

Collana del Centro Universitario Studi Aziendali (CUSA)
"Quaderni di Ricerca Economico-Aziendale: Teoria e Casi"
coordinata da Marcantonio Ruisi (Università di Palermo)

Comitato scientifico

Andreaus Michele (Università di Trento)
Baldarelli Maria Gabriella (Università di Bologna)
Bianchi Carmine (Università di Palermo)
Costa Massimo (Università di Palermo)
Della Corte Valentina (Università di Napoli - Federico II)
Fortuna Fabio (Università Telematica N. Cusano - Roma)
Invernizzi Giorgio (Università L. Bocconi - Milano)
Liberatore Giovanni (Università di Firenze)
Ricciardi Antonio (Università della Calabria)
Rusconi Gianfranco (Università di Bergamo)
Sorci Carlo (Università di Palermo)

Comitato di Redazione

Bernini Francesca (Università di Pisa)
Ciao Biagio (Università Milano-Bicocca)
Cincimino Salvatore (Università di Palermo)
Garibaldi Roberta (Università di Bergamo)
Ruggiero Pasquale (Università di Siena)

La collana di quaderni di economia aziendale che qui presentiamo si offre quale opportunità per gli studiosi della disciplina di presentare alla comunità scientifica i risultati della propria attività di ricerca secondo una prospettiva – *lato sensu* – metodologica che in via complementare tenda prevalentemente ad affiancare alla riflessione teorica, l'evidenza empirica di specifici casi di studio. Le pagine dei quaderni, ancorché testimoni dello sforzo di ricerca degli autori, non offriranno necessariamente considerazioni compiute, piuttosto potranno anche presentarsi come prime conclusioni, o comunque come asserzioni meritevoli di ulteriore riflessione. Nella direzione di arricchire lo studio condotto e auspicabilmente di migliorarne i risultati, si è ritenuto opportuno concepire la collana secondo la logica del “canale aperto”, cioè di una possibile interlocuzione scientifica degli autori con i lettori del testo, i quali potranno con gli stessi confrontarsi utilizzando l'indirizzo di posta elettronica che verrà messo a loro disposizione.

Il nostro auspicio è quello che la collana possa rappresentare davvero un'occasione, soprattutto per i giovani studiosi, di sistematizzare i propri sforzi di ricerca avendo a disposizione un supporto che superi i limiti imposti dall'economia di spazio che una rivista o un

volume di *proceeding* congressuali inevitabilmente comportano.

Nel ricordare che la responsabilità ultima dei contenuti di ogni lavoro ricade eminentemente sugli autori delle ricerche, si vuole manifestare la volontà di accogliere anche volumi collettanei, con contributi molteplici elaborati e proposti intorno ad un tema, ad ogni modo preferibilmente sviluppati secondo il sinergico connubio di speculazione teorica ed osservazione di campo.

Ad maiora!

Marcantonio Ruisi

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

Simone Terzani

**Determinanti ed effetti
della *corporate disclosure***





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXVII
Giacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.giacchinoonoratieditore.it
info@giacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-0667-9

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: novembre 2017

A Camilla

Indice

II *Introduzione*

17 *Capitolo I*

La comunicazione aziendale. Un approccio multi-stakeholders

1.1. La comunicazione d'impresa: alcune considerazioni introduttive, 17 – 1.2. Il contributo della comunicazione alla creazione di valore, 20 – 1.3. La *stakeholder theory* e i diversi fattori che incidono sulla *disclosure*, 24 – 1.4. L'imprescindibile nesso tra valori imprenditoriali e comunicazione, 28 – 1.5. Il legame tra *disclosure* e strategia, 30 – 1.6. Le principali tipologie di comunicazione aziendale e i loro processi di implementazione, 33 – 1.7. La complessa relazione tra *disclosure* e valutazione del capitale economico, 39 – 1.8. Brevi note conclusive, 44.

