reporting system and the accurate and timely preparation of the company’s financial statements and related disclosures. It is management’s responsibility – under the direction of the CEO and the company’s principal financial officer – to establish, maintain and periodically evaluate the company’s internal controls over financial reporting and the company’s disclosure controls and procedures, including the ability of such controls and procedures to detect and deter fraudulent activity” (Business Roundtable, 2016: 9). Sempre nel contesto statunitense si deve ricordare l’emissione della Sarbanes-Oxley Act (SOX) nel 2002 in risposta agli scandali delle frodi contabili di Enron e WorldCom. La formulazione della SOX è eloquente sullo stretto legame tra *financial accounting* e corporate governance, difatti, essa contiene numerose previsioni volte a garantire assetti di governance ritenuti adeguati per proteggere i vari interessi degli *stakeholder*. Da un report della Commissione sulla corporate governance del New York Stock Exchange si evincono alcuni considerevoli interventi in ambito di corporate governance della SOX al fine di tenere sotto controllo comportamenti volti ad aggirare una corretta informazione (NYSE, 2010). Fondamentale introduzione della SOX è stata l’istituzione del Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), ente volto a supervisionare i revisori delle imprese quotate col fine di tutelare gli investitori promuovendo relazioni di revisione accurate e indipendenti. La stessa SOX ha fissato dei requisiti di indipendenza per il revisore e per gli organi di controllo interno più serrati oltre ad aver previsto la rotazione del revisore esterno. Un’altra fondamentale prerogativa per la tutela dell’investitore è la tempestiva attestazione delle relazioni finanziarie trimestrali ed annuali.

I concetti di integrità, indipendenza, etica e responsabilità si intrecciano tra loro, collegando i vari soggetti coinvolti nel governo aziendale, nelle scelte contabili e nella conseguente produzione di informazioni economico finanziarie affidabili. A tal fine si sostiene che “il bilancio di esercizio è un importante strumento di comunicazione che ha anche un *rilievo sociale* (...). Sovente, i lettori del bilancio hanno soltanto la possibilità di basare i propri giudizi di convenienza sui valori e sulle informazioni descrittive incluse nel bilancio, non potendo verificare l’attendibilità delle stesse. Sorge dunque l’esigenza pubblica di garantire che i terzi possano agevolmente comprendere attraverso i numeri la realtà aziendale” (Allegrini, 2003a). Al fine di rispondere a tale esigenza il legislatore ha previsto con maggiore o minor intensità nei vari Paesi delle regole che disci-

---

colare si legge: “The board should be satisfied that the company’s financial statements accurately present its financial condition and results of operations, that other disclosures about the company’s performance convey meaningful information about past results as well as future plans, and that the company’s internal controls and procedures have been designed to detect and deter fraudulent activity” (Business Roundtable, 2016: 8).

plinano la redazione del bilancio e non di rado sono previste delle disposizioni mirate a contenere comportamenti opportunistici del management. In tal senso, si legge dai Global Governance Principles emanati dall'International Corporate Governance Network<sup>6</sup> (ICGN, 2017: 20) che le imprese dovrebbero introdurre misure di performance che tengano conto del "rischio" (o atteggiamento opportunistico) assunto dal manager e prevedere delle disposizioni nei loro piani degli incentivi tali da consentire all'impresa di recuperare le somme pagate qualora emergessero delle gravi colpe od errori nei prospetti di bilancio dell'impresa<sup>7</sup>. Tra i Principi di Corporate Governance (2015: 56) derivati dalla cooperazione tra l'OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) e i Paesi del G20 si legge tra i vari postulati che il consiglio di amministrazione deve assicurare l'integrità del sistema di reporting e che appropriati sistemi di controllo, di *risk management* e di *compliance* siano posti in essere dall'azienda<sup>8</sup>. Sebbene sia arduo stabilire dei sistemi di controllo che assicurino totalmente l'assenza di errori materiali, inesattezze e dichiarazioni non corrette, un effettivo sistema di controlli interni sulla reportistica finanziaria (*internal control over financial reporting*) può ridurre il rischio che tali imprecisioni e scorrettezze vengano poste in essere.

---

<sup>6</sup> L'International Corporate Governance Network è stato fondato nel 1995, i suoi membri includono investitori istituzionali, aziende, intermediari finanziari, accademici e altre parti interessate nello sviluppo di pratiche di corporate governance globali. Il suo scopo è quello di promuovere standard efficaci di corporate governance e di amministrazione degli investimenti per far avanzare mercati efficienti ed economie sostenibili in tutto il mondo.

<sup>7</sup> Si legga il paragrafo che segue estratto dagli stessi Global Governance Principles (ICGN, 2017: 20): "Performance related elements (such as LTIPs) should integrate risk considerations so that there are no rewards for taking inappropriate risks at the expense of the company and its shareholders. Performance related elements should be rigorous and measured over timescales, and with methodologies, which help ensure that performance pay is directly correlated with sustained value creation. Companies should include provisions in their incentive plans that enable the company to withhold the payment of any sum ('malus'), or recover sums paid ('clawback'), in the event of serious misconduct or a material misstatement in the company's financial statements".

<sup>8</sup> In vari principi OECD (2015) si evince lo stretto rapporto tra *financial accounting* e corporate governance. Si confronti per esempio il principio D al punto 7 (OECD, 2015: 56) dove si legge: "Ensuring the integrity of the corporation's accounting and financial reporting systems, including the independent audit, and that appropriate systems of control are in place, in particular, systems for risk management, financial and operational control, and compliance with the law and relevant standards". Ancora, continua lo stesso documento al principio E punto 1 nel modo seguente: "Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgement to tasks where there is a potential for conflict of interest. Examples of such key responsibilities are ensuring the integrity of financial and non-financial reporting, the review of related party transactions, nomination of board members and key executives, and board remuneration" (OECD, 2015:58-59).

