

Corporate governance e scenari di settore delle imprese

CORPORATE GOVERNANCE E VALORE DI MERCATO

IL CONTRIBUTO DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E GESTIONE DEI RISCHI

CARLO REGOLIOSI, DAVIDE MARTINO



Roma TrE-Press
2018

Università degli Studi Roma Tre
Dipartimento di Economia Aziendale

Corporate governance e scenari di settore delle imprese

3

CORPORATE GOVERNANCE E VALORE DI MERCATO
IL CONTRIBUTO DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO
E GESTIONE DEI RISCHI

CARLO REGOLIOSI, DAVIDE MARTINO



Roma TrE-Press

2018

Responsabile:
Paola Demartini

Coordinamento scientifico:

Simona Arduini (Università degli Studi Roma Tre), Andrea Bernardi (Manchester Metropolitan University), Lucia Biondi (Università degli Studi Roma Tre), Massimiliano Celli (Università degli Studi Roma Tre), Francesca M. Cesaroni (Università degli Studi di Urbino “Carlo Bo”), Mara Del Baldo (Università degli Studi di Urbino “Carlo Bo”), Paola Demartini (Università degli Studi Roma Tre), John Dumay (Macquarie University, Sydney), Fabio Giulio Grandis (Università degli Studi Roma Tre) Patrizio Graziani (Università degli Studi Roma Tre), James Guthrie (Macquarie University), Aino Kianto (LUT University, Finland), Francesco Manni (Università degli Studi Roma Tre), Michela Marchiori (Università degli Studi di Roma Tre), Salvatore Monni (Università degli Studi Roma Tre), Lorena Mosnja-Skare (Juraj Dobrila University of Pula), Mauro Paoloni (Università degli Studi Roma Tre), Paola Paoloni (UniCusano), Guido Paolucci (Università Politecnico delle Marche), Valerio Pieri (Università degli Studi Roma Tre), Sabrina Pucci (Università degli Studi Roma Tre), Carlo Regoliosi (Università degli Studi Roma Tre), Marco Tutino (Università degli Studi Roma Tre), Tiziano Onesti (Università degli Studi Roma Tre).

Coordinamento editoriale:
Gruppo di Lavoro *Roma TrE-Press*

Edizioni: Roma TrE-Press ©

Roma, novembre 2018

ISBN: 978-88-32136-06-7

<http://romatypress.uniroma3.it>

Quest'opera è assoggettata alla disciplina *Creative Commons attribution 4.0 International Licence* (CC BY-NC-ND 4.0) che impone l'attribuzione della paternità dell'opera, proibisce di alterarla, trasformarla o usarla per produrre un'altra opera, e ne esclude l'uso per ricavarne un profitto commerciale.



Immagine di copertina: My Mandala-a *Suda Kokuta*, 1964 (part.)

Indice

<i>Presentazione della Collana</i>	4
<i>Presentazione del volume</i>	5
 <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> E VALORE DI MERCATO: UN'ANALISI EMPIRICA SUL CONTRIBUTO DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E GESTIONE DEI RISCHI	
1. <i>Introduzione</i>	7
2. <i>Impostazione della ricerca e revisione della letteratura</i>	13
2.1 <i>Quadro teorico</i>	13
2.2 <i>Un'occhiata alla letteratura</i>	14
3. <i>Obiettivo della ricerca e set di dati</i>	19
3.1 <i>Intenzioni della ricerca</i>	19
3.2 <i>Data and variables</i>	20
3.2.1 <i>Sample and Corporate governance data</i>	20
3.2.2 <i>Financial data</i>	22
4. <i>Metodologia</i>	25
4.1 <i>La costruzione dei Corporate Governance Index</i>	25
4.2 <i>Analisi descrittiva sugli attributi di controllo interno</i>	29
4.3 <i>Valutazione degli effetti dei principali indici di corporate governance</i>	50
5. <i>Conclusioni, contributi e limitazioni</i>	54
References	57
Appendici	60

Presentazione della Collana

*Corporate Governance e Scenari di Settore delle Imprese.
Emerging Issues*

Sezione Monografie e Saggi

La *corporate governance* delle imprese è un tema di ricerca interdisciplinare, attuale e in divenire.

Obiettivo della Collana editoriale *Corporate Governance e Scenari di Settore delle Imprese. Emerging Issues* è quello di poter offrire agli studenti, ai professionisti e agli studiosi del tema, spunti di riflessione e di discussione su quelli che appaiono essere i fenomeni emergenti. Si intende, così, completare il panorama delle numerose pubblicazioni esistenti, principalmente di matrice anglosassone, soffermandosi sul contesto italiano letto anche in chiave comparativa rispetto ad altri Paesi.

La sezione *Monografie e Saggi*, in particolare, pubblica lavori di ricerca presentati alla Comunità Scientifica in occasione di convegni e/o sottoposti a *peer review*.

Presentazione del volume

Corporate Governance e valore di mercato: un'analisi empirica sul contributo del Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi

L'oggetto del presente lavoro esplora il rapporto tra il sistema di controllo interno e gestione dei rischi quale elemento fondamentale della *corporate governance* di un'impresa e la sua valutazione di mercato (MV/BV). Sul punto, occorre notare come a monte dell'analisi si situi un'assunzione di fondo che guida la lettura e la comprensione delle evidenze emerse: la qualità dei singoli elementi di *corporate governance* nelle aziende sotto osservazione è fornita dalla qualità (livello) delle informazioni trasmesse ai partecipanti al mercato attraverso le relazioni pubbliche sul punto. In altre parole, essendo la qualità della *corporate governance* un *asset* intangibile di difficile esplorazione 'dall'esterno', si ritiene una *proxy* adeguata della medesima la *disclosure* sul tema proposta in documenti di pubblica divulgazione.

I dati includono 12.240 osservazioni di 136 società quotate italiane per gli anni 2012 e 2015. Diversamente da altri studi che hanno inteso considerare un unico meccanismo di *corporate governance* legato al sistema di controllo interno e gestione dei rischi, il governo societario è esaminato osservando la dinamica della *disclosure* di molteplici elementi, quali il ruolo del consiglio di amministrazione, le caratteristiche dei comitati interni, il sistema di gestione dei rischi e altro.

Lo studio si fonda infatti sulla costruzione di due indici additivi basati su un insieme di 45 attributi individuali di *corporate governance* che corrispondono ad altrettanti argomenti del codice di autodisciplina che suggerisce le *best practice* in tema alle società quotate.

I risultati evidenziano una relazione positiva e significativa tra il sistema di controllo interno e gestione dei rischi a livello aziendale – misurato dagli indici sopra cennati – e l'apprezzamento dell'impresa secondo il

mercato. Detto apprezzamento è stato valutato con un indicatore – il *Market-to-book Ratio* – la cui propensione a raccogliere le informazioni non finanziarie è stata ritenuta un'efficace viatico alla comprensione della qualità della *corporate governance*. a commento, si evince che, tra le informazioni non finanziarie, quelle contenute nella relazione sulla *corporate governance* ed aventi ad oggetto il sistema di controllo interno e gestione dei rischi vengono prese in considerazione dagli investitori come ulteriore fattore per apprezzare il livello di affidabilità (rischiosità) del proprio investimento. Laddove l'azionariato sia in una qualche misura diffuso, infatti, ogni meccanismo che riduca l'asimmetria informativa costituisce elemento utile per l'*assurance* degli investitori.

Una prima versione di questo lavoro di ricerca è stata presentata alla *15th European Academic Conference on Internal Audit and Corporate Governance*, tenutasi in Atene dal 19 al 21 Aprile 2017 ed ivi sottoposto a referaggio. Il lavoro è stato successivamente presentato alla comunità scientifica durante conferenze e seminari 'minori' in alcune università italiane, dove sono stati ricevuti ulteriori *feedback* informali che hanno contribuito alla redazione della versione qui presentata.

Pur essendo frutto di una riflessione congiunta dei due coautori, il testo è da ritenersi così suddiviso: i capitoli 1, 3 e 5 sono da attribuirsi al Prof. Carlo Regoliosi, i capitoli 2 e 4 sono da attribuirsi al dott. Davide Martino.

CAPITOLO 1

Introduzione

Negli anni più recenti, una parte significativa della letteratura economico-aziendale ha prestato particolare attenzione alle tematiche che vanno sotto il nome di *corporate governance*. Essa può essere definita in molti modi, ma in questa sede ci può giovare ricordarla come l'insieme dei meccanismi di governo che assicurano che gli azionisti investitori di breve termine (di norma di ampia minoranza) ricevano un adeguato ritorno sul loro investimento (Shleifer e Vishny, 1997).

Data la rapidità, in precedenza imprevedibile, dei cambiamenti dell'ambiente di *business* e dati i diversi e noti *default* finanziari dall'impatto non trascurabile occorsi nei primi anni del nuovo millennio, si è registrato un crescente interesse, accademico e non, verso tale tema ed il processo di analisi e valutazione ha acquisito, nel tempo, sempre maggior diffusione.

L'elevata importanza degli aspetti di *corporate governance* viene così evidenziata da diversi autori (*ex multis*, Gomers *et al.*, 2003; Beiner *et al.*, 2006; Bhagat & Bolton, 2008; Bebchuk *et al.*, 2009), i quali – volendo proporre un'ardita e semplificativa sintesi – sostengono che uno dei principali elementi che potrebbero favorire una gestione equa e corretta e, per conseguenza, guidare l'azienda verso un percorso di successo sia costituito da una buona *corporate governance*, qui intesa dal fondatore dell'espressione come «*il sistema con il quale le aziende sono dirette e controllate*» (Codice Cadbury, 1992).

Le prime ricerche che si sono occupate di un possibile collegamento tra una 'buona' *governance* e (i) variabili di redditività, come ROA e ROE, o (ii) variabili relative di mercato, come ad esempio 'Q di Tobin' o il *Market to book ratio* (MV/BV), hanno impiegato quali elementi esplicativi singoli meccanismi di *governance* basica, comunemente individuati nella dimensione del Board (Hermalin & Weisbach, 1991; Bhagat & Black, 2002) o nella sua composizione (Yermack D., 1996; Eisenberg *et al.*, 1998).

Nel corso del tempo, tuttavia, e dal momento che il governo societario

è stato sempre più osservato da punti di vista diversi e disaggregato in molteplici componenti, caratteristiche e fonti, alcuni autori (Gompers *et al.*, 2003; Bauer *et al.*, 2004; Drobetz *et al.*, 2004; Klapper & Amore, 2004; Core *et al.*, 2006; Brown & Caylor, 2006) hanno iniziato ad impiegare analisi volte a costruire *Corporate Governance Index* (CGI), al fine di catturare in misura maggiore il contributo alle *performance* d'impresa o al valore di mercato di elementi specifici, altrimenti esclusi.

L'ambizione degli autori che nel tempo hanno individuato combinazioni di elementi di *corporate governance* volte a traguardare obiettivi al tempo stesso di sintesi (tra le diverse multiformità dell'argomento) e di completezza (non volendo rischiare di omettere alcuna variabile di rilievo) è stata assai marcata nel corso dell'ultimo decennio, dove in più parti del mondo occidentale i *requirement* normativi (o di autoregolamentazione) si sono rapidamente innalzati e per conseguenza la messe informativa sul punto si è assai evoluta.

Nonostante i lavori citati abbiano esaminato diverse misure di governo societario (sia mediante singoli meccanismi che tramite indici olistici), i risultati emersi sono stati spesso contraddittori. In letteratura, allo stato attuale delle riflessioni speculative, non esiste prova di una relazione chiara tra una migliore *governance* e valutazioni aziendali più elevate da parte del mercato né è stabilito in modo definito se le prestazioni aziendali siano rafforzate da migliori pratiche di *governance*.

Questo studio si situa nel flusso di coloro i quali indagano la relazione tra la *corporate governance* e le possibili valutazioni di mercato utilizzando indici sintetici di *corporate governance*. La scelta di intraprendere uno studio che incorpora diversi aspetti della *corporate governance* invece di utilizzarne singoli meccanismi (dimensione del *board*, composizione del *board*, ecc.) è dettata dall'evidenza che un singolo elemento di governo non possa catturare l'effetto diretto dell'insieme dei meccanismi possibili.

Proprio l'esigenza congiunta di sintesi eppur di completezza ha convinto gli autori della necessità di trovare discriminanti logici (per evitare di considerare informazioni di variegatissima specie e di numerosità eccessiva) per catalogare con argomenti gli *items* prescelti, anche al fine di collocare lo studio in un ambito di interesse chiaro e specifico.

È questa la principale ragione per cui gli indici utilizzati nel presente contributo hanno identificato le società meglio governate analizzando la loro conformità soltanto alcune delle numerose disposizioni (principi e criteri) di *governance* del Codice di autoregolamentazione. I codici, lo si rammenta, nascono con lo scopo di fornire standard e *best practices* per le aziende, intendendo consentire loro di ottenere risultati migliori e, quindi, di contribuire a

promuovere la crescita, la stabilità e gli investimenti a lungo termine.

In particolare, come cennato, nel presente contributo non sono state impiegate tutte le disposizioni del Codice di Autodisciplina, ma solo quelle che riguardano un elemento decisivo della *corporate governance*, sistema di controllo interno e gestione dei rischi, che nel Codice di Autodisciplina è definito quale sistema «*costituito da politiche, procedure e strutture organizzative volte a individuare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi*».

Complessivamente, nel presente contributo sono impiegati 45 attributi di *governance* estrapolati da 4 dei 10 articoli del Codice di autoregolamentazione delle società quotate italiane (Appendice 1). Seguendo l'Enterprise Risk Management (ERM) emesso dal CoSO¹, i 45 attributi selezionati possono essere classificati in 8 categorie, che riguardano altrettanti componenti interconnessi che derivano dal modo in cui il *management* gestisce l'azienda e sono integrati con i processi operativi (per un approfondimento sulle peculiarità distintive di ogni singolo elemento si rinvia all'Appendice 2).

Attraverso l'utilizzo di 2 indici additivi di *corporate governance* alternativi auto-creati il presente contributo fornisce un nuovo punto di vista sul mercato italiano, non ancora particolarmente esplorato.

