54. Le donne nei CdA delle imprese di capitale in Italia: quali implicazioni per la struttura finanziaria?[2]

Mariasole Bannò, Università degli Studi di Brescia, mariasole.banno@unibs.it.
Graziano Coller, Università degli Studi di Trento, graziano.coller@unitn.it.
Giorgia Maria D'Allura, Università degli Studi di Catania, gdallura@unict.it.

Abstract
Obiettivo del lavoro è indagare la relazione tra struttura finanziaria e presenza della donna nei ruoli decisionali. Alcuni studiosi hanno sostenuto l'influsso positivo della presenza delle donne, altri l'esatto opposto. Attraverso l'analisi empirica di un campione di 642 imprese italiane viene misurata la presenza femminile sia in termini di presenza delle donne in ruoli decisionali nel CdA sia in termini di massa critica e composizione percentuale di genere femminile nel CdA. L'influsso della componente femminile viene analizzata rispetto al costo del debito, al livello del debito e ai vincoli finanziari registrando un impatto significativo.

Keywords: Genere, Consiglio di Amministrazione, Costo e Livello del Debito, Vincoli Finanziari.

1. Introduzione

L'introduzione della legge Golfo-Mosca (2011), relativa alle quote rosa nei Consigli di Amministrazione (CdA) delle società quotate, solleva interessanti quesiti che sono ben noti alla letteratura di organizzazione ma piuttosto trascurati in quella di governance e di strategia. Le quote rosa nei consigli di amministrazione hanno un influsso positivo con riferimento all'equità sociale e la legge Golfo-Mosca (2011) può essere inquadrata in quell'insieme di azioni positive che sono state introdotte nel corso degli ultimi anni con l'obiettivo di rafforzare l'accountability da parte delle imprese. L'idea di fondo di queste riforme è che il mantenimento delle condizioni di successo dell'impresa derivano da molteplici fattori, fra i quali, la chiara percezione delle aspettative dei diversi attori sociali e la capacità di instaurare un dialogo duraturo e condiviso con gli stakeholder. L'inserimento delle donne nei CdA risponde a queste necessità in un momento storico in cui il ruolo sociale della donna è mutato e i sistemi di inclusione vanno ripensati anche in una prospettiva di governance per valutare gli effetti sui comportamenti delle imprese.
Le imprese oggi affrontano e gestiscono tale cambiamento, in considerazione, anche, della digitalizzazione della comunicazione corporate, che ha, a sua volta, rilevanti ripercussioni anche sui tradizionali sistemi di reporting. A tal proposito va sottolineato che la Direttiva UE 95/2014 ha eliminato il divario tra disclosure obbligatoria e volontaria in tema di comunicazione non finanziaria, e questo espone le imprese a un inasprimento di giudizio dei suoi stakeholder che le valuteranno anche in funzione della loro capacità e volontà di disclosure. Questo lavoro trae spunto da queste evoluzioni del contesto normativo. Il lavoro non ha l'obiettivo di verificare quanto il rispetto della legge Golfo-Mosca, che impone precise politiche di inclusione delle donne, avvantaggi o penalizzi le imprese da un punto di vista dell'efficacia gestionale e finanziaria, ma indaga come la presenza delle donne influenzi la struttura finanziaria delle imprese investigate. Nello specifico,obiettivo del lavoro è indagare la relazione tra presenza femminile nei ruoli decisionali e struttura finanziaria dell'impresa (i.e. costo del debito, fonti di finanziamento e vincoli finanziari).
La letteratura internazionale sul tema non è univoca: alcuni studiosi sostengono che la presenza delle donne ha un effetto positivo sulla struttura finanziaria, mentre altri sostengono l'esatto opposto.
Attraverso una ricognizione dello stato dell'arte della ricerca internazionale sugli effetti della presenza femminile nei ruoli decisionali, vengono individuate tre ipotesi di ricerca che vengono verificate su un campione di 642 imprese di capitali italiane. La presenza femminile viene misurata in tre modi: attraverso la presenza di almeno una donna nel CdA, attraverso la massa critica e attraverso la percentuale di donne nel CdA.
Nel secondo paragrafo, vengono individuate le ipotesi di ricerca che, nel terzo paragrafo, vengono verificate su un campione di 642 imprese di capitali italiane. Nel quarto paragrafo vengono presentati e discussi i risultati della ricerca empirica. Infine, nel quinto paragrafo vengono evidenziati i contributi del lavoro, vengono discussi i limiti della ricerca e indicate alcune direzioni per futuri approfondimenti.

