



UNIVERSITÀ DELLA
CALABRIA

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA
Dipartimento di Scienze Aziendali e Giuridiche – DISCAG

Dottorato di Ricerca in Scienze Economiche e Aziendali

CICLO
XXXIII

**La *Compliance* in tema di Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi: effetti sulle
performance operative e determinanti**

Settore Scientifico Disciplinare SECS-P/07

Coordinatore: Ch.mo Prof. Franco Ernesto Rubino

Firma

Firma oscurata in base alle linee
guida del Garante della privacy

Supervisore/Tutor: Ch.mo Prof. Franco Ernesto Rubino

Firma

Firma oscurata in base alle linee
guida del Garante della privacy

Dottoranda: Dott. ssa Tonia Tassone

Firma

Firma oscurata in base alle linee
guida del Garante della privacy

ABSTRACT

Nel corso degli ultimi decenni l'importanza del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, quale strumento di governo aziendale per il raggiungimento efficaci ed efficienti degli obiettivi aziendali, è stata ampiamente riconosciuta da accademici e *practitioner* di tutto il mondo. Con il presente lavoro si è inteso rispondere alla *call* lanciata dalla comunità scientifica relativa all'esigenza di nuove analisi e contributi empirici sugli effetti dell'applicazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi sull'attività d'impresa nel contesto europeo.

In particolare, l'obiettivo vuole essere duplice: i) comprendere se una maggiore qualità della *compliance* alle raccomandazioni fornite dal Codice di Autodisciplina, in tema di controlli interni e gestione dei rischi, migliora le *performance* operative delle società quotate italiane; ii) comprendere quali sono i principali fattori interni che inducono le società quotate italiane a migliorare la qualità della *compliance* alle predette raccomandazioni.

Lo studio fa riferimento al contesto italiano, poiché ancora poco esplorato e ben rappresentativo di quello europeo, e analizza un campione di 111 società quotate appartenenti a 9 differenti settori industriali. Al fine di valutare impatto e determinanti della qualità della *compliance*, si è proceduto con la costruzione di un apposito *score* (l'*Internal Control System Compliance Score- ICSCS*), sottoposto ad opportuni test di *affidabilità* e *validità*.

I risultati indicano un effetto positivo e statisticamente significativo della *compliance or explanation* alle raccomandazioni inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi sulle *performance* operative, confermando quanto tendenzialmente sostenuto dalla letteratura d'oltreoceano. Inoltre, emerge che i fattori interni all'azienda che influenzano maggiormente la qualità della *compliance or explanation* risultano essere relativi alla composizione del CdA, piuttosto che alla sua dimensione o al suo funzionamento.

ABSTRACT	I
INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1	8
Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi (SCIGR) e Corporate Governance ...	8
1.1 Il SCIGR: definizione e <i>framework</i> di riferimento	8
1.2 Corporate Governance e Performance.....	17
1.3 Studi sulla <i>compliance</i> ai Codici di Autodisciplina	23
1.4 La <i>disclosure</i> in tema di SCIGR	31
CAPITOLO 2	35
Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi: gli effetti economici e le sue determinanti	35
2.1 Gli effetti del Sistema di Controllo Interno	35
2.2 SCIGR e Performance operative d’impresa.....	43
2.3 Determinanti del SCIGR.....	46
CAPITOLO 3	53
Analisi empirica: obiettivi, metodologia e risultati	53
3.1 Obiettivi, contributi e ipotesi di ricerca	53
3.2 Campione e metodologia dell’analisi	60
3.3 Variabile di performance	62
3.4 ICSCScore: costruzione, test di affidabilità e validità interna.....	63
3.5 Variabili di controllo	68
3.6 Risultati empirici: descrizione ed interpretazione	71
CONCLUSIONI	92
APPENDICE A	97
APPENDICE B	109
APPENDICE C	113
APPENDICE D	119
BIBLIOGRAFIA	120

INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha come obiettivo lo studio degli effetti economici e delle determinanti della *compliance* delle società quotate italiane alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina in tema di sistema di controllo interno e gestione dei rischi (SCIGR). Quest'ultimo viene definito dallo stesso Codice come "*l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione ed il monitoraggio dei principali rischi aziendali*".

Il sistema per definizione assume le forme di un "*processo*" strumentale al raggiungimento del fine aziendale. In particolare, esso viene "*progettato per fornire una ragionevole certezza in merito alla realizzazione degli obiettivi rientranti nelle seguenti categorie:*

- *efficacia ed efficienza delle attività operative, nella quale vengono inclusi gli obiettivi di base di un'azienda, compresi quelli di performance, di redditività e di protezione delle risorse;*
- *attendibilità delle informazioni del bilancio, sia in termini di preparazione che di pubblicazione dello stesso;*
- *conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore a cui è sottoposta la società*" (CoSo, 2013).

A contribuire in maniera decisiva all'affermazione del sistema di controllo interno come meccanismo fondamentale per il perseguimento efficace ed efficiente degli obiettivi aziendali è stata di fatto la forte spinta normativa, avuta negli ultimi decenni in risposta ai mutamenti degli scenari competitivi e ai numerosi scandali finanziari (Gillan, 2006; Leng & Ding, 2011; Michelon et al., 2009; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Williamson, 1983).

La necessità di strutturare ed implementare un adeguato sistema di controllo interno e gestione dei rischi è andata affermandosi gradualmente, con le dovute specificità, sia nei contesti con un sistema *hard law* che in quelli con un sistema *soft law*, fino a diffondersi su scala globale. Sorgono, infatti, leggi *ad hoc* che ne rendono obbligatori l'informativa (ad es. in US) e *best practices* raccomandate dalle istituzioni attraverso codici di *corporate governance* (come nell'Europa continentale). Nel corso del tempo è diventato sempre più cruciale conoscere gli effettivi benefici dell'applicazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi così come raccomandato dai *policy maker*, soprattutto a fronte degli elevati costi da sostenere e dei rischi/opportunità in cui incorrono le imprese (Deumes & Knechel, 2008; Healy & Palepu, 2001; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Verrecchia, 2001).

La maggior parte della precedente letteratura sugli effetti de sistema di controllo interno ha supportato la tesi secondo la quale la sua applicazione, tra le altre cose, contribuisce al miglioramento delle *operations* aziendali, quindi delle *performance* operative (Cheng et al., 2013; Cheng et al., 2017; Feng et al., 2009, 2015). Tuttavia, la specificità dei contesti legislativi, economici e culturali (Hooghiemstra et al., 2015) in cui tali studi sono stati condotti (prevalentemente quello statunitense e cinese) non permette di inferire i relativi risultati a contesti con caratteristiche indiscutibilmente differenti, come quello europeo (Chalmers et al., 2019) e in particolare quello italiano.

Gli studi nel panorama nazionale condotti sulla *compliance* al Codice di Autodisciplina (Bianchi et al., 2012) ed in particolare sulle eventuali relazioni con le *performance* (Abatecola, Caputo, Mari, & Poggesi, 2011; Bianchi, Ciavarella, & Novembre, 2010; Martino & Regoliosi, 2018) sembrano estremamente ridotti. I contributi esistenti oltre a considerare esclusivamente misure di *performance* finanziarie, non considerano il tema relativo al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ormai divenuto fondamentale per la vita e lo sviluppo aziendale. Tali studi, inoltre, non approfondiscono la rilevante questione del “*one size does not fit all*”. ritenuta importante in contesti imprenditoriali variegati (Arcot & Bruno, 2006; Goncharov et al., 2006). Nel contesto di riferimento rimane del tutto aperto il dibattito sulla possibilità che la *compliance* al Codice di Autodisciplina delle società possa costituire un mero esercizio “*tick the box*” (Arcot & Bruno, 2006; Zattoni & Cuomo, 2008), oppure, sia volto ad un sostanziale miglioramento dell’efficienza e dell’efficacia delle operazioni di gestione. Altrettanto importante, dunque, è risultato sapere se l’applicazione di tali raccomandazioni sia un esercizio alimentato da motivazioni di legittimazione dell’azione delle imprese sul mercato globale, come spesso accade nei Paesi *civil law* (Zattoni e Cuomo, 2008), oppure dalla volontà reale di migliorare l’efficienza della gestione aziendale.

Con il presente studio si è inteso colmare i *gap* emersi in letteratura con riferimento al contesto italiano, risultato ancor poco esplorato. In particolare, nel contesto nazionale, a differenza di quanto avvenuto nei Paesi d’oltreoceano, non sono state riportate in precedenza evidenze empiriche che documentassero l’effettivo miglioramento delle *performance* operative in seguito all’applicazione delle *best practices* sul SCIGR.

Il panorama italiano risulta un valido esempio rappresentativo del contesto europeo poiché, caratterizzato da una minore protezione degli investitori e da una regolamentazione basata su un approccio *principle-based*, come la maggior parte dell’Europa continentale. Considerata

l'ancora irrisolta problematica delle potenziali inefficienze generate da fenomeni di duplicazione e sovrapposizione di compiti e funzioni di controllo che affligge sovente le imprese italiane medio-grandi (Cortesi et al., 2009; Gasparri, 2013; Onori, 2016), sarebbe utile comprendere se l'attuazione di un SCIGR conforme alle raccomandazioni compartecipi alle possibili inefficienze derivanti dalla congestione di diverse funzioni di controllo interno. Sarebbe utile, ai fini di un processo di valutazione della logica di adozione dei Codici di Autodisciplina, verificare se la relazione positiva tra la *compliance* in materia di sistema di controllo interno e *performance* operative documentata in contesti con una maggiore *enforcement* (vedi U.S.) si riconferma anche in contesti *principle-based*. I risultati dell'analisi potrebbero consentire l'individuazione di importanti *driver* della *compliance or explanation* in tema di controllo interno e gestione dei rischi, dunque di uno stile di *governance* ottimale per il raggiungimento degli obiettivi aziendali e per garantire maggiore trasparenza al mercato.

Alla luce dell'impatto positivo di tale *compliance* sulle *performance* e dell'importante dibattito sulla necessità di potenziare e migliorare il meccanismo di *compliance or explanation* (Alvaro, Ciccaglioni, & Siciliano, 2013), al fine di garantire maggiore trasparenza e correttezza dell'attività gestionale, si è ritenuto importante ricercare i principali fattori che favoriscono una maggiore aderenza alle *best practices* in oggetto. Coerentemente con la letteratura nazionale ed internazionale, nell'analisi empirica si analizzano fattori interni di *governance* come composizione, struttura, indipendenza e funzionamento del CdA, *gender diversity*, e struttura proprietaria. I contributi esistenti sul tema offrono risultati contrastanti sugli aspetti strutturali di CdA e della proprietà, mentre convergono sugli altri fattori.

Il lavoro è stato suddiviso in tre capitoli. Il primo ha analizzato la letteratura relativamente ai tre ambiti di ricerca a cui si intende contribuire: relazione tra *corporate governance* e *performance*; effetti e livelli della *compliance* ai codici di *corporate governance*; *disclosure* in tema di SCIGR. Nello stesso fornisce anche una puntuale descrizione e definizione di sistema di controllo interno e gestione dei rischi con il relativo *framework* di riferimento. Il secondo capitolo ha analizzato la letteratura nazionale ed internazionale relativamente agli effetti economici, con particolare attenzione alle *performance* operative, nonché alle determinanti dell'applicazione del SCIGR. Infine, nel terzo capitolo sono state condotte due analisi empiriche. In particolare, è stato analizzato l'impatto della *compliance* in tema di SCIGR (misurate tramite uno *score* autodefinito) sulle *performance* operative delle imprese e sull'impatto dei principali fattori interni delle società sulla suddetta *compliance*. L'analisi considera un campione di 111 società italiane quotate al MTA appartenenti a 9 differenti settori

industriali, con un arco temporale di riferimento di due anni (corrispondenti a due mandati del CdA). Questo per apprezzare le potenziali differenze nello stile di governo e di conseguenza nell'approccio alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina (soprattutto in tema di SCIGR). In altri termini, tale scelta è stata effettuata al fine di cogliere gli aspetti principali del fenomeno in termini diacronici e sincronici.

CAPITOLO 1

Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi (SCIQR) e Corporate Governance

1.1 Il SCIQR: definizione e *framework* di riferimento

Attualmente non esiste a livello internazionale una definizione univoca del concetto di “sistema di controllo interno”. Già nel 2005 la allora *Fédération des Experts Comptables Européens* (FEE)¹, nel suo *Discussion Paper*, sottolineava la necessità di un’azione volta ad uniformare la definizione e gli strumenti di regolamentazione del sistema di controllo interno delle imprese europee, per il miglioramento delle pratiche di *governance*, della trasparenza e della capacità di creare valore in un mercato globale. Sebbene tale questione rimanga ancora aperta nel contesto nazionale il termine è stato diverse volte citato dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, dal Codice Civile e dal TUF², inserendolo nel novero delle materie la cui vigilanza viene attribuita all’organo di controllo.

Considerati gli obiettivi del presente studio, è parso doveroso fare esplicito riferimento alla definizione fornita dal Codice di Autodisciplina delle società quotate (altrimenti detto “Codice”) nella sua versione più recente³. Quest’ultimo utilizza il termine di *sistema di controllo interno e gestione dei rischi* sottolineando l’importanza data più recentemente all’attività integrata di gestione del rischio, quale snodo cruciale per la *governance* aziendale. Il sistema di controllo interno e gestione dei rischi viene definito come «*l’insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l’identificazione, la misurazione, la gestione ed il monitoraggio dei principali rischi*»⁴. In particolare, esso

¹ La *Fédération des Experts Comptables Européens* (FEE), creata nel 1987 dalla fusione dell’*Union Européenne des Experts Comptables Economique et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e di Finanza – UEC) e dal gruppo di studio degli esperti contabili della allora CEE, dal 2016 viene riconosciuta con il nome di *Accountancy Europe*. Essa è un’associazione internazionale rappresentativa della professione di esperto contabile dei paesi europei e rappresenta una delle tre organizzazioni riconosciute a livello internazionale dall’IFAC (*International Federation of Accountants*) accanto a CAPA (*Confederation of Asia Pacific Accountants*) e a IAA (*International Accounting Association*).