47 *Capitolo II*

La disclosure economico-finanziaria. Un fondamentale strumento per avvicinare principal e agent

2.1. La comunicazione economico-finanziaria: alcune considerazioni introduttive, 47 – 2.2. La teoria dei costi di agenzia e la divergenza di interessi fra gli attori aziendali, 54 – 2.3. I principali fabbisogni informativi espressi dagli *stakeholders*, 59 – 2.4. Gli attori chiave della comunicazione economico-finanziaria, 64 – 2.5. La *disclosure* economico-finanziaria di tipo obbligatorio, 66 – 2.6. La *disclosure* economico-finanziaria di tipo volontario: determinanti ed effetti, 71 – 2.7. Brevi note conclusive, 77.

79 Capitolo III

Il ruolo e le funzioni dell'attività di investor relations. La comunicazione per gli shareholders

3.1. L'attività di *investor relations*: alcune considerazioni introduttive, 79 – 3.2. I target groups dell'*investor relations*, 84 – 3.3. I principali canali informativi impiegati, 87 – 3.4. La figura dell'*investor relator* e i suoi rapporti con la comunità finanziaria, 94 – 3.5. L'implementazione di un programma di *investor relations*, 99 – 3.6. Brevi note conclusive, 109.

III Capitolo IV

La disclosure degli intangibili. Complessità e impatti

4.1. La *disclosure* delle risorse intangibili: alcune considerazioni introduttive, III – 4.2. Le difficoltà di attribuire un valore agli *intangibles*, III4 – 4.3. Le principali determinanti dell'*intellectual capital disclosure*, III8 – 4.4. La *value relevance* dell'informativa contabile sugli intangibili, 120 – 4.5. Il ricorso a strumenti alternativi al bilancio per misurare e comunicare gli *intangibles*, 126 – 4.6. Brevi note conclusive, 131.

133 Capitolo V

La disclosure sociale, ambientale e di governance (ESG). Determinanti ed effetti

5.1. La responsabilità sociale d'impresa: alcune considerazioni introduttive, 133 – 5.2. Il contributo delle teorie nello spiegare la *disclosure* ESG, 138 – 5.3. I principali *driver* dell'informativa sociale, ambientale e di *governance*, 143 – 5.4. Gli strumenti di comunicazione ESG: cenni, 148 – 5.5. Gli effetti sulle performance aziendali, 153 – 5.6. Brevi note conclusive, 160.

163 Conclusioni

169 Bibliografia

Introduzione

Lewis Carroll, in *Through the looking-glass*, racconta come la Regina Rossa rispondesse ad Alice, che le chiedeva come mai, nonostante tutti i suoi sforzi per correre velocemente, i suoi progressi fossero minimi, che nel suo regno si doveva andare al massimo delle proprie capacità per rimanere nella stessa posizione e che, perciò, chi si voleva spostare doveva correre almeno al doppio del proprio massimo. In ugual modo, solo spingendosi al limite delle loro possibilità le aziende possono pensare oggi di tenere il passo dell'innovazione e del progresso. Perché ciò sia realizzabile il mondo imprenditoriale deve considerare necessariamente almeno due aspetti: l'importanza dell'innovazione intesa come capacità di stare sempre sulla frontiera del sapere e la criticità dei processi comunicativi.

Ogni epoca storica è stata caratterizzata dalla presenza di un qualche elemento dominante che ne ha determinato la specificità attraverso un'impronta inconfondibile. Così nella Grecia antica si sono sviluppate le fondamentali teorie filosofiche, nell'antica Roma sono state gettate le basi del diritto ed il Rinascimento è stata l'epoca d'oro delle arti liberali. In tempi più recenti non vi è dubbio che le scoperte scientifiche e le loro applicazioni alle attività produttive hanno consentito un rapido progresso dell'umanità su scala mondiale. L'innovazione più grande dei nostri giorni è rappresentata dalla libertà e dalla facilità di comunicare, grazie alle quali è stato possibile abbattere distanze e barriere.

In un contesto di questo tipo, anche le società — almeno quelle di maggiori dimensioni — hanno abbandonato la loro antica predilezione per la segretezza e la riservatezza e stanno, lentamente, abbracciando i principi di chiarezza e trasparenza. La diffusione

di informazioni rilevanti sugli andamenti economico-finanziari, ma anche sulla *corporate social responsibility* è sempre più percepita dalle aziende come uno strumento di rendicontazione del loro operato nei confronti dei diversi interlocutori.