[2] Sebbene il lavoro sia il frutto di una impostazione unitaria e di una comune riflessione dei tre autori, sono da attribuire a Mariasole Bannò Analisi della letteratura e formulazione di ipotesi, a Graziano Coller Analisi empirica, a Giorgia Maria D'Allura Introduzione e Conclusioni

2. Analisi della letteratura e formulazione delle ipotesi

Molti studi suggeriscono che spesso le figure femminili non sono in grado di ottenere adeguate risorse finanziarie per lo svolgimento delle loro attività d'impresa (Morris, Miyasaki, Watters, & Coombes, 2006). Ciò che emerge da questi studi è che le imprese guidate da donne pagano tassi di interesse più elevati e concedono maggiori garanzie sui prestiti ricevuti, evidenziando quindi una condizione creditoria più sfavorevole (Pope-Davis & Coleman, 2000) ed un diverso trattamento da parte delle banche. Nonostante le donne siano, in media, pagatrici migliori, si trovano a pagare tassi mediamente più alti e riscontrano un equity gap rispetto agli uomini. Muravyev e colleghi (2009) hanno dimostrato che le istituzioni finanziarie discriminano gli imprenditori sulla base del genere e che le imprese gestite da donne hanno meno probabilità di ottenere un prestito bancario rispetto alle controparti gestite da uomini. Inoltre, la loro analisi suggerisce che, quando le richieste di prestito vengono approvate, all'imprenditoria femminile vengono addebitati tassi di interesse più elevati. Coleman (2000) offre tre possibili spiegazioni per questa differenza di trattamento: (1) alle donne vengono rifiutati i crediti o vengono scoraggiate dal richiederli a causa della discriminazione di genere; (2) le donne mostrano più elevati livelli di avversione al rischio e quindi cercano di evitare i debiti e di ridurre le garanzie fornite sulle richieste di prestito; (3) le imprese gestite da donne usano meno debito perché ritengono di non averne bisogno[3]. E' opportuno però rilevare che altri autori non rilevano alcuna evidenza in relazione alle discriminazioni di genere nella concessione dei prestiti (Brush, 1992; Fabowale, Orser, & Riding, 1995), quanto piuttosto in riferimento alle dimensioni aziendali (Coleman, 2000). Un dato rilevante è, infatti, che le donne imprenditrici gestiscono in media imprese più piccole, utilizzando meno capitale e finanziamenti da banche o da altri finanziatori (Aronson, 1991; Carter, Williams, & Reynolds, 1997; Robb & Watson, 2012).

A fronte di queste prime considerazioni si può supporre che un Consiglio di Amministrazione con presenza femminile porterà l'impresa ad avere una dotazione finanziaria più onerosa.

Ipotesi 1: La presenza femminile nel CdA influisce negativamente sulla struttura finanziaria dell'impresa, incrementando il costo del debito.

La generale avversione al rischio che caratterizza le donne (Watson & Robinson, 2003) è ben documentata in letteratura. La donna è generalmente meno propensa ad assumere rischi in ambito finanziario e quando si tratta di effettuare investimenti (Grable, 2000; Jianakoplos & Bernasek, 1998). La review della letteratura condotta da Croson e Gneezy (2009) individua tre motivazioni principali alla base di questa diversa propensione al rischio. La prima motivazione risiede nella diversa reazione emotiva che donne e uomini presentano nelle situazioni di rischio, riconosciuta essere più intensa per le prime. La seconda motivazione deriva dalla diversa sicurezza di sé in merito alla possibilità di successo e nelle decisioni di investimento che caratterizza donne e uomini, riconosciuta essere in questo caso minore per il genere femminile (Estes & Hosseini, 1988). La terza motivazione risiede nella diversa percezione del rischio tra maschi e femmine: i maschi tendono a considerare una situazione rischiosa come una sfida che invita a partecipare, mentre le donne come una minaccia da evitare. A supporto dell'avversione al rischio che caratterizza le donne, Watson e Robinson (2003), dall'analisi di un campione di piccole e medie imprese australiane, hanno osservato che quelle di proprietà femminile ottengono tassi di rendimento sul capitale e sugli asset paragonabili alle aziende di proprietà maschile, ma investono un capitale iniziale inferiore. Chaganti et al. (1996) mostrano che le donne fanno ampio ricorso a fonti di finanziamento interne sotto forma di equity, mentre utilizzano poco forme di finanziamento quali business angels e venture capital, elemento che riduce notevolmente le possibilità di crescita e innovazione delle imprese da loro guidate. Le ricerche empiriche hanno indagato la relazione tra genere e propensione al rischio in tre differenti contesti: salute e sicurezza fisica, finanza e investimenti e decisioni manageriali e strategiche (Maxfield, Shapiro, Gupta, & Hass, 2010). Nel complesso emergono differenze nella propensione al rischio nei primi due ambiti, con molteplici studi che indicano una generale avversione al rischio della figura femminile (Byrnes, Miller, & Schafer, 1999), specialmente in ambito finanziario e d'investimento (Grable, 2000; Jianakoplos & Bernasek, 1998). In merito al contesto gestionale gli studi sull'imprenditoria (Masters & Meier, 1988) e sulla gestione strategica (Castillo & Cross, 2008; Powell & Ansic, 1997), non evidenziano alcuna relazione tra genere e propensione al rischio. Ciò è probabilmente dovuto ad un processo di selezione che porta a diventare manager solo le figure femminili più propense al rischio e ad un comportamento adattivo rispetto alle richieste del ruolo assunto, che per definizione prevede discrezionalità e rischio (Croson & Gneezy, 2009).