L'utilizzo di indici additivi non costituisce un *primum* nella letteratura. In particolare gli approcci utilizzati nel lavoro per gli indici additivi sono in linea con quelli utilizzati da diversi autori (Brown & Caylor, 2006; Aggarwal *et al.*, 2009; Chhaochharia & Laeven, 2009; Ammann *et al.*, 2010).

Tuttavia è possibile affermare che il presente contributo abbia costruito indici additivi non privi di specifiche singolarità.

Per costruire il primo dei due, infatti, si è innanzitutto determinato il numero di attributi di *governance* (sui 45 totali esaminati) implementati con un livello almeno sufficiente, e si è definito l'indice di *governance* come percentuale degli attributi che ogni singola società ha in atto a quel livello.

Il secondo approccio additivo ha invece calcolato come semplice somma dei punteggi ottenuti da ogni impresa nei 45 elementi espressi in percentuale.

¹ Il *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (CoSo) è un'iniziativa congiunta di cinque organizzazioni professionali – American Accounting Association, American Institute of certified Public Accountants, financial executives international, the Association of Accountants and Financial Professionals in Business e the Institute of Internal Auditors – dedicata a fornire una leadership di pensiero attraverso lo sviluppo di quadri e orientamenti finalizzati a migliorare le prestazioni organizzative e a ridurre l'entità delle frodi nelle organizzazioni. Le linee guida emesse dal CoSo attengono alla gestione dei rischi aziendali, al controllo interno e alla prevenzione delle frodi e sono volte al miglioramento della *governance* aziendale e allo sviluppo di un orientamento univoco nelle aree soggette a rischio.

Val la pena di ribadire in questa sede che la valutazione della *corporate governance* è stata data mediante chiavi di lettura condivise e saldamente radicate in meccanismi di valutazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, osservando tuttavia non l'impresa dall'interno, ma la stessa – e segnatamente il suo sistema di controllo interno e gestione dei rischi – dalle parole impiegate nelle relazioni diffuse al mercato sugli assetti proprietari.

L'equiparazione tra dichiarato ed esistente – elemento fondante il presente lavoro e già in precedenza impiegata in molteplici dei contributi sopra richiamati – si basa sul combinato argomento che qui si illustra:

- (1) il rischio che si comunichi di più e meglio di quanto non si sia realmente messo in opera è da considerarsi presente ma relativo, dal momento che il rischio reputazionale in materia si presenta assai rilevante e le modalità di accertamento della falsificazione non particolarmente complesse (accesso ai verbali sociali, decodifica delle strutture organizzative societarie, visure, ecc.);
- (2) il rischio che si comunichi di meno e peggio di quanto si mette in campo, per contro, pare implausibile attesa la generale elevata attenzione sul punto da parte dei *players* del mercato, negli anni più recenti saldamente orientati ad investire tenendo in grande considerazione le tematiche ESG (*Environment, Safety, Governance*), o in altri termini gli elementi propri della Sostenibilità.

Le imprese che hanno riflettuto in misura maggiore sulle modalità di interpretazione del *Codice di governo societario* italiano rispetto alle proprie specifiche circostanze, ed hanno optato per darne conto in modo più accurato hanno perciò maggiori probabilità di applicare meglio il Codice e, quindi, di fornire migliori informazioni sulla loro scelta, il che si riflette nel loro indice 1 e 2.

Questo studio contribuisce alla letteratura emergente relativa agli indici di *corporate governance* sotto due diversi punti di vista.

In primo luogo, esso costituisce un'analisi del mercato italiano raramente esplorato in precedenza, se non in studi *cross-country*².

L'analisi della *corporate governance* nel contesto italiano ha importanti implicazioni normative perché l'Italia è stato uno dei primi paesi europei a pubblicare un Codice di Autodisciplina per le società quotate.

² Si veda in proposito Bauer *et al.* 2004; Aggarwal *et al.*, 2009; Renders *et al.*, 2009; Bauwhede, Heidi Vander, 2009; Martynova & Renneboog, 2010, Ammann *et al.*, 2011.

In diversi dei paesi in cui detti codici hanno avuto storia, le aziende non sono obbligate ad essere *compliant*, ma devono comunicare se hanno rispettato il Codice di governo societario (nazionale) secondo un approccio ‘*comply or explain*’³. Una valutazione metodologicamente rigorosa, perciò, del grado di *compliance* registrato dalle varie imprese quotate ci pare essere un elemento di interesse particolarmente attuale, dal momento che – dopo un primo impaccio – quasi tutte dette imprese, con l’eccezione di pochissime e di norma di minori dimensioni e impatti, hanno inteso aderire alle raccomandazioni del Codice, ed hanno così dichiarato di averlo fatto.

In secondo luogo, ogni indice è stato costruito su dati estrapolati dai documenti pubblicamente disponibili di 136 imprese quotate italiane negli anni 2012 e 2015. In particolare, le imprese del campione sono state scrutinate secondo alcuni (45) attributi del Codice di Autodisciplina delle società quotate, nel dettaglio quelli inerenti il sistema di controllo interno e gestione dei rischi⁴.

Questo è un elemento di rilevante importanza in quanto situa il lavoro in linea con i contributi di diversi autori (Klein, Shapiro & Young, 2005; Brown & Caylor, 2006; Bebchuk *et al.*, 2008) secondo cui è preferibile selezionare un numero limitato, pur se non piccolo, di meccanismi di *governance* per la costruzione degli indici, in luogo di singoli elementi (o di improbabili miscellanee di eccessiva ampiezza). I dati sono pertanto più specifici di molti set impiegati per costruire precedenti indici di *corporate governance*, ma sono molto più ricchi rispetto ai lavori che impiegano uno o pochi attributi. Essi riguardano 45 differenti attributi di *governance* inerenti il sistema di controllo interno.

Come precedentemente affermato, questi attributi possono essere classificati nelle 8 categorie dell’ERM, che riguardano altrettanti componenti interconnessi che derivano dal modo in cui il *management* gestisce l’azienda. L’Appendice 3 fornisce una panoramica sulle percentuali di presenza delle 45 asserzioni del Codice di Autodisciplina nelle 8 categorie dell’ERM.

³ Il principio ‘*comply or explain*’ di cui all’art. 20 della direttiva 2013/34/UE è una caratteristica fondamentale del governo societario. Questo approccio richiede alle aziende di rivelare se (e fino a che punto) si conformano a un particolare Codice di governo societario e, se si discostano, a spiegare perché non lo rispettano. Per un approfondimento sul l’approccio ‘*comply or explain*’ si rimanda alla raccomandazione della commissione europea 2014/208/EU.

⁴ Il sistema di controllo interno viene definito dal Codice di Autodisciplina che stabilisce: «il sistema di controllo interno è costituito da politiche, procedure e strutture organizzative volte a identificare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi».

I risultati ottenuti indicano che la *governance* aziendale viene presa in considerazione nelle scelte di investimento, in quanto il *Market to book value ratio* risulta in relazione con le migliori ‘*performance*’ in materia di *corporate governance*.

Il resto del presente contributo è strutturato come segue.

Nella prossima sezione sono esaminati il *setting* di ricerca e la revisione della letteratura in materia di CGI. Quindi, sono individuati gli obiettivi della ricerca, gli indici di *governance* impiegati in questo studio e ogni singolo elemento che compone l’indice. Nella sezione 4, è esplicitato il set di dati auto-creato con una descrizione di ciascuna variabile CGI utilizzata nello studio e l’illustrazione della metodologia. L’ultima sezione è lo spazio in cui i risultati sono mostrati con discussione e conclusioni, assieme anche ad alcune note sul contributo che la ricerca potrebbe fornire.

CAPITOLO 2

Impostazione della ricerca e revisione della letteratura

2.1 *Quadro teorico*

Nella letteratura economico-aziendale, l'origine/causa dei problemi di *corporate governance* è stata affrontata in diverse teorie, che spiegano l'ascesa e l'evoluzione del tema, mettendo in evidenza la crescente esigenza di alcune particolari imprese di un governo societario dal livello crescente di qualità e competenza.

Sotto un punto di vista puramente teorico, i problemi di agenzia sono spesso ritenuti l'elemento principale della *corporate governance* in virtù dell'impatto sul valore di impresa che generano in materia di flussi di cassa attesi e/o di costo del capitale. Una migliore qualità nella *corporate governance* potrebbe essere associata ad una migliore capacità di finanziamento del debito, per problemi di agenzia gli investitori potrebbero percepire fatiche e registrare così percezioni pessimiste sul futuro in materia di capacità di onorare i propri impegni finanziari.

Jensen & Meckling (1976) e La Porta *et al.* (2002) sostengono che per gli investitori i prezzi delle azioni registrano incrementi connessi alle aspettative di profitti (cosiddetti 'profitti *embedded* o impliciti') prima che essi vengano distribuiti come dividendi (o interessi) solo in presenza di un livello di protezione 'legale' più elevato. Detta protezione si connota di elementi di natura normativa ma non solo, anche di elementi connessi all'accettazione di raccomandazioni di buon comportamento quali quelle presenti nei codici di autoregolamentazione.

Ad esempio, la SOX e il D.lgs. 231/01 sono costi aggiuntivi 'normativi' sostenuti dalle società per migliorare il monitoraggio delle potenziali frodi aziendali. Al contrario, una *corporate governance* in linea con il Codice costituisce un costo aggiuntivo 'volontario' e le imprese sono disposte a sostenerlo in ragione dell'auspicato nesso tra una 'buona' *corporate governance*

e la diminuzione del costo del capitale perché riduce il rischio, frantumando la concentrazione degli azionisti e mitiga i connessi costi di supervisione (Lombardo & Pagano, 2002).

La Porta *et al.* (1998) affermano che maggiore è la protezione degli investitori più grande la loro volontà di fornire denaro e per tale ragione, i costi di provvista diminuiscono e i fondi esterni (intesi quali finanziamenti non sub rischio) aumentano.

Quindi, una miglior *governance* aumenta la protezione degli investitori e rende più agevole l'accesso all'impresa a finanziamenti esterni (*idem*) ed a condizioni migliori. Il buon governo societario dovrebbe quindi limitare i problemi di agenzia e prevenire il comportamento scorretto degli *insider*, garantendo così prestazioni aziendali superiori ed attese di volatilità inferiori.

Secondo Bauer *et al.* (2004), minore è la qualità della *corporate governance*, minore sarà il rendimento di mercato, in quanto le minoranze hanno bisogno di un forte baricentro per assicurare il loro investimento che chiedono sia in qualche modo protetto parimenti attendendosi che benefici privati non siano facilmente estraibili. Così, una *corporate governance* inefficiente genera elevati costi di agenzia, e rendimenti decrescenti (Khanchel I., 2007).

Per questi motivi, o forse meglio per questo unico grande motivo pur se declinato in diverse sfaccettature, il presente contributo analizza quali siano gli elementi di CGI associati a un più alto rapporto MV/BV. Il valore di questo indicatore è naturalmente legato al livello di informazioni (positive o negative) che gli investitori reputano 'missing' nel reporting finanziario, quali il livello di CSR, l'attenzione alle questioni ambientali, il set di informazioni sugli assetti proprietari (*corporate governance*). Tanto più gli investitori credono elevato il portato delle informazioni mancanti, tanto più sarà importante il livello del rapporto MV/BV.

2.2 Un'occhiata alla letteratura

Tra i fattori non finanziari che influenzano il valore dell'impresa, la (letteratura in materia di) *corporate governance* ha visto crescere la propria importanza negli anni più recenti, sia quanto a numero di articoli sul tema, che sotto una prospettiva metodologica. Per quanto riguarda la crescente numerosità di articoli sul tema, la letteratura empirica ha analizzato l'impatto di alcuni elementi della *corporate governance* sul valore dell'impresa sia a livello *cross country* (La Porta *et al.*, 2002; Bauer *et al.*, 2004; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005; Doidge *et al.*, 2007) che

a livello di singolo paese (Drobetz *et al.*, 2003 in Germania; Gomers *et al.*, 2003 negli Stati Uniti; Black B., 2001 in Russia; Black *et al.*, 2006 in Corea; Beiner *et al.*, 2006 in Svizzera).

Da un punto di vista metodologico, altresì, la letteratura empirica che studia l'associazione tra *corporate governance* e 'valore dell'impresa' è passata da ricerche focalizzate su misure molto specifiche che tipicamente riflettono solo un singolo oggetto *corporate governance* o pochi (Yermack D., 1996; Eisenberg *et al.*, 1998; Hermalin & Weisbach, 1991; Bhagat & Black, 2001) alle indagini in cui viene perseguito un approccio olistico per apprezzare il contributo della *corporate governance* alle prestazioni/valore dell'azienda per fornire una misura più completa e comparabile della qualità della *corporate governance* (Gompers *et al.*, 2003; Bebchuk *et al.*, 2009; Core *et al.*, 2006; Brown & Caylor, 2006).

Un'istantanea di sintesi di tutti i tentativi precedenti rivela un quadro molto contrastante. Gomers *et al.* (2003) e Brown & Caylor (2006) guardando imprese statunitensi, Toudas & Karathanassis (2007) per le imprese greche, Khanchel & El Mehdi (2007) per quelli tunisini, Drobetz *et al.* (2004) per quelle tedesche, Shabbir & Padgett (2008) per quelli del Regno Unito, e Beiner *et al.* (2006) per quelli svizzeri, rilevano un'associazione tra le prestazioni o le variabili relative al mercato ed una 'buona' *corporate governance*.

Al contrario, diversi autori vedono emergere una situazione diversa (Lehn *et al.*, 2007; Aman & Nguyen, 2008; Price *et al.*, 2011; Connelly *et al.*, 2012), con nessuna associazione rilevabile. Questi risultati contrastanti vengono confermati e ulteriormente avvalorati dai lavori che non trovano risultati univoci (Bauer *et al.*, 2004; Klein, Shapiro & Young, 2005; Bhagat & Bolton, 2008).

La situazione non sembra essere chiara neanche quando si analizzano le ricerche che hanno studiato la *corporate governance* in modalità *cross country*. Durnev & Kim (2005) trovano che le società con una miglior *corporate governance* vengano valutate meglio nei mercati azionari, e vieppiù queste relazioni sono più forti nei paesi dove le tutele agli investitori sono meno forti. Nei quadri giuridici più deboli, quindi, dove vi sono anche buone opportunità di investimento, le imprese si 'adattano' all'ambiente legale debole elevando per controbilanciarlo la qualità delle proprie informazioni di *governance*.