A tal fine, negli Stati Uniti la SOX (Section 302 e Section 404) ha richiesto alla maggior parte delle imprese quotate che il management e l'auditor attestino annualmente l'effettività del sistema di controllo sul *financial reporting*. Con un approccio molto simile, in Giappone la J-SOX – espressione non ufficiale della Legge sugli strumenti finanziari giapponese emanata nel 2006 dal Japanese National Diet – col fine di assicurare che le informazioni finanziarie vengano rilasciate in maniera “fair”, ha introdotto l'obbligo per le imprese quotate di sottoscrizione dell'*Internal Control Report* allegato al bilancio e l'attestazione di tale report da parte del management e dell'auditor.

Anche diversi Paesi europei muovono nella stessa direzione. In Italia ad esempio la Legge n. 262 del 2005 ha introdotto la figura del Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili che congiuntamente all'amministratore delegato deve dichiarare la corrispondenza degli atti e delle comunicazioni relativi all'informativa contabile e attestare con un'apposita relazione da allegare al bilancio l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure amministrative e contabili e la corrispondenza/correttezza del bilancio ai fatti di gestione e scritture contabili<sup>9</sup>. In sostanza, la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili mira a riequilibrare l'asimmetria informativa esistente tra emittenti e investitori certificando – all'interno dei confini delle proprie competenze e sotto la propria responsabilità<sup>10</sup> – la bontà delle informazioni contabili

---

<sup>9</sup> In particolare, la figura del dirigente preposto è disciplinata dall'articolo 154 bis del Testo Unico della Finanza (TUF) che recita al primo comma: “Lo statuto degli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine prevede i requisiti di professionalità e le modalità di nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, previo parere obbligatorio dell'organo di controllo”. Il legislatore prevede che ogni atto e comunicazione relativi all'informativa contabile debba essere accompagnato “da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari” per attestarne “la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili”. Il comma quinto coinvolge poi il dirigente preposto nella formazione dei bilanci per la preparazione e la redazione, insieme agli amministratori, della relazione che attesta il bilancio. L'attestazione dovrà esprimersi su: “a) l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure di cui al comma 3 nel corso del periodo cui si riferiscono i documenti; b) che i documenti sono redatti in conformità ai principi contabili internazionali applicabili riconosciuti nella Comunità europea ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002; c) la corrispondenza dei documenti alle risultanze dei libri e delle scritture contabili; d) l'idoneità dei documenti a fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidamento; e) per il bilancio d'esercizio e per quello consolidato, che la relazione sulla gestione comprende un'analisi attendibile dell'andamento e del risultato della gestione, nonché della situazione dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidamento, unitamente alla descrizione dei principali rischi e incertezze cui sono esposti; f) per il bilancio semestrale abbreviato, che la relazione intermedia sulla gestione contiene un'analisi attendibile delle informazioni di cui al comma 4 dell'articolo 154-ter”.

<sup>10</sup> In riferimento alle competenze e responsabilità dai comma terzo e quarto emerge che il di-

divulgate dall'azienda. Qualche anno prima in Francia venne emanata la *Loi de Sécurité Financière* (2003) al fine di contenere i rischi dell'impresa e nello specifico quelli connessi all'informativa contabile e finanziaria prevedendo che l'amministratore delegato e il presidente del consiglio di sorveglianza abbiano l'obbligo di certificazione delle procedure di controllo interne e delle modalità di preparazione e organizzazione delle attività del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza.

Ancora in tale ambito è utile ricordare che la Committee on Sponsoring Organizations of the Treadway ("COSO"), nel 1992, aggiornato nel 2013, ha steso un *framework* volto a sostenere le imprese a predisporre e valutare i controlli su una svariata serie di rischi, tra cui il rischio che i *preparers* cadano in inesattezze nella reportistica finanziaria o nell'errata applicazione dei principi contabili o in errori intenzionali.

Considerando i succitati esempi tratti da svariati codici di corporate governance e da numerose previsioni legislative, possiamo ricavare che il presente contributo è motivato, oltre che dal forte interesse dimostrato dalla letteratura accademica sulle tematiche in oggetto, anche dalla consistente attenzione dedicata in tutto il mondo da diversi enti ed organismi sulle relazioni tra affidabilità delle informazioni economico-finanziarie e soggetti/assetti di corporate governance.

### 1.3. I FRAMEWORK TEORICI NEGLI STUDI SULLA CORPORATE GOVERNANCE E SULLE POLITICHE DI BILANCIO

La letteratura precedente ha posto l'accento sull'inefficienza nell'allocazione delle risorse causata dalla manipolazione dei risultati di bilancio, compromettendo il ruolo che la stessa assume nell'ambito dell'informativa finanziaria come strumento di decisione, attribuzione di responsabilità, e sistema di controllo

---

rigente preposto deve interagire con l'organo amministrativo al fine di predisporre "adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio [...] nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario. Il consiglio di amministrazione vigila affinché il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari disponga di adeguati poteri e mezzi per l'esercizio dei compiti a lui attribuiti ai sensi del presente articolo, nonché sul rispetto effettivo delle procedure amministrative e contabili". Si intuisce che tali previsioni sono poste a presidio della effettività ed efficacia della funzione e risulta idoneo per delimitare una partizione delle responsabilità in capo a tutti coloro che hanno competenze in materia contabile e entrano nel processo di formazione del bilancio. È importante evidenziare che nel comma sei viene estesa al dirigente preposto la disciplina sulla responsabilità degli amministratori, oltre alla possibile esplicazione delle azioni esercitabili nei confronti di coloro che hanno un rapporto di lavoro con l'azienda.