Sulla base della minore propensione al rischio in ambito finanza e investimenti delle donne, si può supporre che un Consiglio di Amministrazione con presenza femminile opterà per una dotazione finanziaria che predilige le fonti di finanziamento di tipo equity piuttosto che di debito.

Ipotesi 2: La presenza femminile nel CdA influisce sulla struttura finanziaria dell'impresa, diminuendo l'entità del debito finanziario quando comparato con le fonti di finanziamento interno.

[3] Tali realtà sono, tuttavia, spesso di piccole dimensioni, quindi maggiormente in grado di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario con risorse personali.

La letteratura è stata in grado di dimostrare che le figure femminili non sono in grado di ottenere adeguate risorse finanziarie per lo svolgimento della loro attività d'impresa (Morris, Miyasaki, Watters, & Coombes, 2006), anche in forza di una discriminazione di genere. Bellucci e colleghi (2010) hanno studiato la rilevanza del genere delle parti contraenti coinvolte nel prestito mostrando che le donne affrontano una ristretta disponibilità di credito, anche se pagano tassi di interesse più elevati. L'effetto che trovano è indipendente dalle informazioni disponibili sul mutuatario e vale controllando anche per effetti individuali non osservabili. Anche Marlow e Patton (2005) sostengono l'ipotesi secondo cui le donne in cerca di finanziamenti sono svantaggiate dal loro genere. Questa argomentazione viene da loro valutata, attraverso un'analisi teorica, usando come esempio l'accesso a fonti sia formali sia informali di finanziamenti aziendali.
Sulla base di tali considerazioni si può ipotizzare che un Consiglio di Amministrazione con presenza femminile è un organo decisionale con una dotazione finanziaria inferiore.
Ipotesi 3: La presenza femminile nel CdA influisce negativamente sulla struttura finanziaria dell'impresa, incrementando i vincoli finanziari.

3. Analisi empirica

3.1. Le fonti dei dati

I dati utilizzati per la costruzione delle variabili, aggiornati al 2018, sono stati reperiti da quattro diverse fonti. Le informazioni relative all'anagrafica delle imprese (i.e. nome della società, sede, anno di fondazione, settore di appartenenza, membri del CdA, quote di proprietà familiare, numero di dipendenti) e quelle di tipo economico-finanziario e commerciale (i.e. rendimento, aspetti finanziari) provengono dalla banca dati AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane) di Bureau Van Dijk. Le informazioni in merito ai processi di internazionalizzazione delle imprese sono tratte da REPRINT[4]. Per quanto riguarda invece i dati relativi alla quotazione, questi provengono dalle informazioni raccolte da Borsa Italiana, società fondata nel 1997 responsabile dell'organizzazione e della gestione delle operazioni di borsa. Infine, le indicazioni in merito ai brevetti sono tratte dal database Espacenet[5].

3.2. I modelli, le variabili dipendenti e indipendenti

Le variabili dipendenti identificate sono tre, una per ognuna delle tre ipotesi. Il costo del debito è misurato come il rapporto tra gli oneri finanziari e l'ammontare dei debiti finanziari (Costo del Debito). Il livello di indebitamento è invece calcolato come il rapporto tra il totale dei debiti e gli equity (Livello di Indebitamento). Infine, la variabile in grado di rappresentare i vincoli finanziari cui le realtà imprenditoriali sono sottoposte è l'indice di liquidità (Vincoli Finanziari), calcolato come rapporto tra attività correnti e passività correnti.
Sulla base di quanto ora esposto, possono quindi essere declinati tre differenti modelli:
Modello 1:

$$\textit{Costo del Debito} = f(\textit{Presenza Femminile; Percentuale Femminile; Massa Critica; Controlli})$$

Modello 2:

$$\textit{Livello di Indebitamento} = f(\textit{Presenza Femminile; Percentuale Femminile; Massa Critica; Controlli})$$

Modello 3:

$$\textit{Vincoli Finanziari} = f(\textit{Presenza Femminile; Percentuale Femminile; Massa Critica; Controlli})$$