Pertanto, come affermato anche da Renders *et al.* (2010), nei mercati emergenti il governo societario a livello di impresa e la protezione degli azionisti a livello nazionale sembrano sostituirsi l'uno con l'altro nel contributo alla riduzione del costo del capitale netto. Diversi sono i risultati

di Aggarwal *et al.* (2007) che rilevano come le imprese US hanno una *governance* migliore delle imprese estere e quindi che gli 'investimenti' in *governance* sono maggiori nei paesi economicamente e finanziariamente più sviluppati, che meglio proteggono i diritti degli investitori. Questo risultato dimostrerebbe quindi che le tutele degli investitori e la *corporate governance* siano complementari e non sostituti. La complementarità tra sistemi legali e *corporate governance* è stata nei fatti confermata anche dal precedente lavoro di Klapper & Love (2004) ove emerge che le aziende in paesi con sistemi giuridici generali deboli hanno classifiche di *governance* inferiori. Questi autori tuttavia rilevano una correlazione positiva tra la *governance* e la valutazione del mercato; e questa relazione, in linea con i risultati di Renders *et al.* (2010), è più forte nei paesi con sistemi giuridici più deboli.

La letteratura ha a lungo discusso sulle ragioni per le quali sono presenti risultati non univoci. Presumibilmente ciò è in parte dovuto alla natura non banale della domanda.

A un certo livello di astrazione logica è difficile contestare che esista un'associazione, ma non è facile capire quali aspetti della *governance* occorra implementare per aumentare le prestazioni e/o il valore di mercato. Il punto è controverso anche per la debolezza di alcune metodologie (vedi tra gli altri: Klein *et al.*, 2005; Bebchuk *et al.*, 2008; Bhagat & Bolton, 2008), per cui – a titolo di esempio – gli indici che utilizzano i dati delle agenzie di *rating* possono solo esaminare gli effetti della *governance* esterna mentre è noto che un efficace governo societario richiede sia misure interne ed esterne (Cremers & Nair, 2005). Inoltre, le misure di governo societario delle società di *rating* spesso non prevedono con esattezza i risultati della *governance* aziendale (Daines & Larcker, 2010) e potrebbero perciò condurre a conclusioni distorte.

Per contro, auto-crearsi un CGI è percorso piuttosto complesso, ed ampia letteratura dibatte su alcune limitazioni metodologiche connesse al modo di costruire i *ranking* ponderando le voci dell'indice. Richard & Yues Bozec (2012) affermano che gli indici basati su raccolte da *survey* subiscono due limiti principali: in primo luogo, le imprese che non rispondono potrebbero essere con il più basso livello di sistema di *corporate governance* (*bias di auto-selezione*).

In secondo luogo, nel rispondere alle domande del sondaggio, le imprese potrebbero sovrastimare la loro qualità della *corporate governance* (*self-report bias*).

Nel presente lavoro, si è prestata attenzione alle questioni sopra esposte e l'opzione per un'indagine a livello esclusivamente nazionale da noi prescelta trova supporto in Klapper & Amore (2004) e in Durnev & Kim

(2005) i quali sottolineano l'importanza di esaminare un contesto omogeneo ed un omologo ambiente in materia di regolazione⁵ nella costruzione di un efficace *Corporate Governance Index* (Doidge, Karolyi & Stulz (2007) e Balasubramanian *et al.*, 2008).

Il lavoro analizza quindi l'impatto di una buona *corporate governance* sulle performance aziendali in Italia, paese che come cennato non ha avuto in passato significativi contributi sul punto. Il presente contributo si colloca quindi nel flusso di studi che cercano di auto-creare un CGI tramite l'utilizzo del *Market-to-Book ratio* (MV/BV).

Gli indici utilizzati nel contributo inoltre si fondano sul livello di conformità ad alcune asserzioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane specificamente dedicate a servire le esigenze in materia di Sistema di Controllo Interno.

Per *Sistema di Controllo Interno* si fa riferimento alla definizione dello stesso Codice, in cui è affermato che tale sistema è «*costituito da politiche, procedure e strutture organizzative volte a identificare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi*».

Sul punto, il Codice prosegue affermando che il *Sistema di controllo Interno* «è parte integrante del quadro organizzativo e di *corporate governance* adottato dall'emittente e tiene conto del modello di riferimento e delle migliori prassi applicate sia a livello nazionale che internazionale».

Per essere valutato come efficace un *Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio* (espressione più recente del Codice e delle prassi che compendia le tradizionali *view* di controllo con quelle più spiccatamente manageriali di gestione del rischio) deve contribuire «*alla gestione dell'azienda in modo coerente con gli obiettivi definiti dal Consiglio di Amministrazione, promuovendo un processo decisionale ben informato*» e «*per garantire la salvaguardia del patrimonio aziendale, l'efficienza e l'efficacia delle procedure di gestione, l'affidabilità delle informazioni fornite agli organi sociali e al mercato e il rispetto delle leggi e dei regolamenti, compresi gli statuti e le procedure interne*».

Si coglie, ovviamente, tra le righe il riferimento della definizione fornita nel Codice al CoSO Framework (CoSo 2013), atteso che quest'ultimo costituisce l'ispirazione sottostante di ogni definizione di *Sistema di Controllo Interno* in tutto il mondo, fino ad oggi.

Dalla metà degli anni '80 infatti il tema del controllo interno è stato

⁵ La *governance* dipende sia dai meccanismi a livello nazionale che a livello interno. I meccanismi di governo a livello nazionale includono le leggi del paese, la sua cultura e le norme e le istituzioni che applicano le leggi. I meccanismi di governo a livello aziendale o interni sono quelli che operano all'interno dell'azienda e vengono adottati volontariamente (Aggarwal *et al.*, 2009; Chhaochharia & Laeven, 2009).

affrontato in modo organico e sempre più evoluto quale componente non accidentale né retrospettiva dell'agire d'impresa. L'esigenza di fronteggiare sfide sempre più complesse e cangianti rapidamente, associata al sempre presente rischio di sperimentare attività fraudolente quali scorciatoie per meglio centrare obiettivi sempre più sfidanti hanno generato un crescente interesse verso dapprima (CoSO, 1992) l'implementazione organica di meccanismi di presidio avverso comportamenti non in linea, dappoi (CoSO, 2004) la costruzione di un vero e proprio *framework* di gestione dei rischi (*Enterprise Risk Management* - ERM).

In tal modo, pur se con efficacia diversa a seconda delle parti del mondo in cui sono state recepite le indicazioni di metodo dei documenti citati si è potuta notare una crescente diffusione di dinamiche e meccaniche financo filosofiche centrate sull'operare in consapevolezza di rischio residuo, quale nuovo paradigma manageriale.

A ben vedere la novità può ben essere ritenuta in realtà una nuova originalità del sempre uguale proporsi del manager verso i propri obiettivi, tuttavia il crescente ruolo dell'*accountability* e l'ampiezza delle sfide sul tavolo che sembra mutare il DNA delle aziende anche più piccole (si pensi ai temi tecnologici che hanno ridotto distanze, creato opportunità, esaltato rischi, ecc) hanno indotto numerose imprese a connotarsi di specifici competenze sul punto.

CAPITOLO 3

Obiettivo della ricerca e set di dati

3.1 *Intenzioni della ricerca*

Per fronteggiare e superare le questioni sopra esposte, il presente contributo affronta il problema da una prospettiva diversa.

L'obiettivo principale di questa ricerca è l'individuazione di un indice di *corporate governance* sintetico e 'oggettivo' volto ad indagare su un possibile contributo diretto del governo societario al valore di mercato, nel poco esplorato mercato italiano.

La maggior parte degli studi che indagano la relazione tra *corporate governance* e *performance* operativa (o di mercato) si concentrano su paesi in cui i codici locali sono, di fatto, obbligatori. Ad esempio, negli Stati Uniti il Codice di governo societario è essenzialmente di natura obbligatoria, come esemplificato dalla legge Sarbanes-Oxley. Al contrario, nei paesi come l'Italia e il Regno Unito l'attenzione è focalizzata sui principi della *corporate governance*.

Questo approccio, introdotto per la prima volta nel 1992 dal rapporto Cadbury, consiste nella nascita di un Codice volontario di buone pratiche, che contiene principi e disposizioni relativi a vari aspetti della *governance* in un'azienda. Esso è caratterizzato dall'osservanza volontaria delle disposizioni del Codice e dalla divulgazione obbligatoria delle informazioni dichiarate. In particolare, è obbligatorio che le società dichiarino nelle proprie relazioni annuali se rispettano il Codice e identificano e motivano eventuali aree di non conformità in base alle proprie circostanze particolari.

Gli indici di *corporate governance* (CGI) del presente contributo sono una misura relativa della *disclosure* di un'impresa nella *corporate governance* (in materia di sistema di controllo interno), e rappresentano quindi l'investimento dell'impresa per creare presidi di controllo efficienti ed efficaci. A seguito di precedenti ricerche sulla *corporate governance*, si è ipotizzato

nel documento che una maggiore conformità con il Codice di governo societario e, più specificamente, con le migliori pratiche relative alla struttura e al funzionamento del sistema di controllo interno, sia associato a un migliore 'valore di mercato'. Mediante l'utilizzo del rapporto MV/BV si è, quindi, testato se il mercato tiene in considerazione le scelte di *corporate governance* effettuate dalle imprese nelle scelte di investimento.

La scelta dell'indice MV/BV dipende dal fatto che in teoria, questo particolare rapporto è la conseguenza di due flussi principali di fonti: il primo riguarda i fondamenti di ogni scelta di investimento, l'economia dell'impresa, come ad esempio le vendite, i rendimenti, la struttura finanziaria. Il secondo riguarda i flussi di fonti di elementi aziendali non finanziari, nel caso particolare del presente contributo quelli riguardanti il *Sistema di Controllo Interno*.

Diversi autori (*ex multis* Durnev & Kim, 2005; Renders *et al.*, 2010) evidenziano l'esistenza di una relazione tra le informazioni non finanziarie (quali i bilanci di sostenibilità, le relazioni sulla *corporate governance* ed altro) e il rendimento di mercato. Questo evidenzia il fatto che gli investitori tengono in considerazione anche aspetti non di natura finanziaria nella valutazione dei livelli di utilità dei loro investimenti.

Nella sezione seguente i dati di *governance* collazionati nel nostro *database* sono osservati in maggior dettaglio; inoltre sono esplicitati i dati finanziari utili a costruire le variabili di controllo utilizzate per i test nella sezione empirica.

3.2 *Data and variables*

3.2.1 *Sample and Corporate governance data*

Per individuare gli attributi di governo, inerenti il sistema di controllo interno, da utilizzare nella nostra analisi, abbiamo come detto estratto informazioni dal Codice di Autodisciplina delle società quotate.

È noto che il Codice di Autodisciplina domestico si fonda sul principio '*comply or explain*' e pertanto i principi in esso contenuti possono non essere rispettati dalle imprese, ma detta non conformità deve essere argomentata. Le imprese redigono, quindi, con cadenza annuale, una relazione sul governo societario ove viene presentata la struttura di *corporate governance* e i principi del Codice di Autodisciplina adottati. Tra questi, i *Sistemi di Controllo Interno* e di *Gestione dei Rischi*, l'assemblea degli azionisti e i suoi poteri, i diritti degli azionisti, gli organi di amministrazione,

direzione e controllo e i relativi comitati⁶.

Il presente contributo indaga il mercato quotato italiano ('Borsa Italiana'). Delle società quotate alla fine del 2015, sono state considerate solo quelle quotate anche alla fine del 2012, mentre sono state escluse le imprese appartenenti ai settori vigilati (banche, assicurazioni, società di servizi finanziari, immobiliari) e sono state escluse le PMI appartenenti al segmento AIM. Le imprese finanziarie sono escluse dall'analisi poiché il contesto normativo di codeste differisce significativamente da quello delle altre (Levine, 2004).

L'Appendice 4 fornisce un dettaglio sui settori industriali e sulle rispettive percentuali di presenza delle 136 società del nostro campione.

Inoltre, al fine di essere incluse nel set, le imprese devono aver pubblicato la propria relazione annuale sulla *corporate governance*. Per conseguenza, le società che non avevano pubblicato la relazione (o delle quali non si è rinvenuto il documento) per uno dei due anni o per entrambi gli anni sono state escluse.

In sintesi, l'insieme esaminato è costituito da 136 aziende appartenenti a 10 settori industriali differenti, per cui 272 sono i rapporti totali analizzati: dal momento che gli *items* estratti sono 45⁷, il totale degli elementi analizzati è pari a 12.240.

L'analisi dei contenuti è stata effettuata singolarmente per ognuno, ed è stata eseguita su due diverse relazioni annuali di *corporate governance*: la prima si riferisce all'anno fiscale 2012 (primo anno completo dopo le più rilevanti modificazioni delle affermazioni del Codice in materia di sistema di controllo interno e gestione dei rischi), la seconda si riferisce all'anno fiscale 2015. La scelta per un ritardo di tre anni è dovuto al periodo ordinario durante il quale un singolo Consiglio di Amministrazione è in carica.

Poiché ogni mandato dura tre anni, la selezione di un ritardo di tre anni garantisce l'analisi di due relazioni di *corporate governance* prodotti da due consigli potenzialmente differenti; inoltre, tre anni dopo, un eventuale miglioramento nel grado di *compliance* alle asserzioni relative al sistema di controllo interno e gestione dei rischi sarebbe apprezzabile e potrebbe essere interessante da esplorare.

Ogni istruzione è stata codificata utilizzando un modello di valutazione in scala Likert da 0 (mancante) a 5 (completamente descritto). Ciò ha richiesto un giudizio qualitativo che contiene necessariamente un pur modesto grado di soggettività, che nel presente contributo è stato minimizzato

⁶ Per un approfondimento si guardi la Raccomandazione CE 2014/208/UE

⁷ All'Appendice 1 sono raffigurate tutte le affermazioni inerenti il sistema di controllo interno utilizzate.

impiegando criteri oggettivi e misurabili, presentati nell'[Appendice 5](#).