(Cooper e Keim, 1983; Andrei, 2008; Beatty *et al.*, 2010). I principi contabili generalmente accettati<sup>11</sup> poi contribuiscono a creare incertezza lasciando flessibilità ai manager in talune scelte contabili, flessibilità che viene così spesso sfruttata ai fini di manipolazione dei risultati (Ewert e Wagenhofer, 2005). Considerato che le informazioni economico-finanziarie hanno rilevanti implicazioni ed effetti sui mercati (Zucca e Campbell, 1992), una vasta gamma di soggetti (e.g. manager, dirigenti, amministratori, responsabili finanziari, azionisti, revisori esterni ed interni, analisti finanziari ed altri *stakeholder* in generale) ha l'interesse e in certi casi il dovere di valutare attentamente le stime, congetture e valori alla base delle scelte contabili e i conseguenti risultati (Lev *et al.*, 2010). In letteratura ci sono opinioni contrastanti sugli incentivi manageriali alla manipolazione dei risultati di bilancio e sui meccanismi di corporate governance più adatti a frenare comportamenti opportunistici di *earnings management*.

Date tali premesse, seguendo un ampio filone della letteratura ai fini del presente studio si distingue tra sistemi di corporate governance "interna" ed "esterna". Nel sistema di corporate governance interna si individuano gli attori che agiscono all'interno dell'impresa perché coinvolti nella gestione, o nell'amministrazione, o assunti in qualità di dipendenti dell'impresa, mentre, nel sistema di corporate governance esterna si inserisce generalmente il cd. "mercato per il controllo delle imprese", di seguito illustrato (Jensen, 1993; Shleifer e Vishny, 1997). Più specificatamente secondo Bushman e Smith (2001) tra i meccanismi di governance interna rientrano i piani di incentivazione manageriale, il controllo e il management del lavoro interno all'azienda, mentre tra i meccanismi esterni si inseriscono i controlli effettuati dagli *shareholder* o dai creditori, dai sistemi competitivi presenti sul mercato dei prodotti e del lavoro oltreché il sistema di regolamentazione del mercato. Con un approccio simile Weir *et al.* (2002) distinguono tra i meccanismi di corporate governance interni ed esterni e includono nel primo gruppo l'influenza del consiglio di amministrazione, dei creditori e delle informazioni privilegiate possedute dagli *shareholder*, mentre nel secondo gruppo vi confluiscono le influenze esercitate dal mercato sul controllo societario, proprio come suggerito dallo studio pioniere di Jensen (1993). In sintesi, la dimensione interna riguarda le caratteristiche interne dell'azienda, essa è infatti intesa come dimensione economico aziendale. Si riferisce a tutte le regole, i processi e le attività che hanno l'obiettivo di sostenere una amministrazione corretta e trasparente (Mazzotta, 2014: 121). La dimensione esterna, di-

---

<sup>11</sup> Sull'applicazione dei principi contabili e la comunicazione economico-finanziaria si confronta: Superti Furga (1991); Azzali (2002); Allegrini (2003b); Lionzo (2005); Allegrini *et al.* (2006); Andrei (2006); Comoli *et al.* (2006); Teodori (2006); Allegrini (2007); Lacchini e Trequattrini (2007); Pizzo (2009); Di Pietra (2010); Di Pietra e Allegrini (2011); Quagli (2017).

versamente, riguarda tutti i fattori esterni all'impresa che dipendono dai Paesi in cui l'azienda opera come e.g. il grado di sviluppo economico, i mercati dei capitali, del lavoro, dei prodotti e il sistema normativo di riferimento. In una *review* della letteratura svolta da Cohen *et al.* (2004) sul governo societario e sui relativi impatti sull'affidabilità finanziaria si legge che l'interazione tra le forze interne ed esterne del governo societario plasma la qualità dell'informativa economico-finanziaria. Anche Gillan (2006) sviluppa un modello esteso del sistema di corporate governance aziendale separando tra corporate governance interna ed esterna. L'Autore (2006) qualifica la corporate governance interna in cinque gruppi principali: Consiglio di amministrazione, incentivazione manageriale, struttura del capitale, regolamentazione e fornitori e sistemi di controllo interno. Nella corporate governance esterna, invece, vi sono: Leggi e regolamentazioni, il mercato dei capitali, il mercato del controllo societario, i mercati del lavoro e dei prodotti, il mercato dei fornitori di informazioni, e il mercato dei servizi forniti da soggetti esterni (e.g. consulenti contabili, finanziari e legali) e fonti private di controllo esterno (ad esempio i media).

In letteratura ad ogni modo non mancano critiche relative alla netta separazione tra contratti di corporate governance interni ed esterni. La corporate governance viene, cioè, generalmente intesa come l'insieme di contratti – interni ed esterni – che aiutano ad allineare le azioni dei manager con gli interessi degli azionisti. Tuttavia, la distinzione tra contratti interni ed esterni viene considerata “artificiale”, alcuni autori ritengono, in altre parole, che sia più produttivo concentrarsi sulle questioni importanti del perché sia emersa una particolare serie di contratti, sulle corrispondenti conseguenze e su come i cambiamenti esogeni (e.g. modifiche della legge), potrebbero influenzare l'organizzazione. Inoltre, la distinzione dei contratti, tra interni ed esterni, potrebbe distogliere l'attenzione da potenziali interazioni emergenti tra il complesso dei contratti aziendali. Separare ad esempio l'analisi in problemi tra azionista *vs.* manager e azionista *vs.* obbligazionista trascura la natura interdipendente dei nessi contrattuali (Brickley e Zimmerman, 2010: 237). Gli studi più recenti, infatti, enfatizzano che è necessario estendere la nostra conoscenza ed interpretazione del dibattito sulla corporate governance ben oltre le sole prospettive economiche e finanziarie per abbracciare anche le dimensioni strategiche, della conoscenza e del contesto. In linea generale, la corporate governance dovrebbe riguardare “the structure of rights and responsibilities among the parties with a stake in the firm” (Aoki, 2000). I sistemi di corporate governance, interni ed esterni, sono strettamente interrelati e come affermano Filatotchev e Nakajima (2010: 602) “it is necessary to look at corporate governance holistically as a system of interdependent elements, and to better understand how drivers of ‘good’ corporate governance are supported (or potentially undermined) by other complementary institutions (or lack thereof)”.