Tra le prime variabili indipendenti vi è una variabile dummy (Presenza Femminile) volta a verificare la presenza della donna in ruoli decisionali all'interno del Consiglio di Amministrazione. Questa assume valore 1 se si rileva almeno una donna all'interno del CdA, 0 diversamente. Una seconda variabile (Percentuale Femminile) rappresenta la composizione percentuale di genere femminile all'interno del CdA, al fine di verificare se l'incremento percentuale di donne in ruoli decisionali sia determinante o meno rispetto alle variabili di interesse. La terza variabile (Massa Critica) è una dummy che assume valore uno quando nel CdA si raggiunge il numero di almeno tre donne presenti.
Oltre alle variabili fino a qui descritte, sono presenti altre variabili di controllo. Sono state incluse nell'analisi anche variabili in grado di approssimare la capacità manageriale ed organizzativa dell'impresa attraverso due proxy: la dimensione (Dimensione), definita come il numero dei dipendenti e l'esperienza (Esperienza) definita come il numero di anni dalla costituzione dell'azienda (Camisón & Villar López, 2010). È stato introdotto come elemento di controllo anche la redditività operativa (Redditività) (Hanel & St-Pierre, 2002). La variabile impiegata nell'analisi per misurare la capacità innovativa dell'impresa è il numero di brevetti registrati allo European patent Office (Innovazione) (Kafouros, Buckley, Sharp, & Wang, 2008), mentre la variabile per misurare il grado di internazionalizzazione è calcolata come il numero di investimenti diretti che l'impresa detiene all'estero (Internazionalizzazione) (Ietto-Gillies, 1998). La letteratura in ambito family business afferma come la proprietà esercita un'influenza significativa sulla struttura finanziaria, limitando il livello di indebitamento (Gottardo & Maria Moisello, 2014). Per questo motivo è stata introdotta la variabile Business

[4] Banca dati creata nel 1986 ed aggiornata con cadenza annuale che censisce le imprese italiane impegnate in attività oltre i confini nazionali attraverso IDE, nonché le rispettive sussidiare e le imprese estere che operano sul territorio italiano (Mariotti e Mutinelli, 2017).
[5] Servizio online gratuito per la ricerca di più di 90.000 documenti di brevetto in tutto il mondo a partire dal 1836. Tale banca dati è stata sviluppata nel 1988 dallo European Patent Office e dagli stati membri della European Patent Organisation.

Familiare rappresentata da una dummy uguale a 1 se l'impresa non è quotata e la proprietà familiare supera la soglia del 50% oppure se essa è quotata e la percentuale in possesso alla famiglia è superiore al 20%, altrimenti pari a 0 (Cascino, Pugliese, Mussolino, & Sansone, 2010). Nel modello sono state poi inserite variabili con l'obiettivo di tenere in considerazione le possibili influenze derivanti dalla localizzazione della casa madre in differenti zone geografiche italiane (Villalonga & Amit, 2006). La variabile Localizzazione è una dummy che assume valore 1 quando l'impresa è localizzata nel Nord Italia e 0 diversamente. Infine, tenuto conto del considerevole impatto che l'industria di riferimento può apportare alla struttura finanziaria, si è ritenuto necessario inserire una variabile che indicasse il settore di appartenenza dell'impresa (Settore). Per completezza, infatti, corre l'obbligo di ricordare che alcuni autori non concordano con l'affermazione che le imprese di proprietà femminile sono meno performanti a causa delle caratteristiche fin qui attribuite alla donna. Alcuni ricercatori sostengono, infatti, che le differenze nella registrazione delle misure finanziarie non sia una questione di genere, ma piuttosto dipendente dalla tipologia del settore e dall'attività (Coleman, 2000). Le imprese femminili spesso si trovano ad operare nel settore dei servizi, in un contesto meno dinamico, con minori entrate, prospettive di crescita limitate e tassi di occupazione più bassi. A tale proposito si è scelto quindi di adottare la tassonomia derivante dal codice Ateco a 4 cifre.
Per maggiore chiarezza le variabili utilizzate per l'analisi vengono riassunte nella Tabella 1, con indicazione della fonte da cui sono stati reperiti i dati.

Tabella 1. Definizione e fonte delle variabili impiegate nell'analisi empirica.

Variabile	Definizione	Fonte
Variabile dipendente		
Costo del Debito	Rapporto tra gli oneri finanziari e l'ammontare dei debiti finanziari	AIDA
Livello di Indebitamento	Rapporto tra il totale dei debiti e gli equity	AIDA
Vincoli Finanziari	Rapporto tra attività correnti e passività correnti	AIDA
Variabili relative al genere		
Presenza Femminile	Variabile dummy di valore 1 se presente almeno una donna nel CdA, 0 altrimenti	AIDA
Percentuale Femminile	Percentuale di donne nel CdA	AIDA
Massa Critica	Variabile dummy di valore 1 se presenti tre donne nel CdA, 0 altrimenti	AIDA
Variabili di controllo		
Dimensione	Numero dei dipendenti	AIDA
Esperienza	Numero di anni trascorsi dalla fondazione dell'impresa	AIDA
Redditività	Rapporto tra il margine operativo netto e il capitale investito	AIDA
Innovazione	Numero di brevetti detenuti dall'impresa	Espacenet
Internazionalizzazione	Numero di investimenti diretti esteri detenuti dall'impresa	REPRINT
Business Familiare	Variabile dummy uguale a 1 se l'impresa non è quotata e la proprietà familiare supera la soglia del 50% o se l'impresa è quotata e la proprietà familiare supera il 20%, 0 altrimenti.	AIDA
Localizzazione	Variabile dummy che indica la localizzazione geografica nel nord Italia, 0 altrimenti	AIDA
Settore	Variabile dummy di valore 1 se l'impresa opera in un determinato settore, 0 altrimenti	REPRINT

Fonte: nostre elaborazioni.