Che la qualità del governo societario sia diversa da una società all'altra, ovvero che sia possibile un diverso grado di 'rispetto' delle 45 asserzioni selezionate è previsto chiaramente dal Codice laddove esso afferma che la conformità alle disposizioni deve essere modulata in base alle particolari circostanze specifiche dell'impresa che potrebbero giustificare la loro non conformità completa.

Non stupisce pertanto in tale ottica rilevare che alcune disposizioni non sono state ottemperate da alcune società adducendo principalmente motivazioni dimensionali (con riferimento alla complessità, più che alla dimensione *sic et simpliciter*) per argomentare il proprio *non comply*.

3.2.2 *Financial data*

La variabile dipendente e le altre variabili di controllo rilevanti sono state estratte dalla banca dati Thomson Reuters Datastream.

Il quoziente MV/BV fornisce un dato estremamente indicativo sulla valutazione delle informazioni 'latenti' dal punto di vista contabile; mettendo in relazione infatti la valutazione di mercato di un titolo con il suo valore contabile, esso rivela se il mercato stia sovrastimando o sottostimando l'attività in questione. Questa variabile permette di studiare l'influenza della *corporate governance* (nello specifico degli aspetti inerenti il *Sistema di Controllo Interno*) sul valore aggiunto percepito dagli investitori e dagli operatori del mercato azionario.

In effetti, come afferma la Commissione Europea:

«l'informativa di alta qualità sugli accordi di governo societario delle imprese offre informazioni utili agli investitori e facilita le loro decisioni di investimento, oltre a dare agli investitori più fiducia nelle società in cui investono. portare, più in generale, benefici di reputazione per le imprese e più legittimità agli occhi delle parti interessate e della società nel suo complesso»⁸.

Nell'analisi multivariata, sono state utilizzate inoltre alcune variabili di controllo. In accordo con i precedenti lavori di ricerca della relazione tra *corporate governance* e valore aziendale (Yermack, 1996; Beiner *et al.* 2006; Bebchuk, Cohen & Ferrell, 2008; Bhagat & Bolton, 2008), sono stati

⁸ Anche una raccomandazione dell'OCSE afferma che la Divulgazione delle strutture e delle politiche di *governance* della società, è importante per la valutazione della società da parte degli azionisti. (OCED *Principles of Corporate governance*, 2004).

osservati il rapporto di leva finanziaria, definito come il rapporto tra totale debito e totale attivo, quale misura di struttura finanziaria, il ROA, definito come il rapporto tra reddito operativo e totale attivo, quale misura di redditività aziendale, nonché l'entità del flottante, quale misura del livello di investitori puri (estranei alla struttura proprietaria) presente nella compagine azionaria.

Inoltre, si è ritenuto necessario controllare le analisi per la dimensione aziendale usando il logaritmo del totale delle attività (*LNAssets*) in quanto questa, come emerso a più riprese in letteratura, costituisce sovente un fattore discriminante le scelte di *corporate governance* unitamente al settore industriale di appartenenza (e all'anno).

Per quanto riguarda la variabile settore, secondo la letteratura principale (Bauer *et al.*, 2004; Bebchuk & Hamdani, 2009; Bhagat, Bolton & Romano, 2008; Daines, Gow & Larker, 2010), la più idonea misura è una variabile dummy per tutti i 10 settori in cui Borsa Italiana divide il mercato. Per quanto riguarda la variabile anno, la misura è una variabile dummy per il 2012 e il 2015.

In [Tabella 1](#) sono riassunti tutti gli elementi e le variabili impiegate nel modello.

Variable	Obs.	Mean	Stdrd Dev.	Min	Max
MV/BV	272	1,518614	1,682217	-1,494657	12,70623
LEV	272	.31457535	.2001948	0	1,298914
ROA	272	.0204807	.1335755	-1,512092	.2804513
Float	272	.4120442	.177277	.0434	1
LNAssets	272	20,32383	1,869798	16,46353	25,86978

Tab. 1 – Variabili utilizzate nel modello

La [Tabella 1](#) fornisce statistiche riassuntive per i dati finanziari utilizzati nell'analisi.

Più in particolare:

- *Lev* indica il *Leverage* ed è calcolato come il rapporto tra totale del debito finanziario e totale dell'attivo, ed identifica una misura di struttura finanziaria.
- *ROA* indica il *Return on Asset* ed è definito come il rapporto tra il reddito operativo e il totale dell'attivo operativo, ed identifica una misura della redditività.

- *Float* indica il *Flottante* ed è calcolato come il complemento ad 1 (100%) degli azionisti non rilevanti ai sensi delle raccomandazioni CONSOB e rappresenta un indicatore della struttura proprietaria in quanto il livello di investitori ‘liberi da vincoli’ costituisce un elemento rilevante nel prodursi di un corso liquido (o meno) sul titolo con riflessi sul *MV/BV*.
- *LnAssets* indica il logaritmo naturale delle attività totali ed identifica una misura di dimensione dell’azienda.
- *MV/BV* è la misura delle prestazioni (*dependent variable*). Questo quoziente fornisce dati estremamente indicativi, rapportando la valutazione di mercato di un titolo al valore contabile del sottostante *Equity* con ciò rivelando se il mercato sovrastima o sottostima l’attività in questione.

CAPITOLO 4

Metodologia

4.1 *La costruzione dei Corporate Governance Index*

Il primo passo della costruzione degli indici, valido per tutti e due i percorsi esplorati, pertiene l'esame *step by step* di ognuno degli elementi di governo selezionati per ciascuna impresa del campione, utilizzando un modello di valutazione scala Likert da 0 (mancante) a 5 (completamente descritto), rispetto alla aderenza alle linee guida pertinenti (regolazione Autodisciplina per le imprese italiane elencate).

La qualità del governo societario è quindi misurata sulla base del rispetto delle 45 prescrizioni del Codice di Autodisciplina.

L'approccio del presente contributo si basa sul presupposto che un'azienda può rispettare il Codice in modi diversi. Ogni impresa può, infatti, essere conforme a un livello sufficiente, implementando esattamente ciò che raccomanda il Codice di governo societario oppure ad un livello maggiore, implementando ulteriori controlli rispetto a quelli suggeriti dal Codice. Infatti, la dichiarazione sul governo societario dovrebbe fornire informazioni sugli assetti di governo societario delle imprese che possono essere utili agli investitori per le loro scelte di investimento. Maggiori informazioni potrebbero tradursi in maggiore *assurance* ed affidabilità sul *Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi* il che comporta la crescita della fiducia degli investitori.

Il primo indice additivo (CGI1) misura l'attributo di *buona governance* adottati da un'impresa, valutando per ogni elemento se l'impresa soddisfa un livello soglia sufficiente di implementazione e considerando che l'azienda abbia tale attributo (1) se raggiunge detta soglia; in caso contrario, esso assume l'azienda non lo possiede (0). Il livello soglia viene individuato nello score 3 (nella scala 0-5 *infra* riportata) che rappresenta un livello sufficiente di *disclosure*.

Tutti i requisiti sono affrontati utilizzando le stesse asserzioni del Codice, con informazioni dettagliate che nella maggioranza dei casi si rivelano all'atto pratico insufficienti. Il primo indice rappresenta quindi la percentuale degli attributi sul totale per i quali ogni singola impresa ha riferito in misura sufficiente (cioè, gli attributi cui è stato assegnato un valore di uno).

Nell'ipotesi in cui in un'azienda fossero soddisfatti con un livello sufficiente (livello soglia) tutti i 45 attributi, ovverosia vi fosse implementato in una tale misura tutto quanto raccomanda il Codice di governo societario, l'indice CGI1 per questa azienda sarebbe pari a 100. Se l'azienda non fornisce informazioni su un singolo attributo o non raggiunge per esso il livello soglia, per quell'attributo il calcolo dell'indice assume 0.

Si tratta dello stesso approccio usato da Brown & Caylor (2006); Aggarwal *et al.* (2009) e Ammann *et al.* (2011), e si fonda sul presupposto che un'azienda che rispetta il livello di soglia per ogni attributo è sufficientemente governata. Livelli di *disclosure* sufficienti permettono al mercato di valutare adeguatamente ogni singolo aspetto della *governance*, pur se in mancanza di informazioni specifiche e dettagliate.

Il secondo indice additivo, CGI2, è invece calcolato come semplice somma dei punteggi ottenuti da ogni impresa nei 45 *item* espressi in percentuale. Anche questo indice non impiega coefficienti di ponderazione per ogni singolo attributo ma, come la maggior parte degli indici presenti in letteratura, ipotizza un livello uniforme di importanza, come se non vi fossero differenze tra i vari attributi scelti. Un punteggio dell'indice pari a 100 indicherebbe, quindi, che la totalità degli attributi selezionati per la costruzione dell'indice sono soddisfatti pienamente con una valutazione massima.

La [Tabella 2](#), successivamente riportata, fornisce statistiche riassuntive per i 45 attributi individuali di *corporate governance* che corrispondono a tanti aspetti del Codice di autoregolamentazione delle società quotate.

Il set di dati è composto da 136 aziende appartenenti a 10 diversi settori industriali; i rapporti totali analizzati sono 272, e poiché gli elementi estratti sono 45, il totale degli elementi analizzati è pari a 12.240. Per ognuno dei 12 240 elementi analizzati, è stato assegnato un punteggio da 0 a 5.

Sia CGI1 che CGI2 sono indici additivi, caratteristica comune nella letteratura (Gompers *et al.*, 2003; Bebchuck & Cohen, 2005; Bebchuk *et al.*, 2009).

Quanto al valore che essi assumono ed alla loro comparazione, le aspettative *ex ante* possono essere diverse: se ad esempio l'obbligo di informativa delle imprese tramite le relazioni di *corporate governance* aumenta la loro propensione ad attuare in maniera almeno adeguata gli attributi di

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
P1	272	2.235294	1.596746	0	5
P2	272	3.106618	1.079682	0	5
P3	272	2.709559	1.766911	0	5
P4	272	3.0625	1.259558	0	5
P5	272	1.819853	1.804231	0	5
P6	272	.7647059	1.389126	0	5
P7	272	2.941176	1.298678	0	5
P8	272	1.132353	1.552566	0	5
P9	272	2.948529	1.216855	0	5
P10	272	2.316176	1.343027	0	5
P11	272	2.091912	1.584871	0	5
P12	272	2.694853	1.273738	0	5
P13	272	2.191176	1.570083	0	5
P14	272	2.639706	1.503613	0	5
P15	272	.6727941	1.333473	0	5
P16	272	1.136029	1.472963	0	5
P17	272	2.485294	1.724515	0	5
P18	272	3.121324	1.095102	0	5
P19	272	2.514706	1.15886	0	5
P20	272	2.393382	1.386423	0	5
P21	272	2.205882	1.37783	0	5
P22	272	1.5625	1.469163	0	4
P23	272	1.091912	1.461312	0	5
P24	272	1.268382	1.454612	0	4
P25	272	2.029412	1.413907	0	5
P26	272	2.341912	.9550839	0	5
P27	272	2.558824	.9233719	0	4
P28	272	2.172794	1.098269	0	5
P29	272	1.919118	1.190709	0	4
P30	272	1.830882	1.25704	0	4
P31	272	2.106618	1.051985	0	4
P32	272	2.761029	1.244126	0	5
P33	272	2.669118	1.066464	0	5
P34	272	2.279412	1.150589	0	5
P35	272	2.077206	1.299132	0	4
P36	272	2.058824	1.443983	0	5
P37	272	1.654412	1.34674	0	4
P38	272	2.25	1.46421	0	5
P39	272	2.386029	1.227704	0	5
P40	272	2.275735	1.248349	0	5
P41	272	2.047794	1.430272	0	5
P42	272	1.209559	1.386619	0	5
P43	272	2.117647	1.320063	0	5
P44	272	1.720588	1.473962	0	5
P45	272	2.198529	1.904819	0	5

Tab. 2 – Statistiche descrittive dei punteggi attribuiti per ogni attributo di governo selezionato

governance, ci si aspetterebbe un valore più elevato nell'indice 1. Al contrario, se gli obblighi di informativa dovessero spingere le imprese a dare informativa sul maggior numero di attributi (disposizioni), anche se non ad un livello sufficiente, allora ci si dovrebbe attendere l'indice 2 maggiore dell'indice 1. La [Tabella 3](#) fornisce informazioni sui due indici.

Variable	Obs.	Mean	Stdrd Dev.	Min	Max
CGI1	272	54,714	21,762	8,889	95,556
CGI2	272	42,565	11,811	12,889	66,667

Tab. 3 – Informazioni sui 2 indici

La [Tabella 3](#) fornisce statistiche riassuntive per gli indici di governo societario.

- CGI1 valuta se un'impresa soddisfa un livello soglia di implementazione dell'attributo e conteggia che l'impresa abbia quell'attributo se essa soddisfa la soglia. Il livello soglia è identificato nel punteggio 3 che rappresenta un livello sufficiente di divulgazione.
- CGI2 è invece calcolato come una semplice somma dei punteggi ottenuti da ciascuna società nei 45 articoli espressi in percentuale. Anche questo indice peraltro non impiega coefficienti di ponderazione per ogni singolo attributo.

Le distribuzioni empiriche di CGI1 e CGI2 sono visualizzate in [Figura 1](#).

Le medie (mediane) di CGI1 e CGI2 sono rispettivamente pari a 54,714 (55,55) e 42,565 (42,88), indicando una distribuzione ragionevolmente simmetrica. Dall'analisi comparata dei due indici, inoltre, emerge che di 272 osservazioni solo 44 (16% del campione) hanno CGI2 maggiore CGI1, inducendo a concludere che, avendo l'84% delle imprese un indice 1 superiore del 12,5% come valore medio, la maggioranza delle imprese è propensa ad adottare i principi in maniera almeno sufficiente ed è avversa a comunicare di aver adottato in maniera limitata i principi e motivare le ragioni di tale scelta.

Le classi di differenza sono mostrate nella [Figura 1](#).