Sulla base del *framework* teorico appena delineato, si sostiene che le politiche di bilancio derivano dall'interazione di entrambi i sistemi di corporate governance, interno ed esterno. Nel presente lavoro pertanto si utilizza una visione allargata di corporate governance<sup>12</sup>, includendo la maggior parte dei meccanismi interni ed esterni all'azienda che possono influire sulla comunicazione economico-finanziaria e quindi sulle politiche di bilancio. Il modello proposto avanza pertanto una visione sistematica comprendendo numerosi soggetti che possono direttamente o indirettamente esercitare un'influenza sul processo di comunicazione economico-finanziaria<sup>13</sup>. Come già accennato e approfondito più avanti, la corporate governance è prevalentemente intesa come l'insieme di contratti che aiuta ad allineare le azioni dei manager con gli interessi degli azionisti. L'asimmetria informativa gioca un ruolo decisivo nella gestione dei conflitti derivanti dai contratti di agenzia stipulati tra queste parti. In termini di gerarchia delle informazioni specifiche dell'azienda, la letteratura di solito considera i manager come coloro che possiedono il grado più elevato di conoscenza, seguiti dagli amministratori esterni (*outside director*), succeduti dagli *shareholder* (Armstrong *et al.*, 2010a). Gli azionisti possono monitorare e implementare un sistema di incentivi attraverso l'opera del consiglio di amministrazione in modo tale da motivare il management ad agire nel loro miglior interesse. Si genera quindi la domanda di meccanismi di incentivazione, controllo e misurazione delle performance; tra questi emergono le informazioni periodiche, e le comunicazioni economico-finanziarie in particolare, atte a riportare le azioni del management (Kothari *et al.*, 2010). La domanda di informativa proviene anche da altri gruppi portatori di interessi non necessariamente concordi con quelli degli azionisti. Ad esempio, i creditori hanno una forte motivazione ad essere costantemente informati sul valore dell'impresa, in termini soprattutto di attività separabili e facilmente liquidabili, che potrebbero essere costretti a cedere per recuperare gli importi prestatati all'impresa a titolo di debito (Leftwich, 1983). Le esigenze informative che ruotano intorno all'azienda sono però plurime e spesso la comunicazione economico-finanziaria da sola non è in grado di soddisfare le esigenze informative di tutti gli *stakeholder*, è utile perciò sin da ora ricordare che sussistono altri mezzi di comunicazione del valore aziendale, che tuttavia esulano dagli scopi del presente studio. Tra questi si menzionano

---

<sup>12</sup> Si rimanda al capitolo 2 per un approfondimento sulla distinzione tra concezione allargata e concezione ristretta di corporate governance.

<sup>13</sup> Per un'interpretazione allargata di corporate governance e il connesso ruolo del *financial reporting* si leggano le parole di Armstrong *et al.* (2010a: 182) i quali ritengono che la definizione di corporate governance debba essere ampia sì da comprendere tutti i contratti dell'impresa che permettano di allineare "the incentives of the firm's shareholders, directors, and managers. For example, [...] a debt contract under which creditors monitor a firm's financial reporting constitutes a governance mechanism to the extent that creditor monitoring helps to align the interests of managers and shareholders".

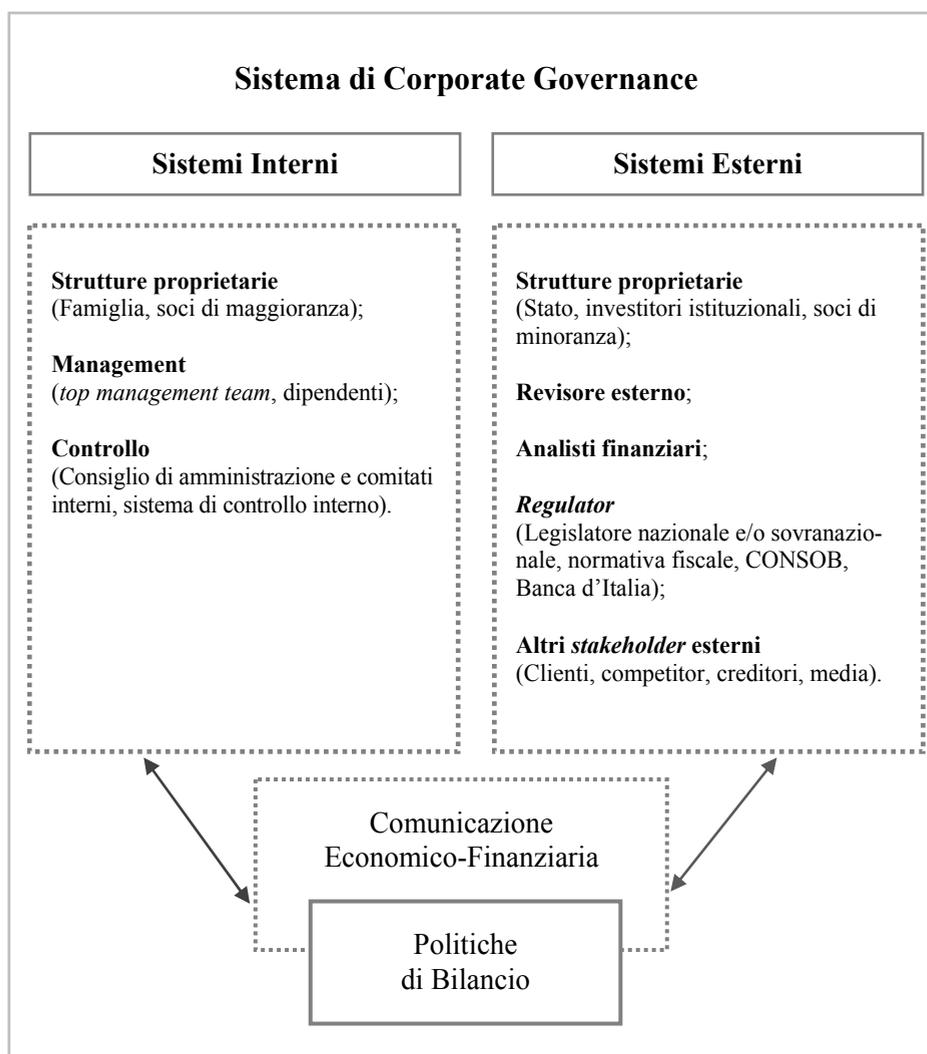
le informazioni volontarie e obbligatorie provviste dal management per integrare l'informativa di bilancio, comprese le decisioni aziendali e le azioni che annunciano notizie sui fatti di gestione (e.g. investimenti, distribuzione dividendi, gestione del capitale, operazioni M&A), i rapporti degli analisti, comunicati stampa, ecc. (Kothari *et al.*, 2010).