3.3. Analisi descrittiva

Il dataset utilizzato per condurre la presente ricerca è composto da 642 imprese italiane. Se si considera l'intero campione si registra una presenza femminile in ruoli decisionali di rilievo pari a poco più del 13% sul totale del numero dei membri del CdA e solo il 21% delle imprese registra almeno una donna tra i membri del CdA.
Per svolgere una descrizione più accurata del campione, si procede quindi suddividendolo in due gruppi, il primo formato dalle imprese che contano la presenza di almeno una donna in ruoli decisionali (135 imprese), il secondo da quelle imprese senza alcuna figura femminile in CdA (507 imprese) (Tabella 2). Da una prima analisi descrittiva emerge che il costo del debito è superiore per le imprese con presenza femminile nel CdA, così come il livello di indebitamento, anche se la differenza non è statisticamente significativa. Significativa è

invece la presenza di vincoli finanziari, rappresentata da una liquidità inferiore, per le imprese a presenza femminile, segno di una più scarsa disponibilità di mezzi finanziari.
Analizzando invece gli aspetti non prettamente finanziari emerge che le imprese con presenza di donne in ruoli decisionali risultano essere più grandi e strutturate. Le imprese con presenza femminile nel CdA sono per lo più mature mentre la redditività non risulta statisticamente differente per i due gruppi analizzati. Il grado di innovazione e di internazionalizzazione è significativamente maggiore per le imprese con presenza femminile nel CdA. Non emergono infine differenze significative per quanto concerne la redditività, la natura familiare del business e la localizzazione geografica.
Come metro di giudizio per valutare il livello di correlazione si assume quanto specificato da Wooldridge (2013), ossia che la correlazione è accettabile in quanto sempre inferiore a 0.9. Viene effettuato anche il test VIF (variance inflation factors), che indica quanto una variabile risulti spiegata dalle altre presenti nel modello di regressione[6].

Tabella 2. Analisi descrittiva dell'intero campione e dei due sotto-campioni di imprese con donne e senza donne.

Variabile	Media/% intero campione (642 imprese)	Media/% imprese con donne (135 imprese)	Media/% imprese senza donne (507 imprese)	Sign.
Variabili Finanziarie				
Costo del Debito a)	3.90	4.01	3.87	
Livello di Indebitamento a)	0.83	0.86	0.82	
Vincoli Finanziari a)	1.41	1.02	1.95	*
Variabili relative al genere				
Presenza Femminile	21.09%	100%	0%	
Percentuale Femminile	13.07%	-	-	
Variabili di controllo				
Dimensione a)	360.21	844.17	231.05	***
Esperienza a)	43.21	49.31	41.56	***
Redditività a)	6.05%	6.28%	8.07%	
Innovazione b)	62.77	113.85	39.31	**
Internazionalizzazione a)	9.15	15.30	7.50	***
Business Familiare b)	73.12%	73.33%	73.06%	
Localizzazione b)	98.43%	97.77%	98.61%	
Settori b)	Si	Si	Si	
a) T-test b) Proportion test Significatività: *al livello del 10%; **al livello del 5%; *** al livello del 1%.				

Fonte: ns. elaborazione

3.4. Analisi multivariata
Da una prima osservazione si può cogliere come i tre modelli differiscono per quanto riguarda la significatività statistica delle variabili connesse al genere (Tabella 3). In tutti i modelli la variabile che rileva la percentuale di presenza femminile (Percentuale Femminile), non è mai statisticamente significativa mentre la presenza femminile è significativa statisticamente solo nel secondo modello. Questo a indicare che né la sola presenza femminile né la percentuale di presenza sono sufficienti a determinare uno stato, ma quello che determina l'effetto è la massa critica raggiunta nel CdA. Quest'ultima ha un effetto sul costo del debito confermando la prima ipotesi. Anche negli altri due modelli la variabile Massa Critica risulta statisticamente rilevante, con un coefficiente positivo relativamente alla struttura del debito e negativo nel determinare i livelli di liquidità (Vincoli

[6] La matrice di correlazione e il test VIF sono disponibili previa richiesta.

Finanziari). Questo indica che la massa critica di presenza femminile è associata ad una riduzione del grado di indebitamento verso terzi ma contestualmente un incremento dei vincoli finanziari.
Per quanto riguarda invece le variabili definite di controllo si rimanda alla lettura della seconda parte della tabella.

Tabella 3. Risultati delle regressioni.