² A tal proposito si veda il TUF (Testo Unico della Finanza), D.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

³ (Codice di Autodisciplina, 2018).

⁴ Più precisamente il Codice recita che «*la normativa e il Codice si riferiscono al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi come a un sistema unitario di cui il rischio rappresenta il filo conduttore*». Secondo il *Committee of Sponsoring Organizations of Treadway Commissions* (CoSO) «*la gestione del rischio aziendale è un processo, posto in essere dal consiglio di amministrazione, dal management e da altri operatori della struttura aziendale; utilizzato per la formulazione delle strategie in tutta l’organizzazione; progettato per individuare eventi*

«contribuisce a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali definiti dal Consiglio di Amministrazione, favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli». Inoltre, esso «concorre ad assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità delle informazioni fornite agli organi sociali ed al mercato e il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne». Lo stesso Codice precisa che il sistema di controllo interno e gestione dei rischi deve «essere integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario», nonché «tenere in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale».

In particolare, mentre l'efficacia fa riferimento alla realizzazione degli obiettivi dell'organizzazione, l'efficienza attiene all'ottimizzazione dell'impiego delle risorse disponibili per i predetti obiettivi. Secondo la definizione, l'informazione fornita dall'impresa deve essere coerente con il contesto in cui si inserisce. Con particolare riferimento ai dati di bilancio, è necessario che questi abbiano gli attributi di *esistenza*, *completezza* ed *accuratezza* previsti dai principi contabili nazionali ed internazionali. Il rispetto delle norme, delle leggi, e dei regolamenti che disciplinano l'operato dell'organizzazione deve essere insito negli output generati e nel comportamento di ciascun soggetto coinvolto nell'attività aziendale. Tale attitudine coincide con la cosiddetta “*compliance*”. Quest'ultima, oltre ad impedire possibili sanzioni (penali e/o amministrative) e danni reputazionali, mira a garantire la tutela del processo di creazione di valore (Cantino, 2009). Dall'analisi della definizione fornita dal Codice di Autodisciplina emerge un evidente riferimento al sistema di controllo interno concepito secondo l'*Internal Control Integrated Framework* pubblicato dal CoSO nel 1992⁵ (altrimenti chiamato “*CoSO Report I*”). Questo viene attualmente considerato il più importante *framework* di riferimento per le imprese di tutto il mondo, ivi comprese quelle italiane, impegnate nella

potenziali che possono influire sull'attività aziendale, per gestire il rischio entro i limiti accettabili e per fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali».

⁵ Il *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (CoSO), nato nel 1985 dall'unione di cinque organizzazioni professionali – American Accounting Association, American Institute of Certified Public Accountants, Financial Executives International, Association of Accountants and Financial Professionals in Business e Institute of Internal Auditors – ha l'obiettivo di «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» (CoSO, 2013). Il CoSo emette periodicamente le linee guida attinenti alla gestione dei rischi aziendali, al controllo interno e alla prevenzione delle frodi. In generale la loro *mission* consiste nel miglioramento della *Corporate Governance* e alla standardizzazione dell'orientamento di governo nelle aree di attività aziendali particolarmente soggette a rischio. Il CoSO Report (2013), è stato riconosciuto dalla Securities and Exchange Commission (SEC) come *best practice* di riferimento per costruire un'adeguata architettura dei Sistemi di Controllo Interno, conformati anche alle prescrizioni previste dalla Sarbanes-Oxley Act del 2002. A metà degli anni '90, tra gli altri riconoscimenti, anche l'Istituto Monetario Europeo (ora Banca Centrale Europea) ha indicato il CoSO Report come esempio per i Sistemi di Controllo Interno da implementare nelle banche.

costruzione e nell'implementazione di un sistema di controllo interno e gestione dei rischi. Infatti, così come per gran parte delle imprese europee, anche per quelle Italiane è necessario un costante riferimento agli standard e alla letteratura d'oltreoceano nel processo di analisi e progettazione della struttura del sistema di controllo e di gestione dei rischi. Questo perché, a differenza del contesto europeo, negli Stati Uniti la tematica del controllo assumeva un'importanza fondamentale già dalla metà degli anni '80. Successivamente agli scandali finanziari scoperti nei primi anni duemila⁶, le autorità americane hanno dato inizio ad una serie di provvedimenti legislativi con l'obiettivo di fronteggiare il rischio di attività fraudolente e di migliorare la qualità delle informazioni finanziarie su cui reggevano le scelte di *governance*. Tali azioni furono messe in campo anche al fine di migliorare l'elaborazione delle strategie competitive sul mercato. In particolare, l'attenzione dei *policy maker* si spostò dall'attuazione di efficaci presidi di controllo, con la pubblicazione del *CoSO Report I* del 1992, ad una struttura integrata di gestione dei rischi aziendali, con la pubblicazione del *CoSO Report II* nel 2004. In definitiva, la definizione del sistema di controllo interno e gestione rischi fornita dal CoSO Report trova oggi valenza generale. Secondo l'*Internal Control Integrated Framework*, il sistema di controllo interno viene definito come «*un processo, implementato dal Consiglio di Amministrazione, dai dirigenti e dagli altri operatori della struttura aziendale, progettato per fornire una ragionevole certezza in merito alla realizzazione degli obiettivi rientranti nelle seguenti categorie:*

- *efficacia ed efficienza delle attività operative, nella quale vengono inclusi gli obiettivi di base di un'azienda, compresi quelli di performance, di redditività e di protezione delle risorse;*
- *attendibilità delle informazioni del bilancio, sia in termini di preparazione che di pubblicazione dello stesso;*
- *conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore a cui è sottoposta la società».*

Secondo tale definizione il sistema assume le forme di un “*processo*” strumentale al raggiungimento del fine aziendale. Pertanto, esso comprende una serie di operazioni che coinvolgono l'impresa nella sua interezza (dalle unità operative alle aree funzionali) e che si intrecciano nelle attività fondamentali di pianificazione, esecuzione e monitoraggio. Tale processo richiama l'impiego di *policy* e procedure aziendali; le prime stabiliscono “cosa” e “quanto” il management si prefigge di raggiungere, mentre le seconde stabiliscono l'insieme di

⁶ Si ricordano a tal proposito alcuni tra i più eclatanti scandali finanziari che hanno coinvolto importanti aziende americane come Enron, la società di revisione Arthur Andersen, WorldCom e Tyco International.

azioni e le pratiche necessarie a realizzare le predette politiche. Il processo trova piena attuazione se integrato nella struttura dell'organizzazione e si instaura nella sua cultura aziendale. Ciò permette una maggiore abilità nel raggiungere gli obiettivi oltre che una riduzione dei costi dovuti alla stesura di procedure per ciascun livello (CoSO, 2013).

È importante specificare che il sistema di controllo e gestione dei rischi è costituito oltre che da *policy* e procedure in forma documentale, soprattutto da *capitale umano* (Consiglio di Amministrazione, *Senior managers*, e tutto il personale) (CoSO, 2013). Il Consiglio di Amministrazione costituisce parte fondamentale, oltre che per il monitoraggio delle attività di controllo, anche per l'emanazione dell'indirizzo e la diffusione della cultura del controllo a tutti i livelli aziendali. Ogni individuo coinvolto nell'attività aziendale contribuisce col proprio personale *background* alla realizzazione del valore aziendale. Le stesse peculiarità che caratterizzano e differenziano tra loro gli agenti possono da un lato costituire un valore per l'impresa e, dall'altro, generare un disallineamento tra gli obiettivi personali e quelli aziendali. Infatti, questa visione del sistema di controllo interno sottolinea che gli obiettivi aziendali possono essere raggiunti solo mediante un grado di sicurezza ragionevole⁷ e non assoluto a causa dei limiti insiti in ogni organizzazione (CoSO, 2013).

Secondo l'*Internal Control Integrated Framework*, quindi, l'architettura del sistema di controllo interno e gestione dei rischi è caratterizzata da *componenti, obiettivi e livelli o entità* fortemente interrelati tra loro. Tale interrelazione viene rappresentata intuitivamente dal l'*Internal Control Integrated Framework* come un cubo le cui facce rappresentano rispettivamente *componenti, obiettivi e livelli* (Figura 1).

⁷ Nel documento *Internal Control Integrated Framework* viene utilizzato il termine anglo-sassone "*reasonable assurance*".



Figura 1. CoSO Internal Control Integrated Framework

Il *framework*, nello specifico, prevede cinque *componenti*, quattro *obiettivi* e diversi *livelli* in base alla specifica struttura aziendale⁸. Più precisamente le cinque componenti sono:

1. *Ambiente di controllo*
2. *Valutazione del rischio;*
3. *Attività di controllo;*
4. *Informazione e comunicazione;*
5. *Monitoraggio.*

In generale, esse rappresentano l'insieme delle azioni necessarie affinché vengano raggiunti gli obiettivi aziendali. Ovviamente la tipicità (dimensione, cultura, filosofia gestionale, ecc.) e l'appartenenza a diversi settori industriali inducono ogni organizzazione a definire diversi sistemi di controllo interno (unici nella loro complessità). Tuttavia, ogni realtà aziendale necessita dell'interrelazione degli elementi che compongono il cubo.

In particolare, per *Ambiente di controllo* si intende l'insieme delle azioni, delle politiche e le procedure che riflettono l'attitudine del management (alta direzione, CdA, ecc.) relativamente alla diffusione della consapevolezza dell'importanza del controllo interno. Esso rappresenta la componente di maggiore peso per l'organizzazione poiché su di essa poggiano tutte le restanti componenti del sistema. Infatti, esso costituisce la base sulla quale vengono organizzati e

⁸ Considerato l'obiettivo del presente studio, in questa sede ci si è limitati ad esporre in maniera sintetica le componenti e i relativi principi. Infatti, ciascuna componente prevede diciassette principi che rappresentano i fattori di base su cui si fondano. Infine, a supporto dei principi sussistono ottantuno attributi che esprimono le caratteristiche associate a ciascun principio.

stabilite le attività, gli obiettivi, le strategie e valutati i rischi aziendali. In sostanza, risulta essere l'architettura con cui il sistema viene progettato. Esso viene considerato efficace se diffuso a tutti i livelli e deve essere in grado di indurre tutti gli operatori ad agire nel rispetto dei valori etici, delle leggi e dei regolamenti.

Tale componente è caratterizzata a sua volta da principi come:

- a) il *commitment* dell'organizzazione all'integrità e ai valori etici (ad es. l'adozione di un codice etico, codice di condotta, CSR, bilancio di sostenibilità, ecc.);
- b) l'indipendenza e il monitoraggio delle attività da parte del CdA;
- c) la definizione da parte del *management* delle responsabilità nel perseguire gli obiettivi (ad es. definizione di un adeguato sistema di deleghe e procure);
- d) l'impegno dell'organizzazione ad attrarre e mantenere individui con adeguate capacità e a rendere i soggetti interni consapevoli delle loro responsabilità rispetto al sistema di controllo interno (ad es. un adeguato sistema di reclutamento, di formazione e addestramento del personale).

Per *Valutazione del Rischio* o propriamente detto "*Risk Assessment*" si intende l'attività di individuazione ed analisi dei rischi aziendali (interni o esterni). Atteso che per rischio si intende qualsiasi tipo di circostanza che possa ridurre le probabilità di realizzazione degli scopi aziendali, la relativa valutazione si caratterizza di una serie di *step*:

- a) individuazione di specifici eventi;
- b) valutazione dei rischi nelle sue due componenti di *probabilità* ed *impatto*;
- c) definizione, prioritizzazione e attuazione delle azioni di intervento con l'eventualmente assunzione di un ragionevole grado di rischio.

Pertanto, i principi fondamentali di questa componente consistono nel definire gli obiettivi con chiarezza e per ciascun livello in modo da permettere l'individuazione e l'analisi di eventuali rischi ad essi connessi e valutare i cambiamenti del contesto ambientale che potrebbero impattare sul sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Per *Controlli Interni* si intende l'insieme di tutte le attività (stabilite tramite le politiche) e le procedure adottate, a tutti i livelli dell'organizzazione (*business unit*, unità organizzative, divisioni, società controllate, ecc.), finalizzate ad affrontare e mitigare i rischi potenzialmente rilevanti per il raggiungimento degli obiettivi. Essi dipendono in maniera rilevante dalla specificità delle realtà aziendale e vengono implementati con precisa consapevolezza delle azioni da intraprendere in ciascuna circostanza. I principi fondamentali per il corretto svolgimento di tali attività consistono in:

- a) attuazione di un adeguato sistema di deleghe e procure (sistema di segregazione delle funzioni e delle responsabilità);
- b) un adeguato sistema documentale e di registrazione delle operazioni (utilizzo di tecnologie informatiche adeguate);
- c) un controllo fisico della sicurezza dei beni e delle informazioni (attività di monitoraggio periodiche mediante appositi strumenti);
- d) un sistema di controlli indipendenti (verifica da parte di soggetti terzi rispetto a chi svolge l'attività oggetto del controllo).