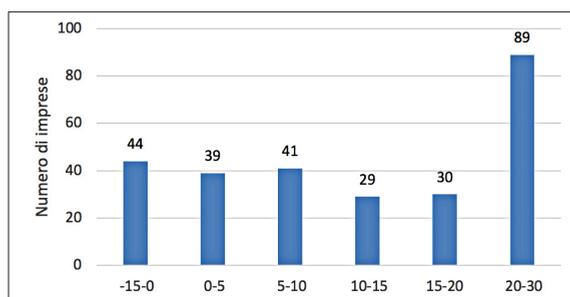


Fig. 1 – Classi differenziali per la comparazione dei 2 indici

La [Figura 1](#) mostra la differenza – espressa in termini percentuali – dei due indici di *corporate governance* additivamente costruiti, CGI1 e CGI2. Come dianzi cennato il confronto dei 2 indici evidenzia che 44 osservazioni su 272 (16% del totale) hanno maggiore propensione a comunicare rispetto a quella di comunicare livelli di *disclosure* almeno sufficienti. 39 imprese inoltre hanno un CGI1 molto simile a CGI2 e 89 imprese presentano una differenza di oltre 20 punti percentuali tra CGI1 e CGI2.

Tutte le società hanno migliorato i loro indici CGI1 e CGI2 dal 2012 al 2015 ad eccezione di tre, due delle quali hanno peggiorato entrambi gli indici.

L'incremento degli indici per oltre il 95% delle società, pur se di modesta entità⁹, evidenzia la crescente attenzione delle imprese agli aspetti di *corporate governance* e, più in particolare, di controllo interno. Questo risultato è in linea con la precedente letteratura che rileva come l'osservanza delle disposizioni dei codici evolva nel tempo (Arcot *et al.*, 2010). Per di più, le *proxy* di governo societario selezionate si combinano in modo tale da portare una varianza sufficiente nella *cross-section*.

4.2 *Analisi descrittiva sugli attributi di controllo interno*

In questa sezione sono rappresentate le statistiche descrittive dei dati e si pongono a confronto i due indici autocreati.

La [Tabella 4](#) successivamente riportata fornisce una panoramica dei 45 attributi di *corporate governance* e mostra, per entrambi gli anni presi in esame, la percentuale di imprese che hanno ottenuto un punteggio almeno pari a 3 (valore soglia).

I 45 attributi sono sufficientemente soddisfatti, in media, dalla maggioranza delle aziende campionate. Ad esempio, nel 2012, dieci dei 45 attributi selezionati sono stati implementati con un livello sufficiente da oltre il 70% delle imprese del nostro campione. Per il 2015, invece, oltre l'80% dell'universo osservato raggiunge un livello sufficiente su 12 attributi. E ancora, non vi sono attributi che, implementati ad un livello sufficiente nel 2012, non abbiano raggiunto livelli sufficienti nel 2015.

Questi dati evidenziano un aumento dei livelli di *compliance* raggiunta. Infatti, gli attributi che raggiungono un livello sufficiente nel 2015 sono

⁹ Gli indici di *governance* soffrono di una componente invariabile nel tempo poiché la conformità ai principi del codice di *corporate governance* delle società è graduale. La *governance* aziendale non è un fattore che può essere modificato rapidamente e in breve tempo. I cambiamenti radicali possono avvenire solo in diversi anni e le modifiche al governo vengono apportate progressivamente, anche al fine di non destabilizzare le strutture aziendali esistenti.

aumentati del 17,63% rispetto al 2012. Questo aumento, benchè non di entità significativa, avvalorla la tesi che le imprese non apportano radicali mutamenti agli aspetti di *corporate governance*, ma implementano i presidi di controllo in maniera progressiva (Arcot & Bruno, 2007).

Se si analizzano i dati con maggior dettaglio, emergono alcune novità di un certo interesse. Gli *items* inerenti i compiti e le *skills* dei componenti del Consiglio di Amministrazione riguardo il sistema di controllo interno e gestione dei rischi sono gli aspetti che hanno registrato il minor incremento in termini di *compliance* a livello percentuale.

Una tendenza opposta si riscontra nei temi inerenti i metodi di coordinamento dei differenti organismi interni e la riesamina dei documenti della funzione *Internal Audit*, che hanno registrato un incremento dal 2012 al 2015 di oltre il 40% come valore medio. Questo dato conferma la crescente importanza delle funzioni di controllo di secondo e terzo livello e la sempre maggior rilevanza che sta ricoprendo la funzione di *Internal Audit* nel governo delle società¹⁰.

Infine, è opportuno evidenziare la presenza di due attributi soddisfatti almeno a livello soglia da oltre il 90% delle aziende per il 2015, ossia l'affidamento dell'incarico per il mantenimento di un efficace SCIEGR agli amministratori (92%) e la valutazione sul corretto utilizzo dei principi contabili da parte del comitato controllo e rischi.

¹⁰ Per un approfondimento sul tema si rimanda alla letteratura sull'*internal audit*.

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
1	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. B	Il CdA: [...] b) definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente	53,68%	72,79%	19,12%
2	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. C	Il CdA: [...] c) valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	78,68%	84,12%	5,44%
3	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. I	Il CdA: [...] i) fornisce informativa, nella relazione sul governo societario: sulla propria composizione indicando per ciascun componente la qualifica [...] il ruolo ricoperto all'interno del consiglio [...] le principali caratteristiche professionali nonché l'anzianità di carica dalla prima nomina [...]	46,52%	65,29%	18,77%
4	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.P.1.	Il consiglio di amministrazione istituisce al proprio interno uno o più comitati con funzioni propositive e consultive secondo quanto indicato nei successivi articoli.	63,68%	83,82%	20,15%
5	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. F/G	Alle riunioni di ciascun comitato possono partecipare soggetti che non ne sono membri, inclusi altri componenti del consiglio o della struttura dell'emittente, su invito del comitato stesso, con riferimento a singoli punti all'ordine del giorno. [...] L'emittente fornisce adeguata informativa, nell'ambito della relazione sul governo societario, sull'istituzione e sulla composizione dei comitati, sul contenuto dell'incarico ad essi conferito nonché, in base alle indicazioni fornite da ogni comitato, sull'attività effettivamente svolta nel corso dell'esercizio, sul numero e sulla durata media delle riunioni tenutesi e sulla relativa percentuale di partecipazione di ciascun membro.	33,82%	47,79%	13,97%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
6	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.2.	L'istituzione di uno o più comitati può essere evitata riservando le relative funzioni all'intero consiglio, sotto il coordinamento del presidente e alle seguenti condizioni: (i) gli amministratori indipendenti rappresentino almeno la metà del consiglio di amministrazione, con arrotondamento all'unità inferiore qualora il consiglio sia formato da un numero dispari di persone; (ii) all'espletamento delle funzioni che il Codice attribuisce ai comitati medesimi siano dedicati, all'interno delle sedute consiliari, adeguati spazi, dei quali venga dato conto nella relazione sul governo societario; (iii) limitatamente al comitato controllo e rischi, l'emittente non sia controllato da un'altra società quotata, o sottoposto a direzione e coordinamento. Il consiglio di amministrazione illustra analiticamente nella relazione sul governo societario i motivi sottesi alla scelta di non istituire uno o più comitati; in particolare, motiva adeguatamente la scelta di non istituire il comitato controllo e rischi in relazione al grado di complessità dell'emittente e al settore in cui esso opera. Inoltre il consiglio procede periodicamente a rivalutare la scelta effettuata.	8,82%	15,00%	6,18%
7	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.P.3.	Il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Almeno un componente del comitato possiede una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina.	69,94%	80,88%	10,94%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
8	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.C.3.	I meccanismi di incentivazione del responsabile della funzione di internal audit e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari sono coerenti con i compiti ad essi assegnati.	20,59%	36,76%	16,18%
9	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.1.	Ogni emittente si dota di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall'emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale.	65,44%	89,71%	24,26%
10	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.2.	Un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi contribuisce a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali definiti dal consiglio di amministrazione, favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli. Esso concorre ad assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne.	59,68%	77,94%	18,26%
11	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A	a) il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza del sistema e individua al suo interno:	53,38%	71,32%	17,94%
12	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A punto i)	(i) uno o più amministratori sono incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché	77,74%	91,91%	14,18%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
13	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P3. Le tt. A punto ii)	(ii) un comitato controllo e rischi, avente le caratteristiche indicate nel principio 7.P4, con il compito di supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche;	56,76%	77,06%	20,29%
14	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P3. Le tt. B	b) il responsabile della funzione di internal audit è incaricato di verificare che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia funzionante e adeguato.	71,47%	83,82%	12,35%
15	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P3. Le tt. C	c) in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa gli emittenti identificano altri ruoli e funzioni aziendali cui sono attribuiti specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi;	12,50%	22,79%	10,29%
16	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P3. Le tt. D	d) il collegio sindacale, anche in quanto comitato per il controllo interno e la revisione contabile, vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	16,18%	40,44%	24,26%
17	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P3.	L'emittente prevede modalità di coordinamento tra i soggetti sopra elencati al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e di ridurre le duplicazioni di attività.	38,24%	84,56%	46,32%
18	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P4. Co. 1	Il comitato controllo e rischi è composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Se l'emittente è controllato da altra società quotata o è soggetto all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società, il comitato è comunque composto esclusivamente da amministratori indipendenti.	74,26%	80,88%	6,62%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
19	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P4. Co. 2	Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi, da valutarsi da parte del consiglio di amministrazione al momento della nomina.	78,09%	81,62%	3,53%
20	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. A	Il consiglio di amministrazione, previo parere del comitato controllo interno e rischi: a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre criteri il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;	76,32%	80,15%	3,82%
21	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. B	b) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia;	77,59%	78,68%	1,09%
22	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. C	c) approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di internal audit, sentiti il collegio sindacale e l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;	29,41%	58,09%	28,68%
23	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. D	d) descrive, nella relazione sul governo societario, le principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso;	24,26%	38,97%	14,71%
24	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. E	e) valuta, sentito il collegio sindacale, i risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale.	37,94%	44,85%	6,91%

Tab. 4 (Parte 1) – Overview sulla percentuale di imprese che hanno ottenuto un punteggio sufficiente per i 45 attributi selezionati

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
25	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Co. 2	Il consiglio di amministrazione, su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e previo parere favorevole del comitato controllo e rischi, nonché sentito il collegio sindacale: - nomina e revoca il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> ; - assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità; - ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali.	24,26%	62,50%	38,24%
26	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. A	Il comitato controllo e rischi, nell'assistere il consiglio di amministrazione: [...] a) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentito il revisore legale e il collegio sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;	79,83%	91,91%	12,09%
27	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. B	b) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;	77,29%	89,71%	12,41%
28	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. C	c) esamina le relazioni periodiche, aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione <i>internal audit</i> ;	27,65%	68,24%	40,59%
29	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. D	d) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di <i>internal audit</i> ;	19,03%	55,29%	36,26%
30	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. E	e) può chiedere alla funzione di <i>internal audit</i> lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al presidente del collegio sindacale;	12,29%	40,15%	27,85%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
31	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. F	f) riferisce al consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	27,35%	48,97%	21,62%
32	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.3.	Ai lavori del comitato per il controllo interno rischi partecipa il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato; possono comunque partecipare anche gli altri sindaci.	57,35%	63,09%	5,74%
33	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. A	L'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi: a) cura l'identificazione dei principali rischi aziendali, tenendo conto delle caratteristiche delle attività svolte dall'emittente e dalle sue controllate, e li sottopone periodicamente all'esame del consiglio di amministrazione;	68,09%	87,50%	19,41%
34	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. B	b) dà esecuzione alle linee di indirizzo definite dal consiglio di amministrazione, curando la progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno, e di gestione dei rischi e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia.	65,59%	77,21%	11,62%
35	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. C	c) si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo e regolamentare;	50,74%	70,59%	19,85%
36	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. D	d) può chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali, dandone contestuale comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, al presidente del comitato controllo e rischi e al presidente del collegio sindacale;	49,91%	71,32%	21,41%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
37	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. E	e) riferisce tempestivamente al comitato controllo e rischi (o al consiglio di amministrazione) in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività o di cui abbia avuto comunque notizia, affinché il comitato (o il consiglio) possa prendere le opportune iniziative.	54,71%	63,97%	9,26%
38	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. A	Il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> : a) verifica, sia in via continuativa sia in relazione a specifiche necessità e nel rispetto degli standard internazionali, l'operatività e l'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, attraverso un piano di audit, approvato dal consiglio di amministrazione, basato su un processo strutturato di analisi e prioritizzazione dei principali rischi;	50,74%	68,38%	17,65%
39	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. B	b) non è responsabile di alcuna area operativa e dipende gerarchicamente dal consiglio di amministrazione;	54,15%	75,00%	20,85%
40	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. C	c) ha accesso diretto a tutte le informazioni utili per lo svolgimento dell'incarico;	59,94%	76,47%	16,53%
41	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. D	d) predispone relazioni periodiche contenenti adeguate informazioni sulla propria attività, sulle modalità con cui viene condotta la gestione dei rischi, nonché sul rispetto dei piani definiti per il loro contenimento. Le relazioni periodiche contengono una valutazione sull'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	40,44%	59,85%	19,41%
42	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. E	e) predispone tempestivamente relazioni su eventi di particolare rilevanza;	37,35%	52,21%	14,85%
43	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. F	f) trasmette le relazioni di cui ai punti d) ed e) ai presidenti del collegio sindacale, del comitato controllo e rischi e del consiglio di amministrazione nonché all'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;	42,65%	74,26%	31,62%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	% di aziende che soddisfano gli attributi (2012)	% di aziende che soddisfano gli attributi (2015)	Differenz.
44	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. G	g) verifica, nell'ambito del piano di audit, l'affidabilità dei sistemi informativi inclusi i sistemi di rilevazione contabile.	37,50%	60,29%	22,79%
45	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.6.	La funzione di internal audit, nel suo complesso o per segmenti di operatività, può essere affidata a un soggetto esterno all'emittente, purché dotato di adeguati requisiti di professionalità, indipendenza e organizzazione. L'adozione di tali scelte organizzative, adeguatamente motivata, è comunicata agli azionisti e al mercato nell'ambito della relazione sul governo societario.	48,53%	57,35%	8,82%

Tab. 4 (Parte 2) – Overview sulla percentuale di imprese che hanno ottenuto un punteggio sufficiente per i 45 attributi selezionati

La **Tabella 5** – di seguito presentata – fornisce una panoramica dei punteggi medi ottenuti dalle società selezionate per ogni singolo attributo. Gli aspetti inerenti la “remunerazione degli amministratori” e “l’incarico alla manutenzione di un adeguato sistema di controllo interno” risultano essere per il 2012 gli aspetti con l’indice maggiore, che hanno ottenuto in media un punteggio superiore a 3.