	MODELLO 1 Costo del Debito			MODELLO 2 Livello di Indebitamento			MODELLO 3 Vincoli Finanziari		
	B	Sign.	Std. Err.	B	Sign.	Std. Err.	B	Sign.	Std. Err.
Variabili relative al genere									
Presenza Femminile	-0.062		0.404	1.311	**	0.710	0.032		0.117
Percentuale Femminile	-0.370		0.733	-1.202		0.778	0.053		0.212
Massa Critica	0.469	*	0.350	1.216	*	1.285	-0.178	*	0.119
Variabili di controllo									
Dimensione	-0.001		0.001	-0.001		0.001	-0.001	*	0.001
Esperienza	-0.002		0.005	-0.003		0.008	0.001		0.001
Redditività	-0.017		0.013	-0.05-		0.021	0.017	***	0.001
Innovazione	0.001		0.001	-0.001		0.001	0.001		0.001
Internazionalizzazione	0.029	***	0.009	-0.007		0.009	-0.002		0.001
Business Famigliare	-0.277		0.257	-0.085		0.434	0.023		0.072
Localizzazione	-0.222		0.356	0.781		0.633	-0.064		0.104
Settore	Si			Si			Si		

Significatività: * al livello del 10%; **al livello del 5%; *** al livello del 1%.
Fonte: ns. elaborazione.

4. Conclusioni

Obiettivo del lavoro è stato indagare la relazione tra costo del debito, struttura e vincoli finanziari cui è soggetta un'impresa e la presenza delle donne nei ruoli decisionali, nello specifico nei CdA. L'indagine condotta ha evidenziato come né la sola presenza femminile né l'incremento percentuale della composizione femminile in CdA abbiano, ad eccezione che per la struttura finanziaria ma solo per quanto riguarda la presenza, un impatto statisticamente significativo. In particolare, i risultati mostrano come il modo in cui si misura la partecipazione femminile sia importante: mentre la misura della massa critica (cioè la presenza di almeno tre donne in ruoli decisionali) risulta essere significativa in tutti i Modelli, l'incremento percentuale della componente femminile perde di rilevanza statistica. Pertanto, il fatto che il CdA abbia un'elevata presenza femminile o sia addirittura composto maggiormente da donne non genera alcun impatto sul costo del debito (Modello 1), nessun impatto sul livello di indebitamento (Modello 2), nessun impatto sui vincoli finanziari (Modello 3). I coefficienti della variabile Percentuale femminile non sono mai significativi in nessun modello. La variabile Massa critica ha un impatto significativo in tutti i tre Modelli. In particolare, assume valore positivo rispetto al costo del debito (Modello 1) e ai vincoli finanziari (Modello 3), mentre valore negativo nel Modello 2 dove impatta riducendo il debito esterno.

L'interpretazione di tali risultati non è immediata né scontata. Una prima interpretazione in riferimento al Modello 2, a nostro avviso superficiale se basata unicamente sulla presenza o meno delle donne nel CdA, si può trovare in quella parte della letteratura accademica che sostiene come alcune caratteristiche considerate tipicamente femminili fungano da ostacolo per la gestione dell'attività di rischio dell'impresa. È infatti possibile ipotizzare come caratteristiche quali l'avversione al rischio, riscontrata in vari ambiti tra cui quello finanziario e di investimento (Grable, 2000; Jianakoplos & Bernasek, 1998), costituiscano di fatto un freno all'aumento dell'indebitamento. Un'interpretazione alternativa, che tiene conto della presenza percentuale femminile nel CdA, basata sulla teoria dell'identità sociale (i.e. Social Identity Theory), è che la presenza di una sola donna (o di un numero molto limitato di donne) nel CdA possa causare un aumento di relazioni interpersonali negative dovute a fenomeni di categorizzazione sociale, stereotipi e pregiudizi (Eagly & Karau, 2002; Schwab, Werbel, Hofmann, & Henriques, 2016) e che tale conflitto possa ostacolare il processo decisionale influenzando in maniera negativa la capacità di presa di decisioni strategiche. Questa interpretazione è altresì sostenuta dalla teoria della massa critica, secondo la quale quando vi è solo una o due donne esse vengono percepite quali 'simboli' (o 'token') e questo consente agli stereotipi di prevalere danneggiando le dinamiche di gruppo e la performance decisionale. Invece, all'aumentare del numero di donne ad almeno tre, aumenta anche la