Per *Informazione e comunicazione* si intende un sistema caratterizzato da un flusso continuo di informazioni derivanti dall'interno e dall'esterno necessarie per lo svolgimento delle attività di controllo. Il principio base per questo sistema consiste nella necessaria qualità, rilevanza, efficacia e tempestività delle informazioni (ad es. un sistema informatizzato di veicolazione delle informazioni con utilizzo di specifici software). Le informazioni devono fluire attraverso tutta la struttura organizzativa tramite una comunicazione di tipo *top-down*, *bottom-up* e *trasversale*.

Infine, il *Monitoraggio* consiste nell'insieme di operazioni di verifica, continue e/o separate, dell'efficacia e dell'efficienza del sistema di controllo e di gestione dei rischi in tutte le sue componenti ed i suoi principi. In tal caso è fondamentale una tempestiva comunicazione delle eventuali deficienze o eventuali cambiamenti del contesto ambientale agli organi preposti (*management* e/o CdA) al fine di attuare adeguate azioni correttive.

Considerata la crescente importanza della relazione tra la *corporate governance* e la gestione dei rischi aziendali, oggi rispetto alla prima versione dell'*Internal Control Integrated Framework*, si vedono integrate tre ulteriori componenti relative all'approccio al rischio. Esse sono parte essenziale del *Framework ERM (Enterprise Risk Management)* (altrimenti chiamato *CoSO Report II*) pubblicato sempre dal CoSO nel 2004 che arricchisce, e non sostituisce, le cinque componenti in ottica integrata di controllo e di gestione dei rischi aziendali. In tal senso il *framework* intende la gestione del rischio come un processo continuo finalizzato alla massimizzazione delle *performance* aziendali, mediante la valutazione e l'analisi di eventi che possano costituire un'opportunità e non solo una minaccia (rischio inteso in senso negativo). Tali componenti sono: *Definizione degli obiettivi*; *Identificazione degli eventi*; *Risposta al rischio*.

Gli *Obiettivi*, che rappresentano la seconda faccia del cubo descritto dall'*Internal Control Integrated Framework*, sono i seguenti:

1. *Obiettivi operativi* che riguardano l'utilizzo efficiente delle risorse a disposizione e l'efficacia delle *Operations*. In sostanza attengono alla realizzazione della ragion d'essere dell'impresa stessa. Tale obiettivo varia in base al livello della struttura organizzativa di interesse, alle scelte gestionali del management e all'attività produttiva condotta;
2. *Obiettivi di Reporting*, che riguardano l'affidabilità delle informazioni fornite a tutti gli *stakeholder*. Il *Reporting* può essere interno o esterno; mentre il primo è sostanzialmente richiesto per esigenze interne all'organizzazione (misurazione delle *performance*, direzioni strategiche, piani operativi, ecc.), il secondo è richiesto generalmente da organi o enti esterni (legge, organi di controllo, *standards-setter organization*, mercato, ecc.). A loro volta, questi tipi di *reporting* possono essere di tipo finanziario o non finanziario a seconda dell'oggetto della comunicazione;
3. *Obiettivi di Compliance*, riguardano la necessaria conformità ed il rispetto alle leggi e dei regolamenti nell'esercizio delle attività d'impresa.

Con la pubblicazione del *CoSO Report II*, sono stati integrati anche gli obiettivi, inserendo gli *Obiettivi Strategici*. Essi vengono stabiliti dai vertici aziendali in coerenza con la *mission* aziendale e rappresentano il punto di partenza per la definizione delle attività aziendali.

Per quanto concerne l'aspetto organizzativo, il sistema di controllo interno e gestione dei rischi si articola in tre *livelli di difesa*:

- a. *controlli di prima linea o di primo livello* che attengono alle attività di controllo insite nei processi operativi e necessitano di una conoscenza delle attività e dei relativi rischi specifici. Essi sono messi in atto dalle stesse strutture produttive ed espletati tipicamente tramite procedure o sistemi informatici da chi effettua direttamente l'operazione o da chi ne ha la supervisione;
- b. *controlli di secondo livello* che consistono in controlli trasversali e di conformità svolti da organi di staff e volti ad individuare, valutare, gestire e controllare i rischi legati alle attività svolte. In particolare, (nel caso del *Risk Management*) a tale livello si definiscono le metodologie di misurazione del rischio, si verifica il rispetto dei limiti di responsabilità delle diverse funzioni e la coerenza delle attività delle aree produttive con i livelli di rischio accettati. Inoltre, (nel caso di *Compliance*) vengono definite i metodi di misurazione del rischio di conformità e intercettate azioni di prevenzione e correzione. Inoltre, (nel caso del *Dirigente Preposto*) si attesta la correttezza e la conformità alle leggi dell'informativa finanziaria. Infine, (nel caso del *Controllo di Gestione*) si verifica e misura l'efficacia e l'efficienza dei risultati derivanti dalle

operazioni aziendali relativamente agli obiettivi strategici prefissati e in relazione agli stessi si definisce la pianificazione strategica;

- c. *controlli di terzo livello*, sono svolti dalla figura dell'*Internal Audit* che ha il compito di garantire (in termini di “*assurance*”) la completezza, la funzionalità e l’adeguatezza della struttura del sistema di controllo interno e spesso facilita i processi di *Risk Assessment* e *Compliance* in mancanza di figure ad essi preposti. Le verifiche vengono condotte in via continuativa e pianificate tempestivamente, a volte da strutture indipendenti.

In definitiva, è utile ricordare quanto riportato dal Codice di Autodisciplina in merito all’applicazione dei sistemi di controllo interno e gestione dei rischi, ossia: «*spetta a ciascun emittente stabilire quale sia l’assetto organizzativo più idoneo, in relazione alle caratteristiche dell’impresa*». Questo significa che implementare un sistema di controllo interno e gestione dei rischi non risulta essere un mero esercizio “*copy and paste*” di regole standardizzate, bensì un processo attento e modulato sulle specifiche esigenze di ciascuna impresa. Lo stesso CoSO, infatti, suggerisce che in casi particolari la mancata applicazione di taluni principi e/o attributi dell'*Internal Control Integrated Framework*, non pregiudica l’efficacia e l’efficienza del sistema di controllo interno, bensì riflette la particolarità dei bisogni di ciascuna impresa (CoSO, 2013).

1.2 Corporate Governance e Performance

La *corporate governance* rappresenta ormai da diverso tempo un tema di estrema importanza per una larga platea di agenti economici (mercato e suoi operatori, *policy maker*, media ed accademici). Nonostante essa sia stata oggetto di molteplici definizioni, in questa sede si è ritenuto maggiormente utile riferirsi principalmente a due di esse. La prima, è contenuta nel *Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance* (o diversamente chiamato *Cadbury Report*)⁹ e definisce la *corporate governance* come «*il sistema con il quale le aziende vengono dirette e controllate*». La seconda, contenuta nel preambolo dei *Principi di Corporate Governance* recanti linee guida in materia dell'OECD (2004), risulta più ampia e comprensiva e concepisce la *corporate governance* come «*l'insieme di relazioni tra il management, board, shareholders e stakeholder, consistente nella struttura deputata a stabilire gli obiettivi dell'impresa e a determinare i mezzi necessari al conseguimento di tali finalità nonché gli strumenti di controllo e misurazione dei risultati ottenuti*».

È ormai noto che sotto il profilo teorico il tema della *corporate governance* affonda le proprie radici nella questione relativa ai cosiddetti problemi di agenzia (“*agency problems*”), derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo (Alchian & Demsetz, 1972; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). L'interesse crescente da parte degli accademici di tutto il mondo verso tale tematica è culminato in importanti teorie volte a definirne i meccanismi alla base, nonché i possibili impatti sul processo di creazione di valore (Berle & Means, 1932; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999; La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997; Morck, Shleifer, & Vishny, 1990; Roe, 1994; Shleifer & Vishny, 1997; Tirole, 2001; Zingales, 1998). Inoltre, nel corso degli anni, gli ormai ben noti *default* finanziari che all'inizio del nuovo millennio hanno interessato alcuni dei più grandi colossi a livello mondiale¹⁰, hanno reso la “buona *governance*” un fattore imprescindibile per tutelare gli interessi dei diversi attori economici, promuovere il benessere della società e lo sviluppo economico. Sono sorti, pertanto, in diverse parti del mondo importanti iniziative consistite nell'introduzione di norme, regole e *standard* di comportamento

⁹ Pubblicato su iniziativa del *London Stock Exchange*, del *Financial Reporting Council*, della *Confederation of British Industry* e dell'*Accountancy Profession*, della Commissione, esso rappresenta il primo e il più importante rapporto in materia di *corporate governance*. È stato poi seguito da nuove regolamentazioni, quali il Rapporto Greenbury (1995) e il Rapporto Hampel (1998, altrimenti noto come “*Combined Code*”, poi rivisto nel 2003).

¹⁰ Si ricordano tra gli altri i casi Enron, Xerox, WorldCom, Tyco, BP, Lehman Brothers, Tokyo Electric, Bear Stearns, Merrill Lynch, Barings Bank, Daiwa Bank, Sumitomo, Mirror Group, Parmalat, Cirio.

volti a contrastare tra le imprese eventuali fenomeni di *mala gestio*¹¹ (Bozec et al., 2010; Bozec & Bozec, 2012; Deumes & Knechel, 2008; Rose, 2016; Tariq & Abbas, 2013). Tali iniziative sono state in gran parte il riflesso del generale consenso (anche se basato su assunti puramente teorici) sulla questione secondo cui una buona *governance* contribuisce a migliorare le *performance* aziendali (Bozec et al., 2010) e a creare maggiore valore (Fox et al., 2016), in quanto concorre a migliorare le condizioni e le capacità di acquisizione di fonti di finanziamento esterne¹². In tale quadro sono sorti nella letteratura economico-aziendale importanti interrogativi circa i meccanismi di *governance* e le circostanze che contribuiscono alla creazione di valore, in particolare per gli *shareholders*. In particolare, si è dato inizio ad un ampio dibattito sulla relazione esistente tra *corporate governance* e *performance* aziendali (Bozec & Bozec, 2012; Fox et al., 2016). Tale interesse ha dato impulso ad un crescente proliferare di contributi empirici a livello internazionale. I primi studi hanno assunto quali elementi esplicativi singoli attributi di *governance* tendenzialmente individuati nella dimensione del *board* (Bhagat & Black, 2002; Hermalin & Weisbach, 1991), o nella sua composizione (Adjaoud, Zeghal, & Andaleeb, 2007; Agrawal & Knoeber, 1996; Coles, McWilliams, & Sen, 2001; Daily & Dalton, 1994; De Andres, Azofra, & Lopez, 2005; Eisenberg, Sundgren, & Wells, 1998; El Mir & Seboui, 2008; Fama, 1980; Klein, 1998; Ryan & Wiggins, 2004; Yermack, 1996). Nel corso del tempo tale ricerca ha gradualmente virato verso studi che consideravano indicatori aggregati, ossia indici costruiti autonomamente tramite rigorosi criteri (*Corporate Governance Index-CGI*) o *Governance ratings* pubblicati da autorevoli agenzie, al fine di cogliere in chiave olistica il contributo alle *performance* del complesso di meccanismi di governo societario. Nel contesto statunitense i principali studi vengono condotti sulla spinta della crescente necessità di comprendere i meccanismi sottostanti gli eclatanti casi di crisi finanziaria dei grandi colossi (*ex multis* Aggarwal & Williamson, 2006; Bebchuk, Cohen, & Ferrell, 2009; Bhagat & Bolton, 2008; Brown & Caylor, 2006; Cheng & Wu, 2011; Chidambaran, Palia, & Zheng, 2008; Core, Guay, & Rusticus, 2006; Gompers, Ishii, & Metrick, 2003). Nel complesso, i risultati emersi sono tra loro in evidente contrasto: metà di

¹¹ Per citarne solo alcuni tra i più significativi, si ricordano gli Stati Uniti con l'emanazione della *Sarbanes-Oxley Act*, seguirono sulla stessa scia il Regno Unito (*Higgs Report* del 2003), della Francia (aggiornamento del *Vienot II Report*, 2003), del Giappone (*Codes for Listed Companies*, 2004) e dell'Italia (*Riforma del Diritto Societario*, 2003; *Codice di Autodisciplina*, 2006; *Legge sul Risparmio*, 2005).