Tale risultato viene confermato anche nel 2015, quando gli attributi di *corporate governance* che registrano un punteggio medio superiore a 3 risultano essere sette.

In particolare, tre dei sette attributi hanno registrato un notevole aumento nel punteggio. Infatti, la “creazione di comitati interni al consiglio”, “l’adozione di un sistema di controllo interno e gestione dei rischi finalizzato all’individuazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi” e “la previsione di metodi di coordinamento volti a migliorare l’efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi” hanno registrato tra il 2012 e il 2015 un aumento del punteggio medio attribuito pari a 0,69, 0,68 e 1,70 rispettivamente.

Corre l’obbligo di ribadire che la crescente attenzione che le imprese stanno dedicando agli aspetti di controllo interno e gestione dei rischi trova in questi ultimi dati conforto ulteriore. Dal 2012 al 2015, infine, nessun attributo ha registrato una diminuzione del punteggio medio attribuito.

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
1	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. B	Il CdA: [...] b) definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente	2,0368%	2,43%	0,3971%
2	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. C	Il CdA: [...] c) valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	2,9485%	2,99%	0,0450%
3	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. I	Il CdA: [...] i) fornisce informativa, nella relazione sul governo societario: sulla propria composizione indicando per ciascun componente la qualifica [...] il ruolo ricoperto all'interno del consiglio [...] le principali caratteristiche professionali nonché l'anzianità di carica dalla prima nomina [...]	2,4656%	2,96%	0,4896%
4	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.P.1.	Il consiglio di amministrazione istituisce al proprio interno uno o più comitati con funzioni propositive e consultive secondo quanto indicato nei successivi articoli.	2,9483%	3,64%	0,6914%
5	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. F/G	Alle riunioni di ciascun comitato possono partecipare soggetti che non ne sono membri, inclusi altri componenti del consiglio o della struttura dell'emittente, su invito del comitato stesso, con riferimento a singoli punti all'ordine del giorno. [...] L'emittente fornisce adeguata informativa, nell'ambito della relazione sul governo societario, sull'istituzione e sulla composizione dei comitati, sul contenuto dell'incarico ad essi conferito nonché, in base alle indicazioni fornite da ogni comitato, sull'attività effettivamente svolta nel corso dell'esercizio, sul numero e sulla durata media delle riunioni tenutesi e sulla relativa percentuale di partecipazione di ciascun membro.	1,5735%	2,07%	0,4926%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
6	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.2.	L'istituzione di uno o più comitati può essere evitata riservando le relative funzioni all'intero consiglio, sotto il coordinamento del presidente e alle seguenti condizioni: (i) gli amministratori indipendenti rappresentino almeno la metà del consiglio di amministrazione, con arrotondamento all'unità inferiore qualora il consiglio sia formato da un numero dispari di persone; (ii) all'espletamento delle funzioni che il Codice attribuisce ai comitati medesimi siano dedicati, all'interno delle sedute consiliari, adeguati spazi, dei quali venga dato conto nella relazione sul governo societario; (iii) limitatamente al comitato controllo e rischi, l'emittente non sia controllato da un'altra società quotata, o sottoposto a direzione e coordinamento. Il consiglio di amministrazione illustra analiticamente nella relazione sul governo societario i motivi sottesi alla scelta di non istituire uno o più comitati; in particolare, motiva adeguatamente la scelta di non istituire il comitato controllo e rischi in relazione al grado di complessità dell'emittente e al settore in cui esso opera. Inoltre il consiglio procede periodicamente a rivalutare la scelta effettuata.	0,5294%	0,60%	0,0706%
7	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.P.3.	Il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Almeno un componente del comitato possiede una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina.	3,1959%	3,46%	0,2673%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
8	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.C.3.	I meccanismi di incentivazione del responsabile della funzione di internal audit e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari sono coerenti con i compiti ad essi assegnati.	0,9485%	1,32%	0,3676%
9	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.1.	Ogni emittente si dota di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall'emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale.	2,6800%	3,37%	0,6877%
10	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.2.	Un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi contribuisce a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali definiti dal consiglio di amministrazione, favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli. Esso concorre ad assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne.	2,7490%	2,83%	0,0819%
11	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A	a) il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza del sistema e individua al suo interno:	2,1443%	2,44%	0,2968%
12	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A punto i)	(i) uno o più amministratori sono incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché	3,0245%	3,22%	0,1961%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
13	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A punto ii)	(ii) un comitato controllo e rischi, avente le caratteristiche indicate nel principio 7.P.4, con il compito di supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche;	2,7588%	2,78%	0,0169%
14	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. B	b) il responsabile della funzione di internal audit è incaricato di verificare che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia funzionante e adeguato.	2,9125%	3,07%	0,1537%
15	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. C	c) in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa gli emittenti identificano altri ruoli e funzioni aziendali cui sono attribuiti specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi;	0,5221%	0,82%	0,3015%
16	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. D	d) il collegio sindacale, anche in quanto comitato per il controllo interno e la revisione contabile, vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	0,7941%	1,48%	0,6838%
17	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3.	L'emittente prevede modalità di coordinamento tra i soggetti sopra elencati al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e di ridurre le duplicazioni di attività.	1,6324%	3,34%	1,7059%
18	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.4. Co. 1	Il comitato controllo e rischi è composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Se l'emittente è controllato da altra società quotata o è soggetto all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società, il comitato è comunque composto esclusivamente da amministratori indipendenti.	2,9926%	3,25%	0,2574%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
19	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P4. Co. 2	Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi, da valutarsi da parte del consiglio di amministrazione al momento della nomina.	2,5940%	2,74%	0,1413%
20	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. A	Il consiglio di amministrazione, previo parere del comitato controllo interno e rischi: a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre criteri il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;	2,6905%	2,82%	0,1257%
21	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. B	b) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia;	2,5575%	2,60%	0,0381%
22	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. C	c) approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di internal audit, sentito il collegio sindacale e l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;	1,1912%	1,93%	0,7426%
23	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. D	d) descrive, nella relazione sul governo societario, le principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso;	1,0000%	1,18%	0,1838%

Tab. 5 (Parte 1) – Overview sui punteggi non ponderati per singolo attributo di governance

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
24	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. E	e) valuta, sentito il collegio sindacale, i risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale.	1,3605%	1,43%	0,0660%
25	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Co. 2	Il consiglio di amministrazione, su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e previo parere favorevole del comitato controllo e rischi, nonché sentito il collegio sindacale: - nomina e revoca il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> ; - assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità; - ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali.	1,4706%	2,59%	1,1176%
26	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. A	Il comitato controllo e rischi, nell'assistere il consiglio di amministrazione: [...] a) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentito il revisore legale e il collegio sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;	2,7870%	2,90%	0,1101%
27	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. B	b) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;	2,5750%	2,74%	0,1676%
28	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. C	c) esamina le relazioni periodiche, aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione <i>internal audit</i> ;	1,6325%	2,71%	1,0805%
29	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. D	d) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di <i>internal audit</i> ;	1,2426%	2,60%	1,3529%
30	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. E	e) può chiedere alla funzione di <i>internal audit</i> lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al presidente del collegio sindacale;	1,1912%	1,47%	0,2793%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
31	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. F	f) riferisce al consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	1,4853%	2,73%	1,2426%
32	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.3.	Ai lavori del comitato per il controllo interno rischi partecipa il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato; possono comunque partecipare anche gli altri sindaci.	2,4118%	2,51%	0,0997%
33	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. A	L'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi: a) cura l'identificazione dei principali rischi aziendali, tenendo conto delle caratteristiche delle attività svolte dall'emittente e dalle sue controllate, e li sottopone periodicamente all'esame del consiglio di amministrazione;	2,3971%	2,94%	0,5441%
34	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. B	b) dà esecuzione alle linee di indirizzo definite dal consiglio di amministrazione, curando la progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno, e di gestione dei rischi e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia.	2,0809%	2,48%	0,3971%
35	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. C	c) si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo e regolamentare;	1,9044%	2,25%	0,3456%
36	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. D	d) può chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali, dandone contestuale comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, al presidente del comitato controllo e rischi e al presidente del collegio sindacale;	2,0665%	2,38%	0,3158%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
37	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. E	e) riferisce tempestivamente al comitato controllo e rischi (o al consiglio di amministrazione) in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività o di cui abbia avuto comunque notizia, affinché il comitato (o il consiglio) possa prendere le opportune iniziative.	1,6690%	2,14%	0,4707%
38	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. A	Il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> : a) verifica, sia in via continuativa sia in relazione a specifiche necessità e nel rispetto degli standard internazionali, l'operatività e l'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, attraverso un piano di audit, approvato dal consiglio di amministrazione, basato su un processo strutturato di analisi e prioritizzazione dei principali rischi;	2,0147%	2,49%	0,4706%
39	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. B	b) non è responsabile di alcuna area operativa e dipende gerarchicamente dal consiglio di amministrazione;	2,1985%	2,57%	0,3750%
40	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. C	c) ha accesso diretto a tutte le informazioni utili per lo svolgimento dell'incarico;	2,0441%	2,51%	0,4632%
41	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. D	d) predispone relazioni periodiche contenenti adeguate informazioni sulla propria attività, sulle modalità con cui viene condotta la gestione dei rischi, nonché sul rispetto dei piani definiti per il loro contenimento. Le relazioni periodiche contengono una valutazione sull'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	1,7132%	2,04%	0,3281%
42	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. E	e) predispone tempestivamente relazioni su eventi di particolare rilevanza;	1,4600%	1,67%	0,2091%
43	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. F	f) trasmette le relazioni di cui ai punti d) ed e) ai presidenti del collegio sindacale, del comitato controllo e rischi e del consiglio di amministrazione nonché all'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;	1,7868%	2,45%	0,6618%

Num.	Articolo	Principio	Contenuti	Punteggi 2012 (media)	Punteggi 2015 (media)	Differenz.
44	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. G	g) verifica, nell'ambito del piano di audit, l'affidabilità dei sistemi informativi inclusi i sistemi di rilevazione contabile.	1,4559%	1,99%	0,5294%
45	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.6.	La funzione di <i>internal audit</i> , nel suo complesso o per segmenti di operatività, può essere affidata a un soggetto esterno all'emittente, purché dotato di adeguati requisiti di professionalità, indipendenza e organizzazione. L'adozione di tali scelte organizzative, adeguatamente motivata, è comunicata agli azionisti e al mercato nell'ambito della relazione sul governo societario.	1,8676%	2,53%	0,6618%

Tab. 5 (Parte 2) – Overview sui punteggi non ponderati per singolo attributo di governance

4.3 Valutazione degli effetti dei principali indici di corporate governance

In questa sezione, è valutato l'effetto degli indici di *corporate governance* in un quadro multivariato. In particolare, la regressione OLS sotto riportata stima il panel di MV/BV sui due indici di *governance* (CGI1 e CGI2) e un insieme di variabili di controllo.

$$\frac{MV}{BV}_i = \beta + \beta_1 CGI_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 LnAsset_i + \beta_5 Float_i + \beta_6 i.sector + \beta_7 i.year + \varepsilon_i$$

In altre parole, mediante l'impiego di analisi statistiche di matrice multivariata, si verifica la significatività di alcune asserzioni, secondo cui gli indici *testè* descritti siano in qualche modo associabili alla lettura che il mercato fa dei valori contabili delle imprese dell'indagine. In particolare, si utilizzano le valutazioni ottenute (CGI1 e CGI2), per apprezzare – se esistente – il grado di relazione che esse hanno sul valore del *Market to book ratio* (MV/BV), costruendo assieme ad alcune determinanti economico-finanziarie (cosiddette variabili di controllo) un modello lineare per saggiarne la relazione con MV/BV in un modello lineare.

La scelta delle variabili di controllo, illustrate nella [Tabella 1](#), è fondata su precedenti lavori di ricerca sugli indici di *corporate governance*.

Sono stati selezionati il rapporto di leva finanziaria, il ROA, il totale degli asset, il *Flottante*. Per quanto riguarda la variabile settore, è stata impiegata una variabile *dummy* per ogni settore così come per la variabile anno.

La ragione per cui si è impiegato il *leverage* risiede nell'impatto che il rapporto di indebitamento produce sulle scelte degli investitori. Allo stesso modo, il ROA esprime in modo adeguato la redditività ottenuta dall'impresa nel periodo ed è pertanto un indicatore naturale di convenienza dell'investimento (o meno).

Il totale degli attivi di bilancio, per contro, costituisce un elemento al cui crescere s'incrementa la stabilità percepita dell'impresa (e parimenti, sotto certe condizioni, la sua attitudine a produrre *disclosure* non finanziaria di qualità); il *flottante* infine – calcolato come somma ad 1 dell'azionariato non posseduto dai principali azionisti – indentifica la contendibilità dell'impresa e dunque impatta le modalità di selezione delle opzioni di investimento ed il MV/BV.

Le prime due colonne della [Tabella 6](#) riportano i risultati per i due indici di governo, rispettivamente CGI1 e CGI2. Il dato più importante risiede nel fatto che il valore dei coefficienti su tutti e due gli indici di *corporate governance* è stimato positivo e significativo (99%).

La regressione (1) mostra le stime quando il MV/BV è regredito sull'indice di CGI1 controllando per le variabili sopra ricordate. I risultati evidenziano la presenza di una significatività simile alla regressione (2) che mostra le stime per il secondo indice.