probabilità che le loro voci e idee vengano ascoltate, migliorando le dinamiche dirigenziali e manageriali in modo sostanziale (Erkut, Kramer, & Konrad, 2008).
Il lavoro, in linea con la motivazione di fondo che lo ha generato, costituisce una base per alcune implicazioni di tipo manageriale e di policy. La legge Golfo-Mosca (2011) introducendo l'obbligo delle quote rosa, creando quindi un momento di forte discontinuità rispetto al passato, obbliga gli organi di governo a prendere consapevolezza delle differenze di genere che intercorrono tra figure maschili e femminili nei ruoli decisionali e nella gestione dell'impresa. In particolare, l'Italia è fanalino di coda nelle classifiche relative al livello di alfabetizzazione finanziaria e ancora registra un importante differenziale di genere tra uomini e donne, dimostrando quindi fortemente la necessità di formazione in campo economico e finanziario. Altre azioni positive possono essere pianificate al fine di ridurre la disparità di genere non solo in ambito finanziario, come ad esempio la mentorship, la sponsorship, il coaching per le donne ma allo stesso tempo attività simili opportunamente rivolte agli uomini. In ambienti fortemente maschili, infatti, alla donna è richiesto di conformarsi, mentre la diversità senza l'inclusione è un'opportunità persa. In tal senso una formazione adeguata per gli uomini potrebbe essere di beneficio per le imprese. Il valore di una equa partecipazione femminile deve infine essere realmente sentita dai vertici e non deve rimanere un'enunciazione ad effetto token, per le relazioni pubbliche. È opportuno sottolineare come tale obiettivo di inclusione, finalizzato alla piena partecipazione femminile nella vita economica, sia anche esplicitato nel Sustainable Development Goal 5 delle Nazioni Unite, che richiede agli Stati uno sforzo in tale direzione.
Le donne rappresentano metà della popolazione a livello mondiale e come studiosi di management non possiamo prescindere da valutazioni volte a sottolineare la loro limitata partecipazione ai vertici aziendali. La legge Golfo-Mosca e le riforme rivolte a politiche di inclusione richiamano la nostra attenzione a studi ed approfondimenti sulle implicazioni del mettere la figura femminile in condizione di poter esprimere al meglio il proprio potenziale. Dal punto di vista manageriale, occorre prevedere strumenti di gestione atti a superare le difficoltà che la donna incontra nel conciliare lavoro e vita privata. Una politica aziendale di inclusione può ridimensionare gli ostacoli che esse incontrano nell'intraprendere una carriera lavorativa di un certo tipo, soprattutto quando questa sia all'interno di un organo decisionale come il CdA, ponendole in una condizione di operatività diversa. La responsabilizzazione dell'organo di governo in questa direzione rappresenta la risposta all'influsso che gli obblighi legislativi hanno, considerando anche il ruolo positivo che la donna può esercitare all'interno delle imprese.
Il lavoro presenta alcuni limiti. Il primo attiene alle variabili indipendenti di genere. Il contributo della donna alla definizione dei vincoli finanziari viene valutato unicamente tramite variabili che misurano la presenza femminile, il raggiungimento della massa critica e la composizione percentuale di genere nel CdA, ma non tiene conto dei meccanismi sottostanti. Il suggerimento per future linee di ricerca è di indagare i meccanismi che contribuiscono alla spiegazione dei risultati del nostro studio, che potrebbero essere il frutto di conflitto e relazioni negative dovute all'eterogeneità introdotta dalla presenza femminile, ai pregiudizi e agli stereotipi che permangono nel mondo del lavoro o, al contrario, potrebbero essere il segnale di un processo decisionale migliore proprio grazie alla presenza delle donne nel CdA. Infine, gli autori sono consapevoli che il campione impiegato per l'analisi è composto interamente da imprese italiane. Si ritiene, che lo stesso studio replicato su contesti nazionali diversi, con vincoli legislativi differenti, potrebbe fornire altri interessanti risultati.

Bibliografia

Aronson, R. L. (1991). *Self-employment: A labor market perspective*. Ithaca, NY: ILR Press.
Bellucci, A., Borisov, A., & Zazzaro, A. (2010). Does gender matter in bank–firm relationships? Evidence from small business lending. *Journal of Banking & Finance*, *34*(12), 2968–2984. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.008
Brush, C. G. (1992). Research on Women Business Owners: Past Trends, a New Perspective and Future Directions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *16*(4), 5–30. https://doi.org/10.1177/104225879201600401
Byrnes, J. P., Miller, D. C., & Schafer, W. D. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, *125*(3), 367–383. https://doi.org/10.1037/0033-2909.125.3.367
Camisón, C., & Villar López, A. (2010). An examination of the relationship between manufacturing flexibility and firm performance: The mediating role of innovation. *International Journal of Operations & Production Management*, *30*(8), 853–878. https://doi.org/10.1108/01443571011068199
Carter, N. M., Williams, M., & Reynolds, P. D. (1997). Discontinuance among new firms in retail: The influence of initial resources, strategy, and gender. *Journal of Business Venturing*, *12*(2), 125–145. https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00033-X
Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D., & Sansone, C. (2010). The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information. *Family Business Review*, *23*(3), 246–265. https://doi.org/10.1177/0894486510374302
Castillo, M. E., & Cross, P. J. (2008). Of mice and men: Within gender variation in strategic behavior. *Games and Economic Behavior*, *64*(2), 421–432. https://doi.org/10.1016/j.geb.2008.01.009