¹² Secondo (La Porta et al., 1998) la maggiore protezione degli investitori induce gli stessi ad investire più denaro, diminuendo i costi di approvvigionamento di fonti di finanziamento esterne. Inoltre, secondo Bauer, Günster e Otten (2004) una minore qualità della *corporate governance* consente un minore rendimento di mercato, in quanto le minoranze necessitano di maggiore garanzia per i loro investimenti in prospettiva della difficile estrazione dei benefici privati. Ciò a conferma del fatto che una *corporate governance* inefficiente genera costi di agenzia e rendimenti marginali decrescenti (Khanchel, 2007).

essi nega l'esistenza di una relazione tra *corporate governance* e *performance*, mentre l'altra metà sostiene una relazione positiva tra i due aspetti. In sostanza, tali risultati non forniscono una chiara evidenza degli effetti della *corporate governance* sulle *performance* (Renders et al., 2010). Un risultato simile lo si può osservare negli studi condotti sul contesto canadese (Foerster & Huen, 2004; Gupta, Kennedy, & Weaver, 2006; Klein, Shapiro, & Young, 2005), seppure esso sia caratterizzato da un differente sistema imprenditoriale e di governo¹³. Diverso, invece, si presenta il contesto dei paesi emergenti (Bai, Liu, Lu, Song, & Zhang, 2004; Rob Bauer, Frijns, Otten, & Tourani-Rad, 2008; Black, 2001; Black, Jang, & Kim, 2006; Black, Love, & Rachinsky, 2006; Chakrabarti, 2001; Cheung, Connelly, Limpaphayom, & Zhou, 2007; Klapper & Love, 2004; Zheka, 2011) ed europeo (Bauer, Günster, & Otten, 2004; Beiner, Drobetz, Schmid, & Zimmermann, 2006; Clacher, Doriye, & Hillier, 2011; Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004; Fernández-Rodríguez, Gómez-Ansón, & Cuervo-García, 2004; Kanellos & Karathanassis, 2007; Perez de Toledo, 2011; Renders et al., 2010; Shaukat & Padgett, 2011), i quali offrono finora risultati tendenzialmente coerenti che confermano una relazione positiva tra *corporate governance* e *performance* d'impresa. Sebbene tali studi abbiano proposto, anche mediante metriche consolidate, strumenti che valutano in termini sintetici e complessivi l'insieme di elementi che compongono la *corporate governance*, essi sono stati oggetto di non poche contestazioni (Bebchuk & Hamdani, 2009; Bhagat, Bolton, & Romano, 2008; Daines, Gow, & Larcker, 2010). In particolare, tra le principali critiche rientra la questione del “*on size does not fit all*” secondo cui non è ammissibile una “misura ottimale” che esprima la qualità della *corporate governance*, in quanto ogni realtà aziendale è caratterizzata da elementi di idiosincrasia ed unicità (Arcot & Bruno, 2006; Bhagat et al., 2008). Un utile esempio riportato da Bebchuk e Hamdani (2009) evidenzia come le aziende con una struttura proprietaria concentrata necessitano di meccanismi di governo differenti rispetto a quelle caratterizzate da un azionariato diffuso¹⁴. Come suggerito da Coffee (2005), infatti, i gravi episodi di dissesto finanziario e gli scandali legati alle condotte illecite dei manager, sebbene caratterizzati da alcuni aspetti comuni, hanno natura differente. Suddetta differenza è

¹³ Il sistema canadese, come quello europeo ed al contrario di quello statunitense, è caratterizzato da un approccio cosiddetto “*principle based*” maggiormente flessibile in termini di regolamentazione.

¹⁴ Questo a causa del potere degli azionisti di controllo i quali potrebbero agire opportunisticamente a discapito degli azionisti di minoranza (“*minority shareholders*”). La questione relativa alla concentrazione proprietaria ed i poteri che ne derivano per gli azionisti di controllo, viene trattata da diversi autori nella fase di identificazione delle misure di corporate governance (Black, 2001; Cheung et al., 2007; Klein et al., 2005; Price, Román, & Rountree, 2011; Zheka, 2011).

sostanzialmente da imputare alle diverse strutture di governo adottate nei differenti contesti. Gli scandali Enron e Parmalat costituiscono l'esempio più rappresentativo di tali differenze.

Anche negli studi effettuati a livello *cross-country*, seppure potenzialmente più adatti a cogliere gli aspetti relativi alle caratteristiche dei paesi, quali il livello di protezione degli investitori (Chen, Chen, & Wei, 2009; Renders et al., 2010) e la struttura finanziaria (*market-oriented* o *bank-oriented*) (Anderson & Gupta, 2009), emergono conclusioni contraddittorie. In particolare, secondo alcuni studi sussiste un rapporto di complementarità tra meccanismi di *corporate governance* e sistema legale (Aggarwal et al., 2007; Aggarwal & Williamson, 2006). In altri termini, in sistemi legali in cui la protezione degli investitori è maggiore (ad es. nei paesi economicamente più sviluppati) la qualità della *governance* risulta essere superiore (Aggarwal et al., 2007; Baird & Su, 2018; Doidge et al., 2007). Di contro, altri studi confermano un rapporto di tipo sostitutivo tra *corporate governance* e sistema legale, in quanto le imprese tendono a controbilanciare il basso grado di protezione degli investitori attuando meccanismi di *governance* più penetranti (Klapper & Love, 2004). In tali contesti la relazione positiva tra *corporate governance* e *performance*, confermata anche da altri autori (Renders et al., 2010), si rafforza (Durnev & Kim, 2005).

In definitiva, nonostante l'ingente mole di contributi a livello internazionale sul tema relativo all'associazione tra *corporate governance* e *performance*, ad oggi emerge una evidente frammentarietà dei risultati. Le possibili motivazioni possono essere molteplici data la non banale portata della questione. Sebbene sia incontestabile sul piano logico-concettuale una relazione tra *corporate governance* e *performance*, le difficoltà nel definire tale associazione possono essere imputabili a questioni relative al contesto di riferimento¹⁵, alle metodologie¹⁶ utilizzate

¹⁵ In particolare, nei paesi emergenti e in transizione, le leggi e le norme in materia di governo aziendale risultano meno cogenti rispetto ai paesi avanzati. Pertanto, sussiste un diverso grado di protezione degli investitori che si riflette, sulla base di quanto detto prima, nella capacità di creare valore. Un ulteriore fattore importante risulta il regime di governo di riferimento ("*principle-based approach*" oppure "*rule-based approach*"). Infine, è assolutamente importante considerare la natura del sistema di *corporate governance*. Si distinguono, infatti, il sistema *market-oriented* (tendenzialmente diffuso negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e nei paesi anglo-americani dove è radicata una economia di mercato, caratterizzato da un azionariato diffuso) in cui l'allineamento degli interessi tra *management* e azionisti avviene tramite compensazione del mercato azionario, ed il sistema *blockholder oriented* (tendenzialmente sviluppato in sistemi bancocentrici, è tipico dei paesi europei ad esclusione della Gran Bretagna), caratterizzato da una proprietà maggiormente concentrata in cui gli azionisti di controllo giocano un ruolo fondamentale nel disciplinare le azioni dei manager.

¹⁶ Tra i principali ostacoli metodologici riscontrati nella letteratura empirica sulla relazione tra *corporate governance* e *performance* la letteratura evidenzia problemi causati da endogeneità e causalità inversa delle variabili considerate (Bozec et al., 2010).

nelle analisi e soprattutto alla capacità di individuare elementi che catturino effettivamente il contributo della *corporate governance* alle *performance* aziendali¹⁷.

Volgendo un particolare sguardo al contesto italiano, è possibile notare come i contributi empirici sulla relazione tra *corporate governance* e *performance* risultano notevolmente ridotti rispetto al contesto internazionale. Analogamente a quanto avvenuto nella letteratura internazionale, gli studi si sono focalizzati principalmente su singoli elementi di governo per valutare l'impatto sulle *performance* della *corporate governance*. Anche il quadro complessivo dei principali risultati riflette quanto emerge dalla letteratura internazionale: non sussistono conclusioni chiare ed univoche sulle relazioni tra *corporate governance* e *performance*. In particolare, un primo studio riconducibile a Bianco e Casavola (1999), condotto su un campione di 650 imprese del manifatturiero, evidenzia relazioni non chiare e significative tra un aspetto di *governance* ormai da tempo attenzionato nel panorama accademico internazionale, quale la struttura proprietaria, e le *performance* aziendali. Gli autori esaminano la relazione tra la struttura proprietaria in termini di concentrazione proprietaria ed appartenenza a gruppi piramidali e le *performance* (in termini di ROI e ROS). In sintesi, gli autori riscontrano che le società appartenenti a gruppi piramidali hanno un minore livello di *performance*. Inoltre, il più basso livello di ROI e ROS è detenuto dalle società in cui i grandi azionisti detengono più del 66% delle azioni con diritto di voto, mentre il massimo livello di ROI e ROS è detenuto dalle società in cui i grandi investitori detengono tra il 50% ed il 66% delle azioni. Ulteriore studio, che considera elementi della struttura proprietaria, viene condotto da Destefanis e Sena (2007), i quali analizzano gli effetti che la percentuale di proprietà detenuta da grandi azionisti e l'appartenenza a gruppi piramidali hanno sulle *performance* operative. Secondo questo studio sussiste un impatto positivo di tali variabili sulle *performance* operative delle società. Un ulteriore elemento di *corporate governance* che viene considerato nell'analisi della relazione tra *governance* e *performance* è il *turnover* del *board* (Barontini & Caprio, 2002; Brunello et al., 2000). I risultati dello studio di Brunello, Graziano e Parigi (2000) suggeriscono l'esistenza

¹⁷ Sul punto vengono avanzate critiche rispetto agli indici di *rating*, in quanto insufficienti a cogliere gli aspetti di *governance* (interni ed esterni) nel loro complesso (Nair & Cremers, 2005) o perché spesso non fedelmente coerenti con i risultati di *governance* delle imprese (Daines et al., 2010). Alcuni limiti non trascurabili vengono individuati anche nella costruzione di specifici indici. Essi, infatti, non sono completamente immuni dal rischio di errore nel sintetizzare i fattori qualitativi della *governance* in un numero relativamente contenuto di elementi. Le componenti considerate potrebbero essere dominate tra loro da un effetto sostitutivo tale da indurre alla creazione di misure distorte (per una disamina degli studi che supportano tale fenomeno si veda Bozec & Bozec (2012)). Inoltre, gli indici costruiti sulla base di survey potrebbero essere deviati da una mancata risposta dovuta alla cattiva qualità della *governance* di un'impresa, oppure, da una sovrastima da parte dell'impresa rispondente (Bozec & Bozec, 2012).

di una relazione negativa tra *performance* e *turnover* dell'Amministratore Delegato e che la struttura proprietaria esercita un effetto moderatore su tale relazione. Risultati a favore della relazione significativa tra *turnover* degli Amministratori e *performance* d'impresa vengono documentati anche nello studio di Barontini e Caprio (2002). Il *turnover* del *top executive* viene, invece, analizzato da Volpin (2001) il quale suggerisce che le imprese in cui i principali azionisti sono anche *top executive* hanno una valutazione aziendale più bassa. Altro aspetto attenzionato nell'indagine sulle relazioni tra *governance* e *performance* risulta la remunerazione dei *manager* (Brunello et al., 2001) per la quale si evidenzia una relazione significativa con le *performance* soprattutto in presenza di diminuzione di profitti. Interessante risulta, inoltre, lo studio condotto da Mazzotta (2007), il quale prende in esame diversi meccanismi interni di *governance* (struttura e funzionamento del CdA, Comitato per il Controllo Interno, Comitato per la Remunerazione e altre informazioni che incidono sulla *governance*) per verificare l'esistenza di una relazione con le *performance* aziendali (in termini di ROE, ROA, *Market to Book Value* e *Market Value Added*). In tal caso, i risultati rivelano impatti negativi della dimensione del CdA sulle *performance*; un impatto positivo della composizione del CdA sulle *performance*; un impatto negativo della *duality*; un impatto positivo della concentrazione proprietaria prevalentemente sulle *performance* contabili (ma negativa sulle *performance* finanziarie); un impatto positivo sulle *performance* del funzionamento del CdA e dei Comitati interni. Inoltre, dallo stesso studio emerge che la presenza di *CEO duality* ha effetti negativi sul ROE. Nel complesso sembrerebbe che le *performance* subiscano l'influenza dei meccanismi di *corporate governance*. Lo studio di Di Pietra, Grambovas, Raonic e Riccaboni (2008), analizzando l'effetto della qualità della *corporate governance* sulle *performance* di mercato delle società quotate, suggerisce che le dimensioni del *board* non impattano significativamente sul valore di mercato delle società, eccetto nei casi in cui sussiste un elevato numero di amministratori. Invece, la frazione di amministratori che siedono in altri *board* sembra avere un impatto significativo sul prezzo delle azioni. Lo studio di Fratini e Tettamanzi (2015) analizza i principali aspetti di *corporate governance* (struttura del *board* e struttura proprietaria) e le principali peculiarità del sistema imprenditoriale italiano (proprietà familiare, concentrazione proprietaria, gruppi piramidali, proprietà istituzionale) di un campione di 182 società quotate italiane. I risultati suggeriscono, al contrario della precedente ricerca, una relazione positiva tra le dimensioni del *board* e le *performance* aziendali ed una relazione negativa tra *performance* e *leverage*. Il ruolo della struttura proprietaria risulta ambiguo poiché non si rileva una particolare relazione tra la variabile e le *performance* aziendali. Risultati divergenti e controversi sono emersi, inoltre,

dallo studio di Ciampaglia (2009) in cui si rileva una relazione negativa tra *performance* (ROA) e la presenza di un solo amministratore indipendente o di un numero elevato di amministratori indipendenti. Alla luce delle recenti innovazioni in merito alla *corporate governance* delle società quotate e alla diffusione di una cultura della gestione del rischio integrata (Gasparri, 2013), alcuni studi hanno iniziato ad analizzare la relazione tra sistema di controllo interno, quale strumento di *corporate governance*, e le *performance* finanziarie aziendali (Florio & Leoni, 2017; Martino & Regoliosi, 2018), rilevando significativi effetti positivi della prima variabile sulla seconda.

In conclusione, volendo azzardare una generale sintesi dei lavori finora considerati, si può asserire che nonostante gli sforzi profusi e i numerosi contributi empirici a livello nazionale ed internazionale, non si è ancora in grado di definire in maniera inequivocabile e in termini generali se le prestazioni aziendali siano ottimizzate dall'implementazione di una migliore *corporate governance* (Demartini et al., 2016). Inoltre, nonostante la crescente importanza acquisita dal tema del controllo e della gestione del rischio quale fattore strategico, gli studi che considerano tra i meccanismi di *governance* il sistema di controllo interno e gestione dei rischi risultano significativamente scarsi (Florio & Leoni, 2017; Martino & Regoliosi, 2018).