Lo scopo del presente lavoro è quello di illustrare come alcuni assetti di corporate governance influenzino la comunicazione economico-finanziaria e in particolare le politiche di bilancio attuate dall'azienda. Tra i meccanismi di corporate governance interna si approfondisce il consiglio di amministrazione con alcune delle sue possibili declinazioni quali: la presenza di amministratori indipendenti, la separazione della carica di presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato (i.e. CEO *duality*), il comitato di controllo interno, il comitato di remunerazione, la frequenza delle riunioni del consiglio di amministrazione e dei comitati interni allo stesso consiglio di amministrazione. Fanno ancora parte dei cc.dd. sistemi di corporate governance interna altri soggetti quali: il *chief executive officer* (CEO), *chief financial officer* (CFO), i membri del *top management team* e del management più in generale, i dipendenti, i soggetti coinvolti nel sistema di controllo interno, ecc. Le strutture proprietarie rappresentano l'anello di congiunzione tra i meccanismi di corporate governance interna ed esterna. Vedremo che essi sono i destinatari principali della comunicazione economico-finanziaria, ma allo stesso tempo, in talune circostanze, riescono a plasmare o influenzare il processo di formazione del bilancio. Si analizzano nel dettaglio i seguenti assetti proprietari e caratteristiche della compagine sociale: i soci di maggioranza, i soci di minoranza, le aziende familiari, le aziende a partecipazione statale, e gli investitori istituzionali; da ultimo, tra i soggetti della corporate governance esterna saranno esaminati i revisori esterni, gli analisti finanziari, i *regulator*, e gli altri *stakeholder* esterni quali i clienti, i concorrenti, i creditori, e i media.

Per una rappresentazione del modello adottato nel presente studio si confronti la Figura 2 a pagina seguente. Nel modello rappresentato includiamo tra i meccanismi di corporate governance interna i soggetti che assumono funzioni di direzione e controllo all'interno dell'azienda: *top management team*, dipendenti, consiglio di amministrazione e comitati interni, e sistema di controllo interno. Si evidenzia che le strutture proprietarie si interpretano come un assetto di corporate governance ibrido, comprendendolo in taluni casi tra i sistemi interni e in altri tra quelli esterni. A tal riguardo, la proprietà familiare e la presenza di soci di maggioranza rientrano tra i meccanismi di corporate governance interni perché spesso la famiglia o i soci di maggioranza, soprattutto nei casi di concentrazione proprietaria, sono compresi tra gli organi di indirizzo dell'impresa o comunque riescono con il loro comportamento ad influenzare in misura sostanziosa la gestione. Al contrario, la proprietà statale, di investitori istituzionali e dei soci di minoranza la

includiamo tra i meccanismi di corporate governance esterna perché non è sempre detto che abbiano un interesse nel lungo termine nella partecipazione e tengono un comportamento più simile ai soggetti di controllo esterni. Infine, tra i sistemi esterni comprendiamo i revisori esterni, gli analisti finanziari, i *regulator*, e altri *stakeholder* esterni (i.e. clienti, competitor, creditori, e media).

FIGURA 2 – *Influenza dei sistemi di corporate governance esterni ed interni sulle politiche di bilancio*



Nell'esaminare la relazione tra politiche di bilancio e assetti di corporate governance il lavoro assume una prospettiva prevalentemente positivista, in particolare è fondato sull'*agency theory*. L'agente, ad esempio il management o il revisore interno od esterno, può convenientemente agire nel proprio interesse che di solito non coincide con gli interessi degli azionisti (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983; Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989).