Chaganti, R., DeCarolis, D., & Deeds, D. (1996). Predictors of Capital Structure in Small Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *20*(2), 7–18. https://doi.org/10.1177/104225879602000202
Coleman, S. (2000). Access to Capital and Terms of Credit: A Comparison of Men- and Women- Owned Small Businesses. *Journal of Small Business Management*, *38*(3), 37–52.
Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature*, *47*(2), 448–474. https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448
Direttiva UE 95/2014. (2014, ottobre 22). *DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*. Recuperato da http://data.europa.eu/eli/dir/2014/95/oj
Eagly, A. H., & Karau, S. J. (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *Psychological Review*, *109*(3), 573–598. https://doi.org/10.1037/0033-295X.109.3.573
Erkut, S., Kramer, V. W., & Konrad, A. M. (2008). Critical Mass: Does the Number of Women on a Corporate Board Make a Difference? In S. Vinnicombe, V. Singh, R. Burke, D. Bilimoria, & M. Huse, *Women on Corporate Boards of Directors* (pag. 12850). https://doi.org/10.4337/9781848445192.00028
Estes, R., & Hosseini, J. (1988). The Gender Gap on Wall Street: An Empirical Analysis of Confidence in Investment Decision Making. *The Journal of Psychology*, *122*(6), 577–590. https://doi.org/10.1080/00223980.1988.9915532
Fabowale, L., Orser, B., & Riding, A. (1995). Gender, Structural Factors, and Credit Terms between Canadian Small Businesses and Financial Institutions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *19*(4), 41–65. https://doi.org/10.1177/104225879501900404
Golfo-Mosca. (2011, luglio 12). *Legge 120/2011—Equilibrio tra i generi negli organi delle società quotate—GU Serie Generale n.174 del 28-07-2011*. Recuperato da https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2011/07/28/011G0161/sg
Gottardo, P., & Maria Moisello, A. (2014). The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, *40*(3), 254–275. https://doi.org/10.1108/MF-03-2013-0065
Grable, J. E. (2000). Financial Risk Tolerance and Additional Factors That Affect Risk Taking in Everyday Money Matters. *Journal of Business and Psychology*, *14*(4), 625–630. Recuperato da JSTOR.
Hanel, P., & St-Pierre, A. (2002). Effects of R&D Spillovers on the Profitability of Firms. *Review of Industrial Organization*, *20*(4), 305–322. Recuperato da JSTOR.
Ietto-Gillies, G. (1998). Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of internationalization: An empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations. *Transnational Corporations*, *7*(1), 17–39.
Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, *36*(4), 620–630. https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1998.tb01740.x
Kafouros, M. I., Buckley, P. J., Sharp, J. A., & Wang, C. (2008). The role of internationalization in explaining innovation performance. *Technovation*, *28*(1–2), 63–74. https://doi.org/10.1016/j.technovation.2007.07.009
Mariotti, S., & Mutinelli, M. (2017). *Italia multinazionale 2017: Le partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia*. Roma: ICE.
Marlow, S., & Patton, D. (2005). All Credit to Men? Entrepreneurship, Finance, and Gender. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *29*(6), 717–735. https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00105.x
Masters, R., & Meier, R. (1988). Sex Differences and Risk-Taking Propensity of Entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, *26*(1), 31–35.
Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: Women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management: An International Journal*, *25*(7), 586–604. https://doi.org/10.1108/17542411011081383
Morris, M. H., Miyasaki, N. N., Watters, C. E., & Coombes, S. M. (2006). The Dilemma of Growth: Understanding Venture Size Choices of Women Entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, *44*(2), 221–244. https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2006.00165.x
Muravyev, A., Talavera, O., & Schäfer, D. (2009). Entrepreneurs' gender and financial constraints: Evidence from international data. *Journal of Comparative Economics*, *37*(2), 270–286. https://doi.org/10.1016/j.jce.2008.12.001
Pope-Davis, D. B., & Coleman, H. L. K. (A c. Di). (2000). *The intersection of race, class, and gender in multicultural counseling*. Thousand Oaks, Calif: Sage Publications.
Powell, M., & Ansic, D. (1997). Gender differences in risk behaviour in financial decision-making: An experimental analysis. *Journal of Economic Psychology*, *18*(6), 605–628. https://doi.org/10.1016/S0167-4870(97)00026-3
Robb, A. M., & Watson, J. (2012). Gender differences in firm performance: Evidence from new ventures in the United States. *Journal of Business Venturing*, *27*(5), 544–558. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.10.002

Schwab, A., Werbel, J. D., Hofmann, H., & Henriques, P. L. (2016). Managerial Gender Diversity and Firm Performance: An Integration of Different Theoretical Perspectives. *Group & Organization Management*, *41*(1), 5–31. https://doi.org/10.1177/1059601115588641
Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, *80*(2), 385–417. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005
Watson, J., & Robinson, S. (2003). Adjusting for risk in comparing the performances of male- and female-controlled SMEs. *Journal of Business Venturing*, *18*(6), 773–788. https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00128-3
Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics: A modern approach*. Melbourne: South-Western Cengage Learning.