1.3 Studi sulla *compliance* ai Codici di Autodisciplina

Come già accennato, il susseguirsi di numerosi episodi di *default* finanziario hanno contribuito in maniera rilevante alla perdita di fiducia da parte degli investitori nei confronti delle imprese e, di conseguenza, della capacità di quest'ultime di attrarre capitali (Bauer et al., 2004; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998). Pertanto, la protezione "legale" degli investitori è risultato un elemento fondamentale per migliorare le aspettative sul valore dell'impresa (Jensen & Meckling, 1976; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002). Tale protezione poggia su meccanismi di matrice normativa e volontaria. I primi, attengono al rispetto di norme e leggi atti a reprimere comportamenti illeciti e fraudolenti (meccanismi di *hard law*); i secondi sono, invece, volti al recepimento e all'attuazione di raccomandazioni finalizzate alla promozione del buon comportamento del *management* (meccanismi di *soft law*). Il crescente interesse verso tali misure è culminato in una serie di provvedimenti caratterizzati dall'emanazione di riforme, leggi e regole di comportamento indirizzati agli organi di governo delle società (Mallin, 2007). Particolare prerogativa di diversi Paesi è stata l'emanazione di

appositi codici di *corporate governance*¹⁸ (Fox et al., 2016) finalizzati alla diffusione di *standard e best practices* volti alla promozione di un agire trasparente, responsabile ed etico. Pertanto, obiettivo alla base di detti codici è risultato il processo di riacquisizione della fiducia degli investitori¹⁹ ed il miglioramento della crescita e della stabilità delle imprese. La loro emanazione si è basata su protocolli applicativi differenti a seconda del sistema legale e di governo vigente in ciascun Paese. Infatti, una sostanziale differenza oggi vige tra il sistema statunitense basato sul cosiddetto approccio “*rule-based*” e quello della maggior parte dei restanti paesi (ad es. Australia, Gran Bretagna, Europa continentale, Africa, Cina, Corea, Messico, Nuova Zelanda) basato, invece, su un approccio “*principle-based*”. Il primo si caratterizza di regole prescrittive ed inderogabili²⁰, la cui violazione conduce a pesanti sanzioni da parte delle autorità competenti (ad es. *Securities and Exchange Commission- SEC*) (Mallin, 2004). Il secondo, invece, si caratterizza di un maggior grado di flessibilità a garanzia delle svariate necessità organizzative e strutturali dettate dalla differente natura delle caratteristiche di ciascuna impresa (ad es. settore d’appartenenza, dimensioni, mercato, ecc.). Il principio di “*comply or explain*”²¹ (“*rispetta o spiega*”) adottato nell’approccio *principle-based* e importato dal sistema inglese, ha rappresentato il fattore uniformante e di armonizzazione dei meccanismi di applicazione dei codici a cui l’Unione Europea da tempo aspirava. Quest’ultima aveva l’obiettivo di creare un mercato unico europeo allineato agli standard più evoluti nel panorama internazionale. In particolare, il principio in questione prevede che alle società sia concesso di deviare dalle raccomandazioni dei codici di autoregolamentazione purché esse esponano all’interno dei propri *report* annuali le motivazioni e la portata della loro mancata aderenza. In altri termini, l’adozione delle *best practices* dettate dai codici risulta volontaria, tuttavia

¹⁸ Volendo citare solo alcuni, si ricordano il *Cadbury Code* (1992) in Gran Bretagna, il *Viénot Report* (1995) in Francia, il *Peeters Report* (1997) in Olanda, il *Cardon Report* (1998) in Belgio, il *Codigo Olivencia* (1998) in Spagna, il *Codice Preda* (1999) in Italia, il *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2002) in Germania.

¹⁹Come detto in precedenza, la protezione “legale” rappresenta la base del miglioramento delle aspettative degli investitori sui profitti e di conseguenza il prezzo delle azioni (Jensen & Meckling, 1976; La Porta et al., 2002).

²⁰ Si fa riferimento alla legge federale emanata dal governo degli Stati Uniti chiamata “*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*” altrimenti detta “*Sarbanes-Oxley*”, “*Sarbox*” (o semplicemente “*SOX*”). Sorta dall’unificazione di due disegni di legge proposti dal deputato Mike Oxley (repubblicano) e dal senatore Paul Sarbanes (democratico) e firmato dal presidente George W. Bush, la legge mirava ad aumentare le responsabilità del *management* per l’accuratezza delle informazioni contabili fornite dalla società, a creare una nuova autorità di controllo sui revisori esterni, ad aumentare le pene per i crimini contabili e gli illeciti fiscali e a tutelare le minoranze conferendogli maggiore potere.

²¹ Di cui all’art. 20 della direttiva 2013/34/UE. Per un approfondimento sul l’approccio “*comply or explain*” si rimanda alla Raccomandazione della Commissione Europea 2014/208/EU.

permane l'obbligo di fornire informazioni circa i motivi e l'entità di un eventuale scostamento (Spira & Page 2010). Una questione a cui vale la pena prestare attenzione è quella relativa al livello informativo dei dati forniti nella reportistica annuale. Esso può essere alterato poiché soggetto alle attitudini e alle inclinazioni che ogni organizzazione ha rispetto alla pubblicizzazione delle politiche attuate (indicato col termine anglo-sassone “*disclosure*”). Subentra, pertanto, il ragionevole dubbio che si comunichino politiche “migliori” rispetto a quelle realmente attuate, oppure, viceversa, che si comunichi meno rispetto a quanto realmente realizzato (Regoliosi & Martino, 2018). In questo caso, pervenire ad una esatta equiparazione tra dichiarato ed esistente sembra un esercizio piuttosto arduo. Tuttavia, risulta legittima l'aspettativa degli *stakeholder* e dei *policy maker* di ricevere una adeguata informazione da parte delle imprese di fronte al duplice monitoraggio a cui tale attività è sottoposta (Deumes & van de Poel, 2011). In particolare, un primo meccanismo di controllo si concretizza negli strumenti legali con i quali si accertano azioni di falsificazione delle informazioni finanziarie e non, mentre un secondo meccanismo si manifesta nella sempre più crescente attenzione da parte degli operatori del mercato nei confronti dell'*Accountability* (van de Poel & Vanstraelen, 2011). Di fronte a questo scenario nel mondo accademico è maturato un profondo interesse sul tema concernente la *compliance* rispetto ai codici di *corporate governance* emanati dai diversi Paesi (Cuomo et al., 2016). È, infatti, possibile intercettare tre fondamentali direzioni verso cui la ricerca si è protesa nel corso degli anni (Tariq & Abbas, 2013). La prima include gli studi che hanno esaminato il grado di aderenza delle imprese ai codici di *corporate governance* a livello di singoli paesi e su base *cross country*, investigando, in taluni casi, anche le ragioni della mancata adesione (Akkermans et al., 2007; Berglöf & Pajuste, 2005; Chizema, 2008; Mendes & Alves, 2004; Talaulicar & Werder, 2008). Il secondo gruppo di contributi, invece, verte sostanzialmente sull'analisi della relazione tra la *compliance* e diversi aspetti comportamentali dell'impresa, quali ad esempio il grado di *turnover* dei CEO, la struttura del *board*, l'*earnings management*, o la struttura proprietaria (Arcot & Bruno, 2006; Chen, Chen, Schipper, Xu, & Xue, 2012; Dahya & McConnell, 2007; Dedman, 2002). Infine, il terzo dibattito si concentra sulle relazioni tra la *compliance* ai codici di *corporate governance* e le *performance* aziendali (in termini operativi e finanziari). In tale sede, considerato l'obiettivo del presente lavoro, si è scelto di porre particolare attenzione a quest'ultima serie di studi con l'auspicio di contribuire ad un filone di ricerca che seppure in continua evoluzione, presenta ancora spazio per ulteriori e necessari studi a causa della relativa frammentarietà dei risultati.

In particolare, gli studi condotti sul contesto europeo forniscono conclusioni piuttosto divergenti tra loro. Ad esempio, un primo contributo di Bauer et al. (2004) sulle imprese europee, analizza l'impatto che i *corporate ratings*²² (relativi all'applicazione degli standard internazionali concernenti alcuni elementi di *corporate governance*) hanno sulle *performance* aziendali (misurata in termini di ROE e margine di profitto netto) ed il valore d'impresa (misurato in termini di Q di Tobin). Contrariamente a quanto sostenuto dagli sviluppi teorici precedenti (Jensen, 1993) e dagli studi fino ad allora condotti nel contesto statunitense, gli autori non individuano quasi alcuna significatività nella relazione tra *corporate governance* e *performance* aziendali. Al contrario di Bauer et al. (2004), Bauwhede (2009), riesaminando la questione, rileva l'esistenza di una relazione positiva tra la *compliance* agli standard internazionali in materia di *corporate governance* (concernenti la struttura ed il funzionamento del *board*) e le *performance* operative, misurate in termini di ROA. In tal caso, particolarmente evidente risulta l'attenzione prestata nell'individuazione della misura con la quale si apprezzano le *performance*, in quanto una errata valutazione potrebbe indurre, secondo gli autori, all'utilizzo di dimensioni fuorvianti (ad es. i ricavi che sono direttamente influenzati dalla *disclosure* sulle caratteristiche ed il funzionamento del *board*). Tali evidenze risultano robuste anche in diversi contesti di governo e per una gamma più estesa di meccanismi di *governance*. Un ulteriore e più recente studio di Renders et al. (2010) supporta la tesi sulla relazione positiva tra *corporate governance compliance* (anch'esso misurato dai *ratings* sul grado di *compliance* ai codici) e le *performance* di mercato (espresse tramite la Q di Tobin, il *market-to-sales ratio* (MTS) e il *market-to-book value* (MTBV)) ed operative (in termini di ROA e di ROE). Più precisamente lo studio risulta rilevante in quanto, oltre a costituire buona rappresentazione del contesto europeo (14 paesi europei e 1199 osservazioni, in un intervallo di tempo di cinque anni tra il 1999 ed il 2003), affronta con discreto successo le problematiche metodologiche relative agli errori nella selezione del campione e all'endogeneità, tipiche degli studi concernenti le relazioni tra *corporate governance* e *performance*.

Con riferimento agli studi condotti su singoli paesi, numerosi contributi hanno preso in esame l'applicazione delle raccomandazioni contenute nel codice *Cadbury* (pioniere dell'approccio *comply or explain*) verificandone l'esistenza e l'entità dell'impatto sulle *performance* delle società quotate. Tuttavia, anche in questo caso i risultati complessivi risultano controversi. Ad

²² La Società *Deminor*, fautore dei *ratings* in questione, ha considerato circa 300 attributi di *corporate governance*, per un campione che copre dalle 249 alle 269 imprese europee, riconducibili a quattro principali categorie: diritti e doveri degli *shareholders*, protezione da possibili *takeover*, *disclosure* sulla *corporate governance* e funzionamento del *Board*.

esempio Arcot e Bruno (2006) nel proprio lavoro analizzano 245 società inglesi non finanziarie in un intervallo di tempo di sei anni. Lo studio risulta tra i primi a basarsi sull'assunto secondo cui la qualità della *corporate governance* si caratterizza, oltre che dal grado di adesione alle *best practice* raccomandate dal codice, anche dalla bontà esplicativa delle motivazioni che le imprese offrono in caso di mancata aderenza, in virtù del principio "*one size does not fit all*". In altri termini, affinché le misure di *governance* (raccomandate dal codice) contribuiscano positivamente al miglioramento delle *performance* aziendali è necessario considerare, nel processo della loro adozione, le specifiche caratteristiche dell'impresa. A sostegno di tale tesi, i risultati dello studio dimostrano che le imprese che, alla luce dell'unicità delle proprie caratteristiche, hanno scelto di non essere *compliant* al codice e hanno adeguatamente motivato tali scelte hanno registrato migliori *performance* operative (misurate tramite il ROA). Contrariamente, la sola aderenza "meccanica" delle predette disposizioni del codice non rileva una relazione positiva con le prestazioni delle imprese. Considerato un indice sintetico che ingloba sia i dati sull'adozione formale del codice che sulla "*explanation*" delle imprese, è emersa una maggiore significatività della relazione positiva tra *corporate governance* e *performance* nelle imprese meno *compliant*.

Un altro studio di Dedman (2002) analizza le trasformazioni nella struttura del *board* delle società che hanno adottato il codice *Cadbury* e l'impatto dalla stessa sulle *performance* aziendali. Si evidenzia, in tal caso, una relazione positiva tra l'applicazione delle previsioni del codice ed il potere di monitoraggio del *board* e degli investitori istituzionali sulle manipolazioni contabili. Tuttavia, successivamente all'applicazione delle disposizioni del codice, non si rileva alcuna associazione tra la struttura del *board* e le *performance* aziendali. Tale conclusione contrasta con i risultati dello studio condotto da Dahya e McConnell (2007), secondo cui le *performance* operative (misurate come ROA) e di mercato (misurate con il prezzo delle azioni) migliorano in termini assoluti e relativi a fronte dell'adeguamento ai cambiamenti suggeriti dalle raccomandazioni del codice *Cadbury* in materia di composizione del *board* (secondo cui nelle *public company* è necessario che almeno tre dei componenti del *board* siano esterni).

Per quanto concerne gli studi effettuati nei restanti paesi europei, lo scenario presenta risultati altrettanto contrastanti.