La teoria dell'agenzia con le sue declinazioni in *moral hazard*, *risk aversion*, *information asymmetry* e *opportunistic behaviour* costituisce uno tra i principali *framework* teorici di riferimento negli studi di *accounting* e di corporate governance. Tuttavia, con la consapevolezza dei limiti e delle critiche sulla prospettiva individuale e razionale che diversi studiosi hanno sollevato riguardo alla teoria dell'agenzia, per l'analisi delle determinanti e degli impatti che diversi assetti di corporate governance possono avere sulle politiche di bilancio, è utile evidenziare anche la possibilità di approfondimento considerando alternative paradigmi teorici. Una delle principali critiche alla teoria dell'agenzia è il suo radicamento all'ipotesi neoclassica del comportamento razionale, che evidenzia la massimizzazione delle diverse utilità del principale e dell'agente senza considerare i contesti sociali e istituzionali (Wiseman *et al.*, 2012). Si evidenzia come le strutture di corporate governance e le informazioni contabili non possono o almeno non dovrebbero essere avulse rispetto ai contesti sociali, economici e culturali in cui le aziende operano (Carruthers, 1995). A tal riguardo, si può sostenere che la corporate governance costituisce un'area di studio complessa che dovrebbe tener conto anche degli aspetti collegati al sistema legale, culturale e alle caratteristiche delle strutture proprietarie e del mercato dei capitali in cui operano le aziende<sup>14</sup>. Per questo alcune teorie possono essere più appropriate per alcuni Paesi e non per altri (Mallin, 2013). Ne deriva che le caratteristiche dei soggetti della corporate governance vengono anche frequentemente analizzati in letteratura utilizzando le prospettive offerte e.g. dalle *agency*, *stewardship*, *stakeholder*, *institutional*, *contingency*, *upper echelon*, *political*, *game* e *social network theory*. Nei paragrafi che seguono, senza pretesa di esaustività, si ripercorrono concisamente alcuni concetti che emergono da talune delle teorie maggiormente utilizzate ed utilizzabili negli studi futuri per approfondire la relazione tra corporate governance e politiche di bilancio.

---

<sup>14</sup> Si suggerisce in altri termini che le teorie utilizzate dovrebbero essere contestualizzate, in via similare Mallin (2013: 22) sostiene che: "The theories that have affected the development of corporate governance should also be viewed in conjunction with the legal system and capital market development, as well as the ownership structure. For example, countries like the UK and the USA have a common law system that tends to give good protection of shareholder rights, whilst civil law countries, such as France, tend to have less effective legal protection for shareholder rights, and more emphasis may be given to the rights of certain stakeholder groups".

### 1.3.1. Agency theory

Sin dalla pubblicazione del lavoro pioniero di Jensen e Meckling (1976), la teoria dell'agenzia (*agency theory*) è stata la base teorica della maggior parte degli studi sia di *accounting* che di corporate governance (Filatotchev e Wright, 2011)<sup>15</sup>.

Secondo la teoria dell'agenzia dalla stipula di un contratto tra l'azienda e qualsiasi *stakeholder* (ad esempio investitori, creditori, dipendenti, revisori, dirigenti, CEO, CFO, ecc.) deriva una relazione di "agenzia"; il contratto dà cioè origine ad una relazione tra un "principale" e un "agente". La separazione tra proprietà e controllo – conosciuta anche come la separazione tra management e *finance* – crea numerosi problemi di agenzia (Shleifer e Vishny, 1997). L'obiettivo centrale della corporate governance è quello di garantire agli azionisti (i.e. alla proprietà) che il ritorno sul loro investimento venga massimizzato dall'opera del management. In altre parole, gli azionisti sono primariamente preoccupati che l'impresa persegua l'obiettivo di efficienza, ovvero che la gestione sia diretta alla massimizzazione del valore dell'impresa. Tuttavia, l'asimmetria informativa tra la gestione e la proprietà consente all'agente di tenere comportamenti finalizzati al raggiungimento di interessi personali. L'agente, coerentemente con la sua razionalità economica, cercherà di massimizzare il suo ritorno personale attraverso l'uso di comportamenti opportunistici<sup>16</sup>.

Dal momento che i contratti stipulati tra l'agente e il proprietario sono per lo più basati sui risultati e sugli indicatori reddituali (ad esempio, leva finanziaria, risultato d'esercizio, risultato operativo, e così via), le stesse scelte contabili costituiscono un fattore che condiziona direttamente gli incentivi personali dell'agente. La *positive accounting theory* mira a prevedere le scelte contabili degli agenti in considerazione dei vari incentivi contrattuali<sup>17</sup> (Watts e Zimmerman, 1978, 1986, 1990).

Secondo la teoria dell'agenzia, il principale è, solitamente, in possesso di in-

---

<sup>15</sup> Per alcuni studiosi addirittura le nozioni di "teoria dell'agenzia" e "corporate governance" si sovrappongono (e.g. Shleifer e Vishny, 1997; Lubatkin, 2005). Si evidenzia, inoltre, che molte delle teorie che ci apprestiamo a illustrare nel prosieguo traggono le proprie radici dall'*agency theory*.

<sup>16</sup> Gli agenti possono anche eseguire i loro compiti con il minimo impegno al fine di raggiungere i risultati promessi in modo tale da ottenere il massimo risultato con il minimo sforzo. Tale comportamento è conosciuto in letteratura come "moral hazard" (Tuttle *et al.*, 1997).

<sup>17</sup> Watts e Zimmerman (1990) evidenziano come le informazioni contabili derivino dalle attività delle persone coinvolte nella loro produzione, gli Autori, quindi, lasciano intendere come non si possa prescindere dagli incentivi personali degli stessi soggetti coinvolti: "[...] Accounting is an activity carried out by people and one cannot generate a theory that predicts and explains accounting phenomena by ignoring the incentives of the individuals who account".