Dependent Variable: MV/BV	Standard Specification	With Industry (control variable)	Differences
	(1)	(2)	(3)
_Cons	2.757** (0.014)	2.131 (0.108)	
CGI1	1.636** (0.018)	1.380** (0.040)	0.256 (0.022)
ROA	2.843*** (0.000)	3.109*** (0.000)	0.266 (0.000)
LEV	0.142 (0.782)	0.524 (0.343)	0.382 (-0.439)
LnAsset	0.155*** (0.005)	0.125** (0.027)	0.030 (0.022)
Float	0.788 (0.174)	1.015* (0.080)	0.227 (-0.094)
Industry		yes	
Year	1.178*** (0.000)	2.131 (0.118)	0.953 (0.118)
N. of Obs	272	272	272
Prob > F	0.000	0.000	0.000
R-squared	0.1208	0.2182	0.097
Adj R-Squared	0.1009	0.1724	0.071

Tab. 6 – Risultati dei due indici di corporate governance

Le regressioni riportate nelle colonne 3 e 4 utilizzano l'industria come variabile di controllo.

***, **, * indicano la significatività statistica al livello 1%, 5%, 10%.

I risultati delle due prime regressioni suggeriscono che il valore di mercato aumenta quando le aziende 'investono' nel controllo interno, o in alcuni aspetti inerenti la gestione dei rischi.

L'interpretazione di questo risultato è la seguente: una migliore *corporate governance*, e, più in particolare, un migliore sistema di controllo interno e gestione dei rischi, aumenta la fiducia degli investitori agevolando conseguentemente l'accesso ai finanziamenti esterni per le imprese.

Sul punto, occorre ribadire un punto metodologico cruciale. La 'qualità' della *corporate governance* e del sistema di controllo interno e gestione dei rischi costituisce, come ovvio, un elemento di (1) difficile codificazione e di (2) soggettivo apprezzamento.

La difficoltà (1) risiede nell'indisponibilità di informazioni interne, che si riflette in una complessa percezione degli elementi vitali del *Sistema di Controllo Interno* e *Gestione dei Rischi*, veri e propri on/off dell'efficacia, della qualità, della bontà di questo. La soggettività (2), del pari, risiede nel fatto che l'espressione di un giudizio quale quello in parola sconta 'oggettivamente' profili di incomprimibile potenziale arbitrarietà: si tratta infatti di argomenti la cui logica non può esimersi dal prevedere l'esperienza di chi valuta, la sua storia, la sua comprensione, la sua avvertenza.

Per detti motivi, il presente contributo ha inteso percorrere un diverso filo logico legato – come *infra* cennato – ad una valutazione indiretta della bontà degli attributi postulati. Detto percorso 'indiretto' ha inteso rivolgere la propria attenzione alla *disclosure* sui temi di *corporate governance* e *Sistema di Controllo Interno* e *Gestione dei Rischi*. In tale ottica, sfruttando l'esigenza di standardizzazione informativa che da più parti è emersa e che il Codice di Autodisciplina ha in qualche modo formalizzato, si è potuto disporre di un *framework* logico e di un *benchmark* pratico di riferimento per valutare detta *disclosure*. La soggettività dell'attribuzione dei punteggi (0-5) non si è pertanto eliminata ma si è condotta su un piano argomentativo osservabile *extra moenia* e argomentabile *erga omnes*.

Pertanto, nel quadro ora delineato, si sono impiegate le relazioni sulla *corporate governance*, del pari delle altre informazioni non finanziarie disponibili sul mercato, quali *proxy* della *corporate governance* in materia di *Sistema di Controllo Interno* e *Gestione dei Rischi*, alla stregua di un ulteriore strumento con cui gli azionisti valutano la profittabilità dei propri investimenti.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, i risultati ottenuti corrispondono a quanto già emerso in letteratura. Il coefficiente ROA è significativo e positivo mentre, in accordo con Aggarwal *et al.* (2009), i risultati non evidenziano mai coefficienti significativi per il Leverage, a testimonianza del fatto che detto valore *stand alone* non costituisce un parametro decisionale decisivo per gli investitori.

Il coefficiente $LnAssets$, come misura della dimensione aziendale, è significativo con un coefficiente negativo in tutte le specifiche. Questo risultato

potrebbe essere dovuto in parte alla scelta delle società analizzate. Infatti, il nostro set di dati riguarda tutte le maggiori società quotate nel mercato azionario italiano. Inoltre, un'ulteriore spiegazione di questo risultato potrebbe essere che la solida reputazione gioca un ruolo nella percezione che gli azionisti hanno della *corporate governance*.

Le società quotate italiane con dimensioni relativamente ridotte e con una reputazione meno consolidata, di fatto confidano maggiormente nella produzione di informazioni non finanziarie rispetto alle grandi aziende che, per via della propria consolidata reputazione e stabilità acquisita sul mercato, possono far leva sul proprio nome e sulla propria immagine associate ad una scala che suggerisce minore rischiosità.

Inoltre, per tenere conto delle fonti di eterogeneità di settore, è stato introdotto detto parametro come variabile di controllo. Quando si aggiunge il settore industriale come ulteriore variabile di controllo (colonne 3 e 4 della [Tabella 3](#)), i risultati sono positivi e significativi (95%) per tutti e due gli indici.

I risultati ottenuti portano a validare i metodi di costruzione degli indici.

Analogamente a molte ricerche precedenti, il punteggio totale ottenuto soffre di una componente invariabile nel tempo poiché la conformità è graduale, con poche modifiche nel tempo; è per questa ragione che, quindi, non è possibile usare congruamente gli effetti fissi delle aziende. Arcot & Bruno (2005) mostrano che dove le aziende rimangono conformi nel tempo, i cambiamenti sono gradualmente e esse raramente abbassano i loro livelli di conformità. Ciò porta ad affermare che le imprese che decidono di investire nella *governance* ottengono progressivi aumenti nell'indice di *governance*, mentre i punteggi degli altri tendono a rimanere invariati. L'inclusione degli effetti fissi delle imprese costringerebbe, quindi, l'identificazione del punteggio totale solo da questi cambiamenti¹¹.

¹¹ For further information on this aspect, see among others Gompers *et al.* 2003.

CAPITOLO 5

Conclusioni, contributi e limitazioni

Come i passaggi sopra mostrano molto chiaramente, gli indici ottenuti tramite il percorso descritto risultano fortemente associati al rapporto MV/BV.

Questo risultato è verificato per tutti e due gli indici alternativi impiegati. Ciò sottolinea l'importanza del contributo di una maggiore qualità della *corporate governance* nel formarsi dell'apprezzamento del mercato circa la divulgazione di informazioni non finanziarie.

Da quanto osservato, emerge che i costi per l'attuazione dei *requirements* del Codice di Autodisciplina in materia di meccanismi di *corporate governance* siano ben impiegati, ancorchè il presente contributo non si addentri nell'analisi di dettaglio dei possibili benefici puntuali (maggiori flussi di cassa per gli investitori e/o minori costi del capitale, ecc.). come ampia tradizione di letteratura insegna, tuttavia, il dato di una migliore percezione degli investitori sottende il miglioramento di tutti i benefici puntuali sopra indicati.

Di conseguenza, dal punto di vista delle aziende, la *corporate governance* dovrebbe essere letta quale opportunità, piuttosto, che quale obbligo cui adempiere e connesso costo puro.

Da questo punto di vista, i risultati ottenuti sono coerenti con le aspettative di partenza, secondo cui una 'buona' *corporate governance* costituisce un *driver* importante per catturare investitori ed ottenere corsi più elevati di mercato, aldilà dei risultati economici specifici ottenuti nel periodo. Questo è anche coerente con quanto rilevato dalla letteratura precedente nelle indagini condotte in altri paesi europei (Toudas & Karathanassis, 2007; Drobotz *et al.*, 2004; Pagett Shabbi, 2008; Beiner *et al.*, 2006). Si ritiene pertanto consolidato l'apprezzamento del tema da parte degli investitori.

Il presente contributo, affrontando molti dei limiti emersi nella letteratura accademica sugli indici di *corporate governance*, fornisce diversi

ulteriori spunti e contributi per i futuri ricercatori.

Tra questi, i diversi metodi di determinazione dei coefficienti di ponderazione dei 45 attributi, pur mantenendosi nella sfera del rischio di soggettività proprio delle *content analysis* cattura due diversi profili di interesse:

- 1) un primo profilo si potrebbe definire *de minimis* ed è volto ad individuare la mera *compliance* ai codici di autoregolamentazione, argomento di interesse basilico per gli investitori;
- 2) un secondo profilo si potrebbe altresì definire di best performance ed è volto ad individuare l'intento di considerare i suggerimenti dei codici quali *intangible asset* aziendale, foriero di risultati migliori e di operatività meno rischiose, argomento di interesse cruciale per gli investitori.

Infine, i risultati forniscono un'ulteriore validazione che gli attributi di governo connessi al Sistema di Controllo Interno sono un elemento importante per il valore dell'impresa.

Su questo punto, sia concessa una minimale riflessione aggiuntiva.

La letteratura in materia di Sistemi di Controllo Interno e Gestione dei Rischi mai si era cimentata nel nostro paese in tentativi di apprezzamento borsistico del valore percepito sul punto. Attributi quali l'esistenza di un *Control and Risk Committee*, *Incentives and Outsourcing*, *Internal Control and Risk Management System (general level)*, *Board of Directors* e *Coordination of Control Functions*, che descrivono secondo le analisi del presente contributo specifici aspetti inerenti il Sistema di Controllo Interno di un'impresa, hanno dimostrato di avere un forte effetto positivo sul valore di mercato, anche quando essi vengono considerati singolarmente e non aggregati in indici.

È nostro convincimento che questi risultati possano essere di grande supporto ai *practitioner*, siano essi manager, o consulenti o ancora *Authorities* o agenzie di rating, per individuare su quali aspetti concentrare i propri sforzi (di crescita e di vigilanza) e quali aspetti di controllo interno tenere in considerazione per ottenere un effetto positivo sul valore di mercato dell'impresa.

Quanto alle debolezze dei risultati del lavoro, occorre pure una qualche riflessione aggiuntiva.

Gli studi che affrontano il possibile legame tra *corporate governance* e *performance* hanno diversi problemi comuni riconosciuti in letteratura. *Bias* di variabili omesse, causalità inversa e *bias* di selezione del campione sono alcuni di questi problemi. Inoltre, vi sono alcune prove che le scelte

di *governance* sono talora guidate in modo endogeno dalla *performance* raggiunta. Per quanto emerge, non esistono strumenti appropriati e riconosciuti per superare questi problemi. Pochissimi autori hanno saputo ben controllare questi problemi.

Per questa ragione, una ulteriore sezione di approfondimento e validazione dei risultati ottenuti potrebbe presentare alcuni controlli di robustezza mediante i quali affrontare in modo ancor più specifico i problemi ora evidenziati, proponendo eventualmente anche costruzioni alternative dei punteggi di governo societario, legate alle modifiche ritenute opportune. In tale chiave, pur senza modificare i punteggi ed i criteri di quantificazione utilizzati, potrebbe essere utile anche analizzare la relazione tra l'attuale struttura di *governance* e le prestazioni dell'impresa in tempi tra loro non coincidenti. Il ritardo di un anno tra le variabili dipendente ed indipendente, infatti, potrebbe limitare alcuni dei problemi di endogeneità.

REFERENCES

- Agrawal, A. & Knoeber, C.R. (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(03), 377-397.
- Aman, H. & Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 647-662.
- Arcot, S., Bruno, V. & Faure-Grimaud, A. (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193-201.
- Baker, E., Godridge, B., Gottesman, A. & Morey, M. (2007). Corporate governance Ratings in Emerging Markets: Implications for Market Valuation, Internal Firm-Performance, Dividend Payouts and Policy. Presented at the *International Conference on Corporate governance in Emerging Markets*, November 2007.
- Balasubramanian, B.N., Black, B.S. & Khanna, V.S. (2008). Firm-Level Corporate Governance in Emerging Markets: A Case Study of India. *Northwestern Law & Eco Research*, Paper No. 9-14, 2008, pp. 1-50.
- Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset management*, 5(2), 91-104.
- Bebchuk, L.A., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania law review*, 1263-1317.
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial studies*, 22(2), 783-827.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M. & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. Corp. L.*, 27, 231.
- Bhagat, S., Bolton, B. & Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, 1803-1882.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.
- Bathala, C.T. & Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and decision economics*, 16(1), 59-69.
- Black, B. (2001). Does corporate governance matter? A crude test using Russian data. *University of Pennsylvania Law Review*, 149(6), 2131-2150.
- Black, B.S., Jang, H. & Kim, W. (2006). Does corporate governance

- predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Blom, J. & Schauten, M.B. (2008). Corporate governance and the cost of debt. In *New Developments in Financial Modelling*, vol. 116, n°. 145, pp. 116-145). Cambridge Scholars Publishing in association with GSE Research.
- Bozec, R. & Bozec, Y. (2012). The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 29(1), 79-98.
- Brown, L.D. & Caylor, M.L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- Chen, K.C., Chen, Z. & Wei, K.J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.
- Core, J.E., Guay, W.R. & Rusticus, T.O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Cremers, K.J. & Nair, V.B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Daines, R.M., Gow, I.D. & Larcker, D.F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439-461.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Durnev, A. & Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M.T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 101-112.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. & Love, I. (2004). Investor protection, ownership, and the cost of capital, *Working Paper, World Bank Policy research*, Washington, DC.
- Jensen, M.C. & Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.

- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- Khanchel El Mehdi, I. (2007). Empirical evidence on corporate governance and corporate performance in Tunisia. *Corporate governance: An International Review*, 15(6), 1429-1441.
- Klapper, L.F. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klein, P., Shapiro, D. & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- La Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.
- Larcker, D.F., Richardson, S.A. & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Padgett, C. & Shabbir, A. (2005). The UK code of corporate governance: Link between compliance and firm performance. *ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP, 17*.
- Patel, S.A., Balic, A. & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325-337.
- Rediker, K.J. & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Renders, A., Gaeremynck, A. & Sercu, P. (2010). Corporate-governance ratings and company performance: a cross-European study. *Corporate governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Stein, J.C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61-80.
- Toudas, K. & Karathanassis, G. (2007). Corporate governance and firm performance: results from Greek firms.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

APPENDICI

Appendice 1 – prima parte

Num.	Articolo	Principio	Contenuti
1	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Let. B	Il CdA: [...] b) definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente
2	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Let. C	Il CdA: [...] c) valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi
3	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Let. I	Il CdA: [...] i) fornisce informativa, nella relazione sul governo societario: sulla propria composizione indicando per ciascun componente la qualifica [...] il ruolo ricoperto all'interno del consiglio [...] le principali caratteristiche professionali nonché l'anzianità di carica dalla prima nomina [...]
4	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.P.1.	Il consiglio di amministrazione istituisce al proprio interno uno o più comitati con funzioni propositive e consultive secondo quanto indicato nei successivi articoli.
5	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Let. F/G	Alle riunioni di ciascun comitato possono partecipare soggetti che non ne sono membri, inclusi altri componenti del consiglio o della struttura dell'emittente, su invito del comitato stesso, con riferimento a singoli punti all'ordine del giorno. [...] L'emittente fornisce adeguata informativa, nell'ambito della relazione sul governo societario, sull'istituzione e sulla composizione dei comitati, sul contenuto dell'incarico ad essi conferito nonché, in base alle indicazioni fornite da ogni comitato, sull'attività effettivamente svolta nel corso dell'esercizio, sul numero e sulla durata media delle riunioni tenutesi e sulla relativa percentuale di partecipazione di ciascun membro.
6	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.2.	L'istituzione di uno o più comitati può essere evitata riservando le relative funzioni all'intero consiglio, sotto il coordinamento del presidente e alle seguenti condizioni: (i) gli amministratori indipendenti rappresentino almeno la metà del consiglio di amministrazione, con arrotondamento all'unità inferiore qualora il consiglio sia formato da un numero dispari di persone; (ii) all'espletamento delle funzioni che il Codice attribuisce ai comitati medesimi siano dedicati, all'interno delle sedute consiliari, adeguati spazi, dei quali venga dato conto nella relazione sul governo societario; (iii) limitatamente al comitato controllo e rischi, l'emittente non sia controllato da un'altra società quotata, o sottoposto a direzione e coordinamento. Il consiglio di amministrazione illustra analiticamente nella relazione sul governo societario i motivi sottesi alla scelta di non istituire uno o più comitati; in particolare, motiva adeguatamente la scelta di non istituire il comitato controllo e rischi in relazione al grado di complessità dell'emittente e al settore in cui esso opera. Inoltre il consiglio procede periodicamente a rivalutare la scelta effettuata.

Num.	Articolo	Principio	Contenuti
7	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.P.3.	Il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Almeno un componente del comitato possiede una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina.
8	Art. 6 – Remunerazione degli amministratori	6.C.3.	I meccanismi di incentivazione del responsabile della funzione di internal audit e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari sono coerenti con i compiti ad essi assegnati.
9	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.1.	Ogni emittente si dota di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall'emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale.
10	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.2.	Un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi contribuisce a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali definiti dal consiglio di amministrazione, favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli. Esso concorre ad assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne.
11	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A	a) il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza del sistema e individua al suo interno:
12	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A punto i)	(i) uno o più amministratori sono incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché
13	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. A punto ii)	(ii) un comitato controllo e rischi, avente le caratteristiche indicate nel principio 7.P.4, con il compito di supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche;
14	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. B	b) il responsabile della funzione di internal audit è incaricato di verificare che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia funzionante e adeguato.
15	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. C	c) in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa gli emittenti identificano altri ruoli e funzioni aziendali cui sono attribuiti specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi;
16	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. D	d) il collegio sindacale, anche in quanto comitato per il controllo interno e la revisione contabile, vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.
17	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3.	L'emittente prevede modalità di coordinamento tra i soggetti sopra elencati al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e di ridurre le duplicazioni di attività.

Num.	Articolo	Principio	Contenuti
18	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P4. Co. 1	Il comitato controllo e rischi è composto da amministratori indipendenti. In alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti. Se l'emittente è controllato da altra società quotata o è soggetto all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società, il comitato è comunque composto esclusivamente da amministratori indipendenti.
19	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P4. Co. 2	Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi, da valutarsi da parte del consiglio di amministrazione al momento della nomina.
20	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. A	Il consiglio di amministrazione, previo parere del comitato controllo interno e rischi: a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre criteri il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;
21	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. B	b) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia;
22	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. C	c) approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di internal audit, sentiti il collegio sindacale e l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
23	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. D	d) descrive, nella relazione sul governo societario, le principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso;

Appendice 1 – seconda parte

Num.	Articolo	Principio	Contenuti
24	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Lett. E	e) valuta, sentito il collegio sindacale, i risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale.
25	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Co. 2	Il consiglio di amministrazione, su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e previo parere favorevole del comitato controllo e rischi, nonché sentito il collegio sindacale: - nomina e revoca il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> ; - assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità; - ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali.
26	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. A	Il comitato controllo e rischi, nell'assistere il consiglio di amministrazione: [...] a) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentito il revisore legale e il collegio sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;
27	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. B	b) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;
28	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. C	c) esamina le relazioni periodiche, aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione <i>internal audit</i> ;
29	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. D	d) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di <i>internal audit</i> ;
30	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. E	e) può chiedere alla funzione di <i>internal audit</i> lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al presidente del collegio sindacale;
31	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. F	f) riferisce al consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.
32	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.3.	Ai lavori del comitato per il controllo interno rischi partecipa il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato; possono comunque partecipare anche gli altri sindaci.
33	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. A	L'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi: a) cura l'identificazione dei principali rischi aziendali, tenendo conto delle caratteristiche delle attività svolte dall'emittente e dalle sue controllate, e li sottopone periodicamente all'esame del consiglio di amministrazione;
34	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. B	b) dà esecuzione alle linee di indirizzo definite dal consiglio di amministrazione, curando la progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno, e di gestione dei rischi e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia.
35	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. C	c) si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo e regolamentare;

Num.	Articolo	Principio	Contenuti
36	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. D	d) può chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali, dandone contestuale comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, al presidente del comitato controllo e rischi e al presidente del collegio sindacale;
37	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.4. Lett. E	e) riferisce tempestivamente al comitato controllo e rischi (o al consiglio di amministrazione) in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività o di cui abbia avuto comunque notizia, affinché il comitato (o il consiglio) possa prendere le opportune iniziative.
38	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. A	Il responsabile della funzione di <i>internal audit</i> : a) verifica, sia in via continuativa sia in relazione a specifiche necessità e nel rispetto degli standard internazionali, l'operatività e l'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, attraverso un piano di audit, approvato dal consiglio di amministrazione, basato su un processo strutturato di analisi e prioritizzazione dei principali rischi;
39	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. B	b) non è responsabile di alcuna area operativa e dipende gerarchicamente dal consiglio di amministrazione;
40	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. C	c) ha accesso diretto a tutte le informazioni utili per lo svolgimento dell'incarico;
41	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. D	d) predispone relazioni periodiche contenenti adeguate informazioni sulla propria attività, sulle modalità con cui viene condotta la gestione dei rischi, nonché sul rispetto dei piani definiti per il loro contenimento. Le relazioni periodiche contengono una valutazione sull'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.
42	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. E	e) predispone tempestivamente relazioni su eventi di particolare rilevanza;
43	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. F	f) trasmette le relazioni di cui ai punti d) ed e) ai presidenti del collegio sindacale, del comitato controllo e rischi e del consiglio di amministrazione nonché all'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
44	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. G	g) verifica, nell'ambito del piano di audit, l'affidabilità dei sistemi informativi inclusi i sistemi di rilevazione contabile.
45	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.6.	La funzione di <i>internal audit</i> , nel suo complesso o per segmenti di operatività, può essere affidata a un soggetto esterno all'emittente, purché dotato di adeguati requisiti di professionalità, indipendenza e organizzazione. L'adozione di tali scelte organizzative, adeguatamente motivata, è comunicata agli azionisti e al mercato nell'ambito della relazione sul governo societario.

La tabella mostra i 45 attributi di *corporate governance* del campione con evidenza degli articoli del codice di autoregolamentazione a cui appartengono. Si utilizzano in proposito gli attributi di 4 articoli:

- art. 1 - Ruolo del Consiglio di amministrazione,
- art. 4 - Commissioni interne al Consiglio di amministrazione,
- art. 6 - Remunerazione degli amministratori,
- art. 7 - Sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Appendice 2

Nome	Descrizione
Ambiente Interno	Gli attributi di “Ambiente Interno” riguardano “il tono di un'organizzazione e stabiliscono le basi su come il rischio viene visualizzato e affrontato dalle persone di un'entità, inclusa la filosofia di gestione del rischio e la propensione al rischio, l'integrità e i valori etici e l'ambiente in cui operano”.
Individuazione degli obiettivi	Gli attributi di “Individuazione Obiettivi” assicurano che la gestione abbia in atto un processo per fissare gli obiettivi e che gli obiettivi scelti supportino e si allineino alla missione dell'entità e siano coerenti con la propensione al rischio.
Identificazione evento	Gli attributi di "Identificazione evento" contribuiscono a identificare eventi interni ed esterni che influenzano il raggiungimento degli obiettivi di un'entità, distinguendo tra rischi e opportunità.
Valutazione del rischio	Gli attributi di "Valutazione del rischio" contribuiscono ad analizzare i rischi, considerando la probabilità e l'impatto e aiutano come base per determinare come dovrebbero essere gestiti.
Risposta al rischio	Gli attributi di "Risposta al rischio" riguardano le selezioni di gestione per le risposte al rischio. Questi attributi sviluppano una serie di azioni per allineare i rischi alle tolleranze di rischio e alla propensione al rischio dell'entità.
Attività di controllo	Gli attributi delle "Attività di controllo" includono i sistemi, le politiche e le procedure stabilite e implementate per aiutare a garantire che le risposte al rischio siano effettivamente svolte.
Informazione e comunicazione	Gli attributi di "Informazione e comunicazione" garantiscono che le informazioni rilevanti siano acquisite e comunicate per ottenere la comunicazione efficace e anche per svolgere le responsabilità gestionali.
Monitoraggio	Attributi di "Monitoraggio" - riguardano le attività di gestione per verificare che l'intera gestione del rischio aziendale sia monitorata e che vengano apportate le modifiche necessarie.

Appendice 3

<i>CoSO-ERM Elements</i>		
Q.tà	Nome	%
14	Ambiente Interno	19%
5	Individuazione degli obiettivi	7%
5	Identificazione evento	7%
9	Valutazione del rischio	12%
6	Risposta al rischio	8%
8	Attività di controllo	11%
13	Informazione e comunicazione	17%
15	Monitoraggio	20%

Appendice 4

ICB Code	Industria	Osservazioni	% del campione
0001	Petrolio e gas naturale	12	4%
1000	Chimica e materie prime	4	1%
2000	Industria	82	30%
3000	Beni di consumo	50	18%
4000	Salute	8	3%
5000	Servizi al consumo	30	11%
6000	Telecomunicazioni	6	2%
7000	Utilities (Servizi pubblici)	34	13%
8000	Finanziario (non vigilato)	18	7%
9000	Tecnologia	28	10%
TOT		272	100%

La tabella riporta il numero di osservazioni e la percentuale rappresentata da ciascun settore nel campione completo (% del campione) per ciascuna società oggetto dello studio. L'insieme complessivo di società è composto da 136 società appartenenti a 10 diversi settori industriali: il totale dei rapporti analizzati è pertanto pari a 272.

Appendice 5

Assenza di Disclosure	Punteggio = 0	Nessuna informazione relativa la compliance del requisito è attualmente divulgata
Disclosure insufficiente	Punteggio = 1	Le informazioni sull'argomento sono solo parzialmente divulgate
Disclosure limitata	Punteggio = 2	Alcune informazioni sull'argomento sono completamente divulgate, altre risultano completamente assenti
Disclosure sufficiente	Punteggio = 3	Vengono seguiti tutti i requisiti utilizzando le stesse dichiarazioni del codice. Le informazioni incrementalì risultano scadenti
Disclosure adeguata	Punteggio = 4	La conformità a tutti gli argomenti è talvolta combinata con informazioni approfondite utili
Completa Disclosure	Punteggio = 5	Tutti i requisiti sono completamente spiegati nel dettaglio, con informazioni aggiuntive rispetto quanto prescritto dal codice

The paper investigates the relationship between the internal control system at the company level (one of the crucial elements of corporate governance - CG) and the market valuation of the company (MV/BV). Via the information collected in a unique dataset the paper identifies companies' governance behavior from the level of information conveyed to market participants through public Corporate Governance reports.

The data include 12,240 firm observations from 136 Italian listed companies for the years 2012 and 2015. Differently from the research streams based upon single CG attributes, the manuscript quantifies CG by looking at various internal control system related issues. As a result, two indices are obtained, and they both based on a set of 45 individual governance attributes that correspond to many factors of the self-regulatory code of listed companies. The two indices are additive with equal weights assigned to each governance attribute.

Our results show a positive and significant association between the internal control system at company level and the company's assessment according to the market. Overall, non-financial information (such as the CG report issued by listed companies) is taken into consideration by investors as a further factor to appreciate the level of adequacy of their investment choice.

CARLO REGOLIOSI

Professore associato e docente di Revisione Aziendale Interna presso il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli studi "Roma Tre". Svolge docenze anche in altri corsi e presso il Dipartimento di Ingegneria. È Direttore del Master universitario di Il livello *Governance, Sistema di controllo e Auditing negli enti pubblici e privati*. La sua attività di ricerca si interessa di temi propri della *Corporate Governance*, con un focus specifico su aspetti inerenti il controllo interno e l'*Internal Auditing*, il *Financial Reporting* e l'*Accounting*.

DAVIDE MARTINO

Ph.D candidate in *Accounting* presso l'Università degli Studi di Perugia. Svolge attività di assistenza alla didattica al corso di Bilancio presso il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli studi "Roma Tre". Svolge attività di assistenza alla didattica e tutoraggio anche in altri corsi e presso il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Perugia. La sua attività di ricerca si interessa di temi quali la *Corporate Governance*, i sistemi di controllo interno, l'*Internal Auditing* e l'*Anti-Money Laundering*.