De Jong, DeJong, Mertens e Wasley (2005) analizzano la relazione tra la *corporate governance* e il valore di impresa, (apprezzato con la Q di Tobin) prima e dopo l'applicazione delle disposizioni dettate dal codice olandese. In tal caso, gli autori non rilevano alcuna relazione tra *corporate governance* e valore d'impresa. Essi concludono, in generale, che meccanismi di

natura *soft law* nelle società private non hanno alcun impatto sul valore delle stesse e che, pertanto, è necessario supportare tali meccanismi con una maggiore *enforcement*.

Inconclusivi risultano, inoltre, i risultati dello studio condotto sulle imprese spagnole da Fernández-Rodríguez et al. (2004). In particolare, gli autori verificano se l'annuncio diffuso dalle imprese circa il proprio adeguamento alle raccomandazioni del codice spagnolo impatta sugli *abnormal stock returns* (rendimenti anomali del mercato, dati dalla differenza dei rendimenti attuali e quelli attesi). Più precisamente, emerge una relazione positiva tra gli *abnormal stock returns* e tali comunicazioni. Tale relazione si accentua nel caso di società con un basso grado di indebitamento finanziario o con una elevata percentuale di *executive directors*, tuttavia, viene confermata solamente in presenza di annunci relativi ad adempimenti che interessano la ristrutturazione del *board*. Anche la ricerca condotta da Mendes e Alves (2004) su un campione di imprese portoghesi offre risultati che accentuano l'ormai evidente divergenza di conclusioni. I risultati qui mostrano che nel complesso l'impatto delle raccomandazioni dettate dal codice di autodisciplina non risulta essere sistematico, in quanto solo alcune di esse hanno effetti positivi sulle *performance* aziendali (misurate in termini di *abnormal returns*). Distinguendo diversi gruppi di raccomandazioni, gli autori rilevano effetti di segno opposto sulle *performance*, così da non attribuire nel complesso alcuna significatività della relazione tra *corporate governance* e *performance* aziendali. Ad esempio, una relazione positiva la si riscontra nel caso di raccomandazioni relative alla struttura del *board* (dovuto prevalentemente alle raccomandazioni sull'*executive committee*); un effetto non significativo lo si rileva per le raccomandazioni sull'indipendenza dei *directors*; mentre una relazione negativa emerge per le politiche sui dividendi e per le misure adottate contro fenomeni di *takeover*.

La questione "*explanation*" viene attentamente esaminata anche nello studio di Goncharov, Werner e Zimmermann (2006) effettuato su un campione di società tedesche. In particolare, gli autori rilevano l'esistenza di un effetto positivo della dichiarazione di conformità al codice tedesco sul cosiddetto "*price effect*", considerando nella costruzione della variabile esplicativa della *corporate governance compliance* diversi livelli di spiegazione sulla non conformità. Con particolare riferimento al contesto tedesco, è inoltre, interessante notare che, nonostante i molteplici contributi sul tema (a parità di sistema legale, di mercato, ecc.), le evidenze risultano estremamente discordanti (Drobetz et al., 2004; Nowak et al., 2016; Steger & Stiglbauer, 2016). La necessità di riconsiderare l'approccio *rule-based* in contesti che *de facto* contrastano con il sistema di governo adottato viene particolarmente approfondito nell'analisi condotta da Tariq e Abbas (2013) su un campione di società pakistane. Gli autori indagano gli effetti che

l'applicazione del codice di *corporate governance* pakistano ha sulle *performance* finanziarie ed operative delle società quotate. La particolarità del caso preso in esame risiede nella contraddittoria applicazione di un codice i cui principi sono importati dal sistema anglosassone e statunitense in un contesto legale e finanziario piuttosto distante da quelle realtà (per la presenza di un mercato concentrato con prevalenza di strutture proprietarie familiari e/o piramidali e un sistema bancocentrico). I risultati dell'analisi suggeriscono l'esistenza di una relazione significativamente positiva tra *corporate governance compliance* e *performance* (misurata in termini di ROA, ROE e ROCE). Tuttavia, una relazione debole la si rileva con le *performance* operative. Le conclusioni tratte da quest'ultimo studio ci inducono a supportare ulteriormente la tesi secondo cui l'approccio "*one size fits all*" non può essere applicato con successo se il contesto di riferimento risulta estremamente distante dalla realtà tipica dei grandi mercati finanziari.

A supportare l'assenza di una relazione significativa tra *compliance* ai codici e *performance* di impresa, sussistono ulteriori studi come ad esempio l'analisi condotta da Price, Romàn e Rountree (2011) sulle società messicane, oppure, lo studio effettuato sulle aziende thailandesi da Kouwenberg e Phunnarungsi (2013). Di rilevante importanza e supporto all'obiettivo posto nel presente lavoro, risulta essere il recente contributo di Rose (2016) in cui viene analizzato l'effetto della "*comply or explain disclosure*" relativa al codice di *corporate governance* olandese sulle *performance* d'impresa (espresse in termini di ROA e ROE). In particolare, vengono intercettati tre principali fattori rispetto ai quali viene misurato il grado di aderenza al codice: composizione del *board*, politiche di remunerazione e attività di *risk management* e Sistema di controllo interno. Secondo quanto emerge dallo studio, per il campione analizzato, sussiste una relazione positiva tra la *comply or explain disclosure* e *performance* (ROE e ROA). Il risultato viene confermato in termini complessivi tramite un indice sintetico che raggruppa i tre fattori relativi alla *compliance disclosure*, e nel dettaglio da due delle tre variabili esplicative considerate (composizione del *board* e politiche di remunerazione). Le evidenze su esposte supportano la conclusione secondo cui la *compliance* ai codici di *corporate governance* non possa costituire un mero esercizio "*tick the box*", bensì un reale strumento per la creazione di valore dell'impresa (Arcot & Bruno, 2006).

A differenza degli altri paesi in cui i contributi empirici sulla relazione tra *corporate governance compliance* e *performance* sono molteplici, nel panorama nazionale sembra esserci ancora ampio spazio per ulteriori approfondimenti sia dal punto di vista metodologico che contenutistico. Risulta, infatti, estremamente ridotto il numero di studi condotti sulla eventuale relazione tra la *compliance* al Codice di Autodisciplina delle società quotate sul mercato italiano

e le *performance* delle stesse. Tra questi si ricorda la ricerca condotta da Abatecola, Caputo, Mari e Poggese (2011) su un campione di società quotate alla Borsa Valori di Milano nel settore delle *public utilities*, nell'intervallo temporale che va dal 2000 al 2008. Lo studio in questione ha assunto cinque diversi indicatori di *performance*, quali la Q di Tobin, il *Book to Market Ratio* (BMR) come variabili di stock e ROE, ROA e ROS come variabili di flusso. Le variabili esplicative della *corporate governance* si caratterizzano di un set di fattori individuati sulla base dei principi fondamentali dettati dal Codice Preda nella sua versione del 2006. Essi sono caratterizzati dal numero dei componenti del CdA, presenza di CEO *Duality*, presenza di un Comitato di Controllo Interno, presenza di un Comitato per la Remunerazione, presenza di un Comitato per le Nomine, numero di Amministratori Non Esecutivi rapportato alle dimensioni del CdA e numero di Amministratori Indipendenti rapportato alle dimensioni del CdA. Anche in tal caso i risultati non sembrano condurre a conclusioni univoche. Infatti, si evidenzia l'assenza di una relazione significativa tra variabili di *corporate governance* e ROE. In particolare, la *duality* non è associata ad alcuna variabile di *performance*. Rispetto alla relazione tra Q di Tobin e variabili di *corporate governance*, risulta esistente una relazione significativamente negativa con il rapporto tra il numero degli Amministratori Non Esecutivi sul totale del CdA e con la numerosità del CdA. Anche la correlazione tra variabili di *corporate governance* e BMR risulta particolarmente significativa. Un effetto negativo lo si rileva con la presenza del Comitato per le Remunerazioni ed una significativamente positiva con il Comitato per il Controllo Interno e con la numerosità del CdA. Relativamente alle relazioni con il ROA emerge un effetto significativamente positivo degli amministratori indipendenti sul CdA. Una correlazione positiva esiste anche con il Comitato per le Remunerazioni. Infine, una correlazione negativa con il Comitato per le Nomine.

Per quanto concerne invece la relazione tra ROS e *corporate governance*, si nota una correlazione positiva con gli amministratori indipendenti del CdA, mentre non sussistono evidenze chiaramente interpretabili sulle relazioni con il fenomeno della *duality* e con il Comitato per il Controllo Interno (intervalli di confidenza di segno discorde). Risulta pertanto estremamente complesso trarre un quadro interpretativo chiaro ed univoco, alla luce del fatto che in alcuni casi, le medesime variabili di *corporate governance* presentano spesso relazioni di segno opposto con le variabili di *performance* indagate.

Un più recente lavoro di Regoliosi e Martino (2018) analizza la relazione tra l'applicazione delle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina di Borsa Italia concernenti il sistema di controllo interno (aspetto che in questa sede risulta fondamentale) ed il valore di mercato delle società quotate. Interessante risulta la costruzione, tramite un processo di *scoring* (utilizzato in

letteratura), di due indici esprimenti l'attributo di "buona *governance*" di ciascuna società con specifico riferimento alle misure adottate per il sistema di controllo interno e gestione dei rischi. In altre parole, nella costruzione delle variabili di interesse viene indentificata la *compliance disclosure*, relativa alle raccomandazioni del codice in materia di sistemi di controllo interno e gestione del rischio²³, quale *proxy* per apprezzare la qualità della *corporate governance* delle società. La *performance* sulla quale gli autori ipotizzano gli indici abbiano effetto positivo viene rappresentate dal *Market to book ratio* (MV/BV) che misura la valutazione di mercato di un titolo al valore contabile del sottostante *Equity*. I risultati complessivi evidenziano un migliore apprezzamento del valore di mercato a fronte di una maggiore attenzione da parte delle società rispetto alle raccomandazioni del codice (inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi). Tale studio, seppure ammetta diverse debolezze sul piano metodologico, rappresenta un primo interessante contributo sul tema relativo alla relazione tra *corporate governance* espressa negli attributi connessi al sistema di controllo interno e gestione dei rischi e valore dell'impresa. Nel complesso, sebbene sul piano teorico il *framework* relativo alla teoria dell'agenzia (dominante negli studi analizzati) non risulta nuovo, la letteratura presenta ancora molto spazio per approfondire l'indagine sull'applicazione di detti codici mediante contributi empirici (Cuomo et al., 2016).

1.4 La *disclosure* in tema di SCIGR

Secondo la principale letteratura sulla *corporate governance* i meccanismi volti a ridurre i costi generati dai problemi di agenzia possono essere tradizionalmente di natura interna ed esterna (Jensen & Meckling, 1976). In particolare, tra i cosiddetti meccanismi di monitoraggio interni²⁴, oltre al Consiglio di Amministrazione con il proprio ruolo, la propria struttura e composizione (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983), la struttura proprietaria e gli strumenti di incentivazione dei *manager* (*equity ownership*) (Jensen & Meckling, 1976), il ruolo di controllo svolto dai grandi azionisti (Demsetz & Lehn, 1985) le misure *anti-takeover* (Jensen, 1993) e l'utilizzo del debito (Grossman & Hart, 1980) si rintraccia anche il sistema di controllo interno (Williamson, 1983; Anderson, Francis, & Stokes, 1993; Deumes & Knechel, 2008; Hooghiemstra et al., 2015; Michelon et al., 2009; van de Poel & Vanstraelen, 2011). Quest'ultimo è stato

²³ I fattori alla base del processo di costruzione dei predetti indici verranno presi in considerazione con l'obiettivo di risalire alla definizione di una variabile esplicativa da impiegare all'interno della analisi oggetto del presente lavoro.

²⁴ Di contro tra i meccanismi esterni si ricordano il controllo esercitato dal mercato per la *corporate governance* (Grossman, S., & Hart, 1980), dal mercato del lavoro (Fama, 1980), dal mercato dei prodotti (Hart, 1983), il sistema legislativo.

ampiamente riconosciuto da *policy maker* e dai più diffusi *framework*, come uno strumento fondamentale a servizio del *board* e di tutta l'organizzazione per la tempestiva individuazione dei rischi che potrebbero compromettere il perseguimento degli obiettivi strategici, operativi, di *compliance* e di *reporting* dell'impresa (CoSO, 2013, 1992; Summary, 2004). La tematica inerente al *reporting* sul sistema di controllo interno è ormai da tempo sotto l'attenzione degli studiosi dell'*Accounting* (McMullen et al., 1996), ma soltanto in seguito all'introduzione degli obblighi di informazione finanziaria previsti dalla SOX (sezione 302 e 404) ha raggiunto il suo apice (Deumes & Knechel, 2008; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Hooghiemstra et al. 2014; Chalmers et al., 2018). Come per la maggior parte degli studi sulla *corporate governance*, il *framework* teorico di riferimento a cui la letteratura relativa alla *disclosure* sul sistema di controllo interno si aggancia risulta principalmente la teoria positivista dell'agenzia (Eisenhardt, 1989) e dei possibili meccanismi di risoluzione del rapporto conflittuale tra principale ed agente. In tale quadro, oltre alla natura egoistica dell'uomo e alla fisiologica conflittualità tra obiettivi dei diversi membri dell'organizzazione, emerge anche l'importanza dell'informazione intesa come *commodity* (Nimmer & Krauthaus, 1992). Malgrado la rilevanza del sistema di controllo interno, la sua struttura e i meccanismi di funzionamento non risultano direttamente osservabili, in quanto insiti nelle attività e nei processi interni all'organizzazione (Cavélius, 2011; Deumes & Knechel, 2008; Hooghiemstra et al., 2015). Mentre le informazioni sulle caratteristiche ed il funzionamento degli altri meccanismi di controllo, quali ad esempio la struttura proprietaria ed il Consiglio di Amministrazione, sono direttamente osservabili, per il sistema di controllo interno risulta più difficile e dispendioso acquisire informazioni specifiche a meno che queste siano volontariamente rese note dal *management*²⁵ (Deumes & Knechel, 2008; Hooghiemstra et al., 2015; Michelon et al., 2015; van de Poel & Vanstraelen, 2011). Pertanto, la *disclosure*²⁶, oltre ad assumere un ruolo basilare nella valutazione qualitativa del sistema di controllo interno e delle relative conseguenze (Chalmers et al., 2018), diventa un importante strumento per ridurre l'asimmetria informativa tra *manager* e *shareholders* (Healy & Palepu, 2001). Una parte consistente di contributi sulla *corporate governance* ha, pertanto,

²⁵ Sul punto è necessario fare una distinzione tra contesto SOX e non-SOX. Nel primo le informazioni sul sistema di controllo (ICFR) vengono fornite dal *management* su base coercitiva. Per i paesi in cui non vige la SOX la divulgazione delle informazioni circa il sistema di controllo interno è esclusivamente frutto della volontà e delle decisioni prese dal *management*.