formazioni imperfette per valutare l'agente. L'impostazione teorica di Jensen (1993) suggerisce che esistono solo quattro forze di controllo che possono risolvere i problemi derivanti dallo scostamento del comportamento manageriale dal comportamento derivante da scelte ottimali per l'azienda. In particolare, tali forze sono: i mercati dei capitali, i sistemi legali/politici/regolamentari, i mercati dei prodotti e dei fattori produttivi, e il sistema di controllo interno diretto dal consiglio di amministrazione. Il sistema di controllo interno predisposto nell'azienda rientra tra i costi di monitoraggio che il principale è, tendenzialmente, incline a sostenere per il controllo continuo dell'azione dell'agente, al fine di limitarne il comportamento discrezionale. Tali sistemi/costi di monitoraggio costringeranno l'agente a rispondere al principale ogni qualvolta esso agisca in modo tale da deviare dall'interesse dell'impresa, e costituiscono quindi una sorta di strumento di responsabilità contro comportamenti opportunistici manageriali. Tra i costi di monitoraggio possiamo trovare appunto quelli relativi all'informativa economico-finanziaria, la revisione esterna, la sostituzione dei manager, politiche di remunerazione, amministratori esterni, restrizioni sul budget, l'adozione di codici di corporate governance e di etica, oltre a vari altri sistemi che includono ad esempio anche l'implementazione di commissioni di audit o di remunerazione formate *ad hoc* (Pepper e Gore, 2012).

Dalton *et al.* (2007) riconoscono tre principali approcci sviluppati all'interno del paradigma dell'*agency theory* per minimizzare il fondamentale problema di agenzia *principal-agent*. Il primo approccio ("independence approach") postula che il consiglio di amministrazione sia costituito da amministratori indipendenti rispetto al management (Jensen e Meckling, 1976; Fama, 1980; Mizruchi, 1983). Il secondo approccio ("equity approach"), invece, prevede che il coinvolgimento dei manager nel capitale dell'impresa, ossia in qualità di *shareholder*, può allineare i loro interessi a quelli dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Infine, il terzo approccio comprende il principio del "market for corporate control" secondo il quale è il mercato che detta le regole per disciplinare i manager che non usano appropriatamente le risorse dell'azienda e subiscono in questo modo le acquisizioni da altre imprese (Manne, 1965; Fama e Jensen, 1983).

In sintesi, le modalità con le quali vengono organizzate le strutture della corporate governance e i sistemi informativi da cui discende la comunicazione economico-finanziaria rientrano entrambi tra i dispositivi mediante i quali vengono monitorate le azioni degli agenti e alleviati i conflitti di agenzia. La teoria dell'agenzia potrebbe essere considerata come un sottogruppo di letterature più ampie, ad esempio quelle della responsabilità sociale delle imprese, della massimizzazione del valore per gli azionisti e delle *stewardship* e *stakeholder theory*). Non mancano infatti attributi comuni tra la teoria dell'agenzia e le sue de-

clinazioni e l'obiettivo più ampio della responsabilità sociale dell'impresa (Dalton *et al.*, 2007).

### 1.3.2. Stewardship theory

Gli approcci economici alla corporate governance come la teoria dell'agenzia tendono ad assumere una qualche forma di *homo-economicus*, che descrivono gli agenti come soggetti razionali che si comportano opportunisticamente per il soddisfacimento dei propri interessi personali. In contrasto, gli approcci più sociologici e/o psicologici alla corporate governance come la teoria della *stewardship* raffigurano gli agenti come "collectivists, pro-organizational, and trustworthy" (Davis *et al.*, 1997). In tale contesto, è stato per esempio dimostrato empiricamente che la separazione tra le cariche di CEO e *Chair* del consiglio di amministrazione non migliora la performance delle imprese come ipotizzabile sulla base dell'*agency theory*<sup>18</sup>. Al contrario, la *CEO duality*, cioè la presenza di CEO anche *Chair* del consiglio di amministrazione, è positivamente associata alla performance dell'impresa, provvedendo un supporto alle assunzioni della *stewardship theory*. Ne deriviamo, che non è necessario aumentare il monitoraggio della gestione, o di allineare gli interessi del management tramite l'emissione di *stock option*, ma potrebbe essere piuttosto più utile responsabilizzare i dirigenti stessi (Donaldson e Davis, 1991).

In sostanza, gli amministratori hanno un dovere fiduciario ed è proprio per tale dovere che possono essere considerati affidabili e si comporteranno da "buoni" gestori delle risorse aziendali. Il dovere fiduciario è superiore rispetto a quello di un agente in quanto la persona deve comportarsi come se fosse il principale e non un mero rappresentante (Turnbull, 1997). Alla base della *stewardship theory* risiede, perciò, il concetto che gli amministratori agiscono come *steward* al servizio dei proprietari, instaurandosi con essi un obbligo fiduciario<sup>19</sup>. Tale teoria riflette pertanto le idee classiche del governo societario, sostenendo che gli amministratori debbano agire in modo responsabile, con indipen-

---

<sup>18</sup> Spiegano Donaldson e Davis (1991: 51): "[...] there are non-financial motivators. Moreover, identification by managers with the corporation, especially likely if they have served there with long tenure and have shaped its form and directions, promotes a merging of individual ego and the corporation, thus melding individual self-esteem with corporate prestige".

<sup>19</sup> Addirittura, secondo i sostenitori della *stewardship theory* gli amministratori e i manager non solo non agiscono guidati dall'opportunismo, ma, sovente, hanno interessi isomorfici con quelli degli *shareholder* (Daily *et al.*, 2003: 372). Come osservano Sundaramurthy e Lewis (2003: 398): "As stewards, managers may identify with the firm and internalize its mission".

denza e integrità<sup>20</sup>. Secondo tale prospettiva, ogni forma di controllo può reprimere le aspirazioni dei manager, mentre un sistema premiale legato alla crescita e al raggiungimento degli obiettivi può fornire loro la motivazione necessaria per una gestione ottimale (Davis *et al.*, 1997). Gli amministratori (*steward*) vengono considerati affidabili e il loro dovere legale si esplica nei confronti degli azionisti mentre non si estende ad altri gruppi di interesse. Ovviamente, vengono riconosciuti anche gli interessi di altri gruppi come quelli dei clienti, dipendenti, fornitori e altri soggetti, ma in via sussidiaria rispetto a quelli degli *shareholder*. D'altra parte, secondo tale teoria gli interessi tra i vari gruppi di *stakeholder* e l'azienda, vengono ottemperati grazie alle pressioni concorrenziali sui mercati (per i clienti), dal diritto del lavoro (per i dipendenti), dalle leggi sulla tutela dei consumatori (per i consumatori), dal diritto contrattuale (per i fornitori) e dal diritto ambientale, della salute e sicurezza (per la società e la comunità) (Clarke e Branson, 2012: 53-54).