Se le possibilità e la facilità di comunicare sono enormemente accresciute, è evidente però anche la sovrabbondanza di dati, da cui è difficile per gli *stakeholders* riuscire a estrapolare rapidamente le sole informazioni rilevanti.

Il presente lavoro cerca una sistematizzazione delle diverse fattispecie di comunicazione rivolte al mondo esterno con finalità di *accountability*, con esclusione di quella commerciale che ha, appunto, motivazioni completamente diverse. Spesso, infatti, tali tipologie comunicative sono state oggetto di trattazione specifica e settoriale, mentre si ritiene opportuno condurre uno studio che, attraverso una lettura complessiva del fenomeno, le riconduca a unità, in quanto indirizzate tutte alla soddisfazione delle esigenze e delle aspettative degli *stakeholders* aziendali.

In particolare si intende condurre una riflessione sulle informazioni che le imprese diffondono, su cosa le induce a farlo e con quali effetti. Si ritiene, infatti, che una approfondita analisi e una più sistematica comprensione della fenomenologia della disclosure nelle sue varie sfaccettature, determinanti e conseguenze rappresenti, per le società, un valido supporto per l'assunzione di scelte di comunicazione maggiormente consapevoli e, per gli studiosi, uno strumento utile a comprendere più a fondo le dinamiche aziendali.

Le determinanti della comunicazione aziendale sono analizzate da un duplice punto di vista. Da una parte si analizzano le teorie che nel tempo si sono succedute nello spiegare e giustificare le diverse tipologie di comunicazione e, quindi, ciò che induce le imprese alla disclosure e a scegliere un certo canale comunicativo rispetto ad un altro. Dall'altra, si entra — analiticamente — nel merito delle variabili, siano esse *country-specific* che *firm-specific*, rilevanti nell'influenzare i livelli di disclosure aziendale; la significatività statistica di tali variabili costituisce, infatti, il supporto empirico alle motivazioni teoriche.

Le diverse tipologie di comunicazione sono poi analizzate in termini di effetti che sono in grado di produrre sulle performance economico-finanziarie delle imprese; saranno analizzati, quindi, i loro impatti sulla redditività complessiva, sull'onerosità dei finanziamenti e sulla capacità di accesso al credito.

In questo studio ci poniamo, dunque, i seguenti obiettivi:

- a) capire lo stato attuale della comunicazione aziendale, con particolare attenzione a quella economico-finanziaria;
- b) valutare i bisogni informativi più sentiti dai diversi *stakeholders* e, in particolare, dagli *shareholders*;
- c) identificare le motivazioni teoriche e gli effetti pratici della disclosure economico-finanziaria;
- d) definire il ruolo svolto dall'*investor relator* nel raccordare gli interessi dell'impresa con le esigenze informative di analisti e investitori;
- e) individuare il contributo fornito al valore aziendale da parte della disclosure relativa alla risorse intangibili;
- f) conoscere il concorso della comunicazione sociale, ambientale e di governance, affiancata a quella economico-finanziaria, nel fornire a tutti gli *stakeholders* un quadro fedele della realtà aziendale e migliorarne le performance.

Per raggiungere questi obiettivi il lavoro è stato articolato in cinque sezioni, soffermandosi, dopo un quadro generale, sulle specifiche tipologie di comunicazione.

Il primo capitolo introduce il tema della comunicazione in senso ampio, evidenziandone l'importanza per il soddisfacimento dei fabbisogni informativi dei diversi interlocutori aziendali. In linea con la teoria degli *stakeholders* e con quanto affermato dalla dottrina economico aziendale italiana, si riconosce l'importanza della soddisfazione complessiva di tutti i diversi portatori di interesse perché possa essere garantito all'impresa un successo duraturo nel tempo. Particolare attenzione viene poi riservata alle diverse tipologie di comunicazione,

all'articolazione dei processi comunicativi e all'importanza del suo allineamento alle strategie dell'impresa affinché essa possa effettivamente concorrere alla creazione di valore.