²⁶ Il termine sta ad indicare l'atto di divulgazione pubblica, su base volontaria, in appositi documenti (ad esempio *report* annuali) degli aspetti inerenti al sistema di controllo interno, quali ad esempio la struttura, le caratteristiche e il funzionamento. Diversi codici di *corporate governance* emanati a livello nazionale contengono raccomandazioni generali sull'applicazione dei sistemi di controllo interno, ma non impongono la divulgazione di specifici aspetti inerenti alle caratteristiche, la struttura ed il funzionamento degli stessi sistemi (Deumes & Knechel, 2008; Van de Poel & Vanstraelen, 2011).

esplorato il rapporto di complementarità tra *disclosure* e gli altri meccanismi di controllo interno, ipotizzando che la divulgazione di informazioni sul sistema di controllo interno svolgesse una funzione di supporto alla *corporate governance*. Tuttavia, i risultati ottenuti sembrano essere complessivamente contrastanti (Barako, Hancock, & Izan, 2006; Chen & Jaggi, 2000; Eng & Mak, 2003). Altri studiosi, invece, hanno documentato l'importanza del ruolo della *disclosure* sul controllo interno nel rimpiazzare il sistema di controllo interno stesso nel ruolo di meccanismo di monitoraggio interno (Craighead, Magnan, & Thorne, 2004; McMullen, Raghunandan, & Rama, 1996) e degli altri meccanismi interni di *governance* (Craighead et al., 2004; Fernández & Arrondo, 2005; Michelon et al., 2009, 2015; Williamson, 1983).

La questione relativa all'esistenza di un possibile rapporto sostitutivo tra i differenti meccanismi di monitoraggio (Fernández & Arrondo, 2005; Rediker, 1995) è stata sostenuta sulla base dell'*ipotesi sostitutiva* di Williamson (1983), secondo cui il ruolo marginale di un particolare meccanismo di controllo dipende dalla sua relativa importanza nel sistema di governo dell'impresa. Secondo Leftwich, Watts e Zimmerman (1981), inoltre, la scelta del "*monitoring package*", ossia della combinazione dei differenti meccanismi di monitoraggio, avviene sulla base di una attenta comparazione tra costi sostenuti e benefici attesi. Alla luce di tali considerazioni, diventa fondamentale comprendere quali siano gli incentivi che spingono i *manager* a praticare una adeguata *disclosure* sul sistema di controllo interno.

Secondo la prospettiva dei *manager* la scelta di divulgare volontariamente specifici aspetti del proprio sistema di controllo interno è basata su un *trade-off* tra benefici attesi e costi della *disclosure* (Healy & Palepu, 2001). Un primo incentivo per i *manager* potrebbe risiedere nel beneficio reputazionale estraibile dalla pubblicazione volontaria di informazioni interne all'organizzazione. Stabilire e mantenere una buona qualità del *reporting* sembra essere un fattore molto importante per incrementare la propria credibilità agli occhi degli investitori (Mercer, 2004). Graham, Harvey e Rajgopal (2005) dimostrano che una buona reputazione basata sulla credibilità del *reporting* è un fattore motivazionale determinante per la cosiddetta *voluntary disclosure*. L'accuratezza delle informazioni divulgate dai *manager* risulta un elemento altrettanto importante (Healy & Palepu, 2001; Mercer, 2004), in quanto informazioni errate potrebbero generare costi in termini di responsabilità legali o danni al patrimonio, mentre un'informativa vaga e carente comporterebbe l'omissione di informazioni potenzialmente rilevanti per la creazione di valore d'impresa (Campbell et al., 2014). Un danno reputazionale sembra, inoltre, ridurre l'efficacia degli sforzi comunicativi dei *manager* e influisce negativamente anche sulla loro competitività nel mercato del lavoro (Kothari et al., 2009).

Leftwich et al. (1981) sostengono che in un contesto in cui gli altri meccanismi di monitoraggio risultano deboli la necessità di dotare gli investitori di un adeguato livello di informazioni risulta maggiore. Pertanto, in tal caso sussistono maggiori incentivi per i *manager* a fornire una migliore reportistica sulle caratteristiche del sistema di controllo interno. Meno convincente risulta, invece, la tesi secondo la quale i *manager* hanno maggiori incentivi a fare *disclosure* in presenza di una maggiore *enforcement* (come ad esempio la SOX), in quanto la reportistica sulle caratteristiche del sistema di controllo interno non è assolutamente volontaria (Leone, 2007). Booth, Cornett e Tehranian (2002), infatti, sostengono che una maggiore regolamentazione riduce la discrezionalità del *management* e la *disclosure* sul sistema di controllo interno potrebbe essere meno essenziale nel controllare i potenziali conflitti di agenzia.

Nonostante i diversi vantaggi, la *disclosure* sul sistema di controllo interno potrebbe, tuttavia, generare costi di diversa natura. Essa potrebbe compromettere la competitività dell'impresa sul mercato (Deumes & Knechel, 2008; Healy & Palepu, 2001; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Verrecchia, 2001). In particolare, le informazioni relative al sistema di controllo interno inglobano diversi dati sensibili, quali ad esempio la natura dei rischi specifici dell'impresa e le strategie adottate per la loro mitigazione (Deumes & Knechel, 2008). Ciò contribuisce a rendere maggiormente vulnerabile l'impresa alle azioni di *competitors* (già esistenti o possibili nuovi entranti) sul mercato dei beni (Healy & Palepu, 2001; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Verrecchia, 2001). Infine, la riduzione della competitività dell'impresa potrebbe ridurre le probabilità di successo della stessa nel perseguimento degli obiettivi e, di conseguenza, inficiare la carriera e i compensi del *management* (Kothari et al., 2009). Il processo di valutazione del *trade-off* tra costi e benefici della *disclosure* sul sistema di controllo interno sembrerebbe, inoltre, essere influenzato in maniera rilevante da fattori culturali (Hooghiemstra et al., 2015). La natura socio-normativa contribuisce alla determinazione delle caratteristiche delle relazioni di agenzia (Fidrmuc & Jacob, 2010; Wiseman et al., 2012). Le differenti culture nazionali, infatti, oltre a spiegare le disuguaglianze nei sistemi contabili e nelle attitudini alla divulgazione di informazioni finanziarie (Doupnik, 2008; Han, Kang, Salter, & Yoo, 2010; Gray, 1988; Shao, Kwok, & Guedhami, 2010; Williamson & Stulz, 2001), costituiscono anche uno degli elementi determinanti per la legittimazione e l'accettazione dei differenti approcci dei *manager* rispetto alla *voluntary disclosure* sul sistema di controllo interno (Hooghiemstra et al., 2015). Inoltre, secondo Michelin et al. (2015) il contesto legislativo inteso come "*regulatory environment*" ha un effetto mediatore sul rapporto sostitutivo tra la *disclosure* sul controllo interno e gli altri meccanismi di controllo, quali la composizione del *board* (proporzione di amministratori

indipendenti), CEO *Duality* e struttura del *board* (ruolo e composizione dell'*Audit Committee*). La ricerca sui potenziali costi/benefici della *disclosure* in tema di controlli interni e gestione del rischio rientra negli obiettivi principali del presente lavoro.

CAPITOLO 2

Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi: gli effetti economici e le sue determinanti

2.1 Gli effetti del Sistema di Controllo Interno

Assieme alla *corporate governance* il sistema di controllo interno è diventato elemento imprescindibile per garantire una maggiore trasparenza delle operazioni e ridurre i costi derivanti dalla gestione impropria dell'impresa (*ex multis* Ashbaugh-Skaife, Collins, & Kinney, 2007; Deumes & Knechel, 2008; Gillan, 2006; Jensen & Payne, 2003; Leng & Ding, 2011; Michelon, Beretta, & Bozzolan, 2009; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Williamson, 1983). L'attenzione da parte dei *practitioner* e dei *policy maker* verso il ruolo del sistema di controllo interno è, infatti, sfociata in una serie di provvedimenti volti a garantire una maggiore affidabilità del *reporting* sulle attività finanziarie e non finanziarie e di conseguenza una maggiore credibilità dell'amministrazione societaria. Una delle prime risposte alla necessità di riformare la struttura di governo delle società verso politiche di trasparenza e corretta gestione, fu quella data dal legislatore statunitense con l'emanazione della *Sarbanes-Oxley Act* (diventata legge il 30 luglio 2002)²⁷. Nella maggior parte dei restanti paesi (ad es. Australia, Gran Bretagna e Europa continentale), invece, in virtù della necessaria flessibilità contemplata dall'approccio *principle-based*, è stato ritenuto più opportuno non imporre particolari obblighi normativi, lasciando maggiore discrezionalità al management circa le scelte di governo inerenti al sistema di controllo interno (EC 2006 Direttiva, 2006/46/EC). Per quest'ultimi, infatti, sono state semplicemente introdotte all'interno dei codici di *corporate governance* particolari

²⁷ In particolare, la *section 404* della legge in questione disciplina gli aspetti inerenti il Sistema di controllo interno riferito alle comunicazioni finanziarie (originariamente definito come "*Internal Control Over Financial Reporting*" - ICFR) nelle società quotate al NYSE. Più precisamente, la *section 404 (a)* stabilisce che il management deve fornire un *report* sull'efficacia del ICFR e includere nell'*annual report* le proprie conclusioni sul punto; mentre la *section 404(b)* prevede che un auditor esterno valuti, attesti e riferisca in maniera indipendente sulla valutazione del management sull'efficacia del ICFR. La *section 302*, invece, stabilisce che gli amministratori devono accertarsi e certificare che tutte le informazioni finanziarie rilasciate siano diffuse al pubblico ed in particolare che una adeguata *disclosure* su cambiamenti del ICFR, eventuali deficienze del sistema, "*material weaknesses*" o frodi esistenti pervenga agli *auditors* e all' *Audit Committee*.

raccomandazioni inerenti al sistema di controllo interno²⁸ la cui adesione avviene su base assolutamente volontaria. I predetti interventi hanno rappresentato un'importante stimolo per la produzione di una lunga serie di contributi empirici (Bedard & Graham, 2014; Chalmers, Hay, & Khelif, 2019; Coates & Srinivasan, 2014; Kinney, Martin, & Shepardson, 2013; Schneider, Gramling, Hermanson, & Ye, 2009). Sebbene, la fetta più consistente della letteratura si riferisca al contesto statunitense, un crescente numero di contributi ha interessato anche il contesto europeo ed extra-europeo. La ragione del divario, quantitativo e temporale, nella produzione di contributi può essere ragionevolmente riconducibile alla differente disponibilità di dati nei diversi contesti. L'emanazione della SOX, che impone, tra le altre cose, l'obbligo di divulgare informazioni su eventuali inefficienze di sistema di controllo interno (*material weakness*), ha fortemente contribuito alla produzione di dati oggettivamente individuabili utili alla misurazione del livello qualitativo del sistema di controllo interno delle società (Chalmers et al., 2019). Considerata l'ingente mole di contributi, si è ritenuto opportuno fornire un'istantanea degli studi condotti finora nella letteratura nazionale ed internazionale sugli effetti del sistema di controllo interno, effettuando una distinzione tra i contributi riferiti al contesto SOX (in cui le società sono obbligate al rispetto della Sarbanes-Oxley Act (2002)) e quelli riferiti a contesti dominati da un approccio *principle-based* ("non SOX") (Chalmers et al., 2019).

Gli studi sul sistema di controllo interno condotti sul contesto statunitense analizzano prevalentemente l'impatto del cosiddetto "*Internal Control over Financial Reporting*" (ICFR) sulle diverse tipologie di agenti economici che usufruiscono delle informazioni rese disponibili dalle società (Bedard & Graham, 2014; Chalmers et al., 2019; Coates & Srinivasan, 2014; Kinney et al., 2013; Schneider et al., 2009). Particolare enfasi è stata posta sulla relazione tra la qualità del ICFR, misurata in termini di "*disclosed material weaknesses*"²⁹, ossia dichiarate

²⁸ Un caso particolare è rappresentato dal Canada, in quanto, sebbene sia fondato un approccio *principle-based* ha imposto dal 2008 per le società l'obbligo di riportare in un documento informazioni dettagliate sulle caratteristiche e le modalità di implementazione dei Sistemi di Controllo Interno.