Secondo Huse (2005) la *stewardship theory* promuove il controllo della gestione tramite un consiglio di amministrazione collaborativo e che svolge funzioni di guida, portando a consigli più attivi anche nella formazione della strategia dell'azienda e nella sua attuazione<sup>21</sup>. La teoria della *stewardship* impiega una prospettiva esterna sul consiglio di amministrazione, portando all'attenzione dei suoi membri non solo questioni legate e.g. al comportamento manageriale, organizzativo, allo sviluppo delle vendite, ai costi e alle risorse, e ai dipendenti, ecc., ma anche questioni esterne spesso relative all'ambiente, ai mercati, ai concorrenti e ai fornitori. Pertanto, i concetti determinanti sono legati alla fiducia, alla coesione e all'apertura, e i compiti del *board* saranno anche quelli di supportare e guidare il CEO (Huse, 2007).

---

<sup>20</sup> La comunicazione economico-finanziaria assume una "funzione di *stewardship*" a servizio del management per rendicontare la propria azione (Dell'Atti, 2003). Tale funzione emerge per esempio anche dal Conceptual Framework IASB (ED/2015/3) nella cui introduzione statuisce che il *framework*: "strengthens accountability by reducing the information gap between the providers of capital and the people to whom they have entrusted their money. Standards based on the [draft] Conceptual Framework provide information that is needed to hold management to account. As a source of globally comparable information, IFRS based on the [draft] Conceptual Framework is also of vital importance to regulators around the world" [F IN5].

<sup>21</sup> Sul tema del controllo e della collaborazione si leggano tra gli altri Sundaramurthy e Lewis (2003: 399) che suggeriscono quanto segue: "A control approach stresses discipline [...]. A collaborative approach, in contrast, stresses service, calling for boards to advise and enhance strategy formulation".

### 1.3.3. Stakeholder theory

La *stakeholder theory* ha iniziato a prendere le mosse a partire dagli anni Settanta. Tra le prime formulazioni della teoria troviamo lo studio di Freeman (1984), che ha proposto una teoria generale dell'impresa, che contemperasse all'interno della responsabilità dell'impresa una vasta gamma di parti interessate, gli *stakeholder* appunto. Invece di focalizzarsi, come nella teoria dell'agenzia, solo sulle performance economico-finanziarie dell'azienda, per il soddisfacimento degli interessi degli *shareholder* (Wallace, 2003), le organizzazioni dovrebbero concentrarsi più in generale sulle prestazioni sociali. L'azienda, infatti, riveste un ruolo determinante nella società in cui opera investendo non solo gli azionisti ma anche dipendenti, ambiente, e comunità locali; la teoria degli *stakeholder* è pertanto caratterizzata da aspirazioni anche sociologiche, organizzative, ed etiche. In tale contesto si dovrebbe cercare di comprendere, rispettare e soddisfare i bisogni di tutti coloro che hanno un interesse nelle attività e nei risultati dell'organizzazione.

Tale prospettiva considera il coinvolgimento degli *stakeholder* nelle decisioni aziendali come una risorsa strategica e un costituente etico (Jones *et al.*, 2007), entrambi utili per la creazione e il mantenimento del vantaggio competitivo<sup>22</sup>. In generale, la maggior parte delle definizioni di *stakeholder* riconoscono una relazione di reciproco scambio (o influenza) con l'impresa<sup>23</sup> (Solomon e

---

<sup>22</sup> Un approccio orientato agli *stakeholder* contribuisce alla sostenibilità del vantaggio competitivo. Non bisogna aspettarci che i profitti o il valore per gli azionisti saranno necessariamente massimizzati in qualsiasi momento; infatti, come sostenuto da Harrison *et al.* (2010) la massimizzazione del valore per gli azionisti a detrimento di altri *stakeholder* è una strategia nel lungo termine intrinsecamente miope. L'idea è quella che un'azienda che riesce a comprendere un insieme più ampio di funzioni di utilità degli *stakeholder*, è più probabile che sia in capace di affrontare eventi non sempre facilmente prevedibili, come cambiamenti di legge, tecnologici, nei prezzi e nei gusti dei consumatori, e quindi creare maggior valore nel tempo (Freeman e Evan, 1990). Peraltro, tale prospettiva la ritroviamo anche nei moderni principi di corporate governance, e.g. il G20/OECD (2015: 37) sottolinea che: "A key aspect of corporate governance is concerned with ensuring the flow of external capital to companies both in the form of equity and credit. Corporate governance is also concerned with finding ways to encourage the various stakeholders in the firm to undertake economically optimal levels of investment in firm-specific human and physical capital. The competitiveness and ultimate success of a corporation is the result of teamwork that embodies contributions from a range of different resource providers including investors, employees, creditors, customers and suppliers, and other stakeholders. Corporations should recognise that the contributions of stakeholders constitute a valuable resource for building competitive and profitable companies. It is, therefore, in the long-term interest of corporations to foster wealth-creating co-operation among stakeholders. The governance framework should recognise the interests of stakeholders and their contribution to the long-term success of the corporation".

<sup>23</sup> Freeman (1984: 46) definisce come *stakeholder* "any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives". Emerge sin dalle prime defini-