Nel secondo capitolo l'attenzione si focalizza sulla comunicazione economico-finanziario. Questa è presentata come il principale strumento per attenuare i costi derivanti dalla presenza in azienda di interessi non convergenti, permettendo, così, di massimizzare la creazione di ricchezza per tutti gli interlocutori e, in particolare, per gli azionisti. Nello specifico, dopo aver definito i principali fabbisogni di informazione economico-finanziaria presenti all'interno dell'impresa o provenienti dall'esterno e aver delineato i principali attori del processo, l'attenzione si focalizza sulle determinanti e sui fondamentali effetti di questa tipologia di disclosure, sia essa di natura obbligatoria che volontaria.

Nel terzo capitolo ci soffermiamo sulla funzione aziendale espressamente deputata, nelle imprese di maggiore dimensione, alla comunicazione di dati e informazioni di natura economico-finanziaria — l'*investor relations* — per capire che ruolo ha nella vita societaria e come può contribuire a formare un'immagine adeguata e corretta dell'impresa presso la comunità degli analisti e degli investitori. Più precisamente, sono analizzati i principali destinatari di tale attività, i canali comunicativi impiegati e le caratteristiche personali e professionali dell'*investor relator*. Nel capitolo, l'attenzione si focalizza sulla comunicazione economico-finanziaria delle imprese quotate o, comunque, di maggiore dimensione; tale approfondimento appare opportuno alla luce della particolare rilevanza che tale tipologia di comunicazione assume per queste imprese in termini di rapporti con gli *stakeholders* aziendali e, in particolare, con gli *shareholders*.

Il quarto capitolo è incentrato sulla disclosure degli intangibili. Essa costituisce un'area di confine in quanto, se da una parte, è prossima alla comunicazione economico-finanziaria in senso stretto, riguardando — anche se solo parzialmente — valori espressi in bilancio, dall'altra supera il dato contabile

svelando drivers fondamentali per il successo duraturo dell'impresa. In ragione delle sue specificità e della sua importanza le viene dedicato, pertanto, un capitolo apposito in cui si cerca dapprima di pervenire a una classificazione degli intangibles, per procedere poi ad analizzarne la relativa *disclosure*.

Infine, il quinto capitolo è dedicato interamente alla disclosure sociale, ambientale e di governance. Essa, infatti, costituisce un aspetto di particolare importanza per le imprese. Similmente a quella degli intangibili è vicina alla comunicazione economico-finanziaria, in quanto potenzialmente in grado di influenzare le complessive performance aziendali ma è, comunque, degna di autonoma trattazione per la profonda diversità dei contenuti e per la sua natura prettamente volontaria. Più specificamente, nel capitolo sono esaminate le motivazioni teoriche che inducono alcune imprese a diffondere maggiori informazioni a riguardo rispetto ad altre. Infine sono analizzati i principali strumenti informativi impiegati e gli effetti che tale tipologia di disclosure produce sulle performance economico-finanziarie, tra maggiori oneri e più elevata trasparenza.

In chiusura di tali note introduttive al volume, appare doveroso esprimere, in primo luogo, un sentito ringraziamento al Prof. Libero Mario Mari, fonte quotidiana di ispirazione accademica e di stimolo scientifico. A lui va la gratitudine per avermi permesso un confronto e un dibattito continuo e per aver materialmente contribuito alla revisione del presente lavoro. Una particolare riconoscenza va anche al Prof. Giovanni Liberatore, al Prof. Gerald Lobo e al Prof. Kiridaran Kanagaretnam che con la loro esperienza e disponibilità mi assicurano un permanente e ricco contraddittorio.

Vorrei inoltre ringraziare i componenti del gruppo di ricerca dell'area economico-aziendale del Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Perugia; dai colleghi ai dottorandi, tutti si sono sempre dimostrati disponibili al dibattito.

Infine un ringraziamento va alla mia famiglia e a Camilla per avermi sempre stimolato e incoraggiato nella redazione del presente lavoro; a loro ho sottratto molto tempo prezioso.