²⁹ Secondo il *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), «*esiste un material weakness quando le carenze del controllo comportano una ragionevole possibilità che un errore significativo nel bilancio annuale o intermedio della società non sia prevenuto o individuato in modo tempestivo*». «*L'Auditor ha l'obbligo di comunicare in maniera scritta eventuali significative deficienze e debolezze all'Audit Committee prima dell'emissione del report dell'Auditor sul rendiconto finanziario*». A differenza dei *material weaknesses* una «*deficienza significativa è una carenza, o una combinazione di carenze, nel controllo interno sull'informativa finanziaria, che è meno grave di una debolezza materiale ma abbastanza importante da meritare attenzione da parte dei responsabili della supervisione dell'informativa finanziaria dell'azienda*» (PCAOB). Secondo la PCAOB l'ICFR si ritiene inefficace o debole se è stata rilevata almeno una debolezza sostanziale (*material weakness*) nell'anno fiscale. La creazione di un *Board* indipendente per il monitoraggio delle società di revisione (PCAOB) e la separazione dell'attività di consulenza da quella di revisione sono stati alcuni tra i principali aspetti introdotti della SOX (oltre all'attestazione da parte del CEO e del CFO sull'attendibilità dei *Financial Reports* e

debolezze del sistema di controllo interno, e una serie di aspetti che riguardano il processo decisionale e le attitudini comportamentali di diversi *stakeholder*, quali *manager*, operatori del mercato e clienti. In particolare, numerosi accademici si sono cimentati nello studio sulla relazione tra la qualità del ICFR ed il comportamento dei *manager* in termini di intenzionale influenza del processo di rendicontazione finanziaria per ottenere un guadagno privato (*earnings management*) e di rendicontazione delle operazioni rilevate secondo un approccio prudenziale (*earning conservatism*) (Chalmers et al., 2019). Secondo Doyle, Ge e McVay (2007) è piuttosto logico attendersi che un debole sistema di controllo interno abbia un effetto negativo sulla qualità del *Finacial Reporting*. Gli autori mediante l'analisi di un campione di 705 società americane hanno dimostrato che in generale la presenza di inefficienze dell'ICFR è significativamente associata ad una più bassa *quality accruals*. Più precisamente la presenza di *material weaknesses* aumenta le possibilità di incorrere in anomalie “intenzionali” (*earnings management*) e “non intenzionali” (*poor estimation ability*) che vanno ad inficiare l'attività di contabilizzazione e di rendicontazione delle operazioni. Essi sostengono che le deficienze dell'ICFR, come la mancanza di segregazione di compiti e funzioni e l'insufficiente esperienza, potrebbero generare erronee stime e valutazioni, nonché consentire una maggiore discrezionalità del *management* nella gestione degli utili (*discretionary accruals*) a proprio vantaggio. Ashbaugh-Skaife, Collins, Kinney e Lafond (2009) effettuano una comparazione tra un campione di 1281 società che dichiarano l'esistenza di debolezze nell'ICFR e un campione di 6497 società che non dichiarano di avere tali inefficienze. I risultati suggeriscono che le società che presentano debolezze nel sistema di controllo interno riportano in assoluto maggiori *abnormal total accruals* e *abnormal working capital accruals*. Inoltre, vi è una relazione positiva con i *positive abnormal accruals* e una relazione negativa con i *negative abnormal accruals*. Tali risultati vengono confermati, anche se marginalmente, da Chan, Farrell e Lee (2008) che estendono l'analisi sul piano temporale. Altri studi suggeriscono che un ICFR debole è associato ad un minore livello di *earning quality*. Per esempio lo studio di Goh e Li (2011) documenta che le società che presentano un ICFR più vulnerabile sono meno inclini ad una contabilizzazione secondo il principio prudenziale (*conservative*) rispetto a quelle che non riportano punti di debolezza. Questa differenza si riflette anche tra le società che non pongono rimedio alle deficienze del sistema e quelle che intervengono nel risanare le problematiche relative all'efficacia del ICFR. Tale risultato viene confermato anche nello studio più recente di Jaggi, Mitra e Hossain (2014). Gli autori rilevano, inoltre, una conversione delle società verso

relativa responsabilità penale, l'attestazione del *management* sull'efficacia del sistema di controllo interno e il potenziamento dei poteri dell'*Audit Committee* e della *Security Exchange Commission* (SEC)).

un approccio più prudentiale nel periodo post-SOX, soprattutto per quelle in cui sono state riscontrate deficienze del sistema di controllo. Epps e Guthrie (2010) dimostrano, infatti, l'esistenza di un effetto moderatore negativo dei *material weaknesses* sui *discretionary accruals*. In particolare, le deficienze del ICFR sono associate negativamente ai *negative discretionary accruals* e positivamente ai *positive discretionary accruals*. Secondo Gong, Ke e Yu (2009) le deficienze del sistema dichiarate dalle società secondo la sezione 302 della SOX sono associate positivamente all'*earnings quality* delle società statunitensi. Tuttavia, la stessa relazione non è riscontrata per le società estere quotate sul mercato U.S. apparentemente a causa dello scarso interesse nell'identificare i punti di debolezza del sistema di controllo. Emerge, infatti, una relazione non significativa per le società *cross-listed* il cui domicilio è situato in contesti in cui la protezione degli investitori è più ridotta. Li e Wang (2006) sostengono che nelle società che presentano un ICFR più debole (che presentano *material weaknesses*) vi è una maggiore probabilità di *earnings restatement*³⁰, sia a livello complessivo (*entity-level*) che a livello di specifiche transazioni o operazioni contabili. Nel dettaglio, mentre particolari inefficienze relative alle politiche contabili e procedurali e all'area del disegno dell'attività di valutazione dei rischi risultano positivamente associate agli *earnings restatements*, altre inefficienze come quelle relative al sistema informativo, non risultano avere effetti. Un ulteriore studio comparativo di Singer e You (2011) dimostra che le società quotate sul mercato statunitense e soggette alla SOX presentano una minore intensità degli *absolute abnormal accruals* rispetto alle società canadesi quotate sullo stesso mercato ma non soggette alla sezione 404 della SOX.

Le suddette posizioni non vengono supportate, tuttavia, da Ogneva, Subramanyam e Raghunandan (2006), i quali a seguito del loro studio condotto su ampio campione di 2515 società soggette alla sezione 404 della SOX, sostengono l'inesistenza di una relazione significativa tra le deficienze dichiarate e l'*earnings quality*. Tuttavia, essi riconoscono una relazione positiva con il rischio di inefficienze nelle attività di contabilizzazione. Ampliando il campione alla sezione 302 sui *material weaknesses* emerge, invece, un evidente aumento dei *discretionary accruals* per le società che presentano inefficienze nel sistema, come dimostrato da Doyle et al. (2007). Anche gli studi più recenti supportano la relazione positiva tra qualità degli ICFR e *earnings quality*. Järvinen e Myllymäki (2016) e Lenard, Petruska, Alam e Yu (2016) dimostrano, infatti, che le società che dichiarano deficienze secondo la sezione 404 della

³⁰ Con tale termine si indica l'atto di divulgazione di modificazioni del bilancio. Esso può consistere in correzioni nei rendiconti finanziari e possono anche aiutare gli investitori ad effettuare comparazioni strumentali a valutazioni.

SOX presentano un maggiore livello di manipolazioni di *real earnings* (ad es. l'inventario) rispetto a quelle che non presentano *material weaknesses*.

Oltre a quelli finora citati, sono emersi ulteriori contributi che supportano la tesi secondo la quale la qualità del sistema di controllo interno influisce in maniera rilevante sulla condotta dei manager. Oltre al fenomeno *dell'earnings management* sono stati indagati altri aspetti comportamentali. Per esempio, il contributo di Donelson, Ege e McInnis (2017) mostra che la *disclosure* sugli *material weaknesses* del ICFR aumenta la probabilità che vengano rivelate future frodi. Feng, Li, McVay e Skaife (2015) dimostrano che la qualità del ICFR impatta sulla qualità della gestione degli inventari e che le società che presentano deficienze riportano una riduzione del valore dell'inventario stesso. Un interessante aspetto inerente le scelte di investimento dei manager viene analizzato da Cheng, Dhaliwal e Zhang (2013). La *disclosure* sullo stato dell'ICFR sembra impattare anche sulla qualità degli investimenti effettuati. In particolare, gli autori effettuano un confronto tra società che riportano debolezze nel proprio sistema di controllo e società che pur avendole non dichiarano tali inefficienze. In estrema sintesi, sembrerebbe che le società che effettuano la *disclosure* sullo stato del proprio ICFR vedono incrementare l'efficienza dei propri investimenti rispetto alle altre. Tale risultato viene confermato anche da Sun (2016) il cui studio rivela che successivamente alle azioni di miglioramento dell'ICFR, le società incrementano significativamente l'efficienza dei propri investimenti, fermo restando che le società con un efficace ICFR mostrano maggiori capacità decisionali su tali questioni.

Gli studi inerenti alla relazione tra la qualità del sistema di controllo interno e gli aspetti *behavioural* dei manager si sono, inoltre, diffusi anche al di là dei confini statunitensi. In Cina, Li, Tian e Qi (2012) non hanno riscontrato un'associazione positiva tra in numero di *material weaknesses* riportati nella relazione dei manager ed i *discretionary accruals*, mentre Ji, Lu e Qu (2016) riscontrano una relazione negativa tra carenze del controllo interno e *conservatism*. Inoltre Chen, Dong, Han e Zhou (2017) confermano la relazione positiva tra la qualità del sistema di controllo interno, misurato tramite un particolare indice e *l'earnings management*. In Giappone, Nakashima e Ziebart (2016) documentano un incremento dell'*earnings management* e dei *discretionary accruals* per le società che dichiarano sotto la SOX giapponese (J-SOX) delle deficienze nel sistema di controllo interno. Infine, sebbene in numero più ridotto, diversi studi sulla relazione tra qualità del sistema di controllo interno e le scelte del *management* sono stati condotti anche nei contesti in cui non vige la SOX. In particolare, Lu, Richardson e Salterio (2011) considerando la *disclosure* su base volontaria dei *material*

weaknesses effettuata nel *Management Discussion and Analysis* (MD&A) (corrispondente alla nostra Relazione sulla Gestione), riscontrano una positiva e significativa associazione tra le vulnerabilità del sistema di controllo interno delle società canadesi e i *discretionary accruals*. van de Poel & Vanstraelen (2011) analizzano la relazione tra la qualità del sistema di controllo interno e gli *accruals quality* in un contesto basato sull'approccio *principle-based*, quale quello olandese. Lo studio analizza l'impatto sull' *accruals quality* delle principali caratteristiche del sistema di controllo interno descritte nei report annuali e della sua efficacia attestata dal *manager* nella apposita relazione. I risultati dimostrano che mentre la *disclosure* sulle caratteristiche del sistema di controllo interno non ha alcun impatto, la comunicazione della sua efficacia comporta un miglioramento degli *accruals quality*. In Germania, Doss e Jonas (2004) esaminano gli effetti della legislazione tedesca relativa ai controlli interni sull' *earning quality*. In tal caso nel periodo post adozione della normativa si è riscontrato un incremento della tempestività nella rilevazione delle perdite e un decremento dell'attenuazione dei ricavi.

Come già anticipato, un ulteriore aspetto particolarmente indagato è stato quello relativo al rapporto esistente tra la *disclosure* sull'efficacia del sistema di controllo interno e le reazioni del mercato. Come per gli studi precedentemente citati, anche in questo caso si nota una prevalenza di contributi riferiti al contesto statunitense, evidentemente dovuta alla natura *market intensive* della struttura economica. Secondo le ipotesi avanzate dai ricercatori, gli investitori potrebbero assumere posizioni diametralmente opposte a fronte di un carente sistema di controllo interno: da una parte gli operatori potrebbero fare completo affidamento sulle informazioni finanziarie diramate dagli *auditors* indipendentemente dalle dichiarate deficienze o debolezze del sistema di controllo interno, fintanto che viene garantita una ragionevole sicurezza ("*reasonable assurance*") del perseguimento degli obiettivi aziendali (Schneider & Church, 2008). Dall'altra parte, invece, l'efficacia dei controlli interni potrebbe rappresentare un elemento fondamentale per le valutazioni da parte del mercato a fronte del rischio di incorrere in anomale dichiarazioni finanziarie o di ridurre le capacità di governo del *management* (Doss & Jonas, 2004). I principali risultati empirici dimostrano che la scarsa qualità delle informazioni finanziarie, generata dalle debolezze del sistema di controllo interno (Doyle et al., 2007), risulta una componente imprescindibile nel processo decisionale degli investitori (Easley & O'hara, 2004). Un inefficace sistema di controllo interno potrebbe, inoltre, inficiare l'adeguatezza delle scelte di investimento da parte dei *manager* incrementando la variabilità del *cash flow* e delle probabilità di fallimento (Ogneva et al., 2006). Tali conseguenze implicano maggiore incertezza circa i futuri flussi di cassa e, pertanto, maggiore costo del

capitale di rischio (*cost of equity*) e di debito (*cost of debt*) (Schneider et al., 2009). In particolare secondo lo studio di Hammersley, Myers e Shakespeare (2008) sebbene non vi siano significative reazioni da parte del mercato a fronte di lievi inefficienze (*deficiency*) del ICFR, la dichiarazione dell'esistenza di gravi inefficienze (*material weaknesses*) genera rilevanti reazioni negative del prezzo delle azioni. L'avversa reazione del mercato si è vista intensificarsi per le società il cui *management* ha dichiarato inefficace il proprio ICFR, le cui debolezze non siano auditabili, la cui *disclosure* sia stata vaga e che non abbia ricorso alla consulenza di una delle grandi società di revisione (*Big 4*) nel processo di verifica. La tesi sulla reazione del mercato viene rafforzata dallo studio di Beneish, Billing e Hodder (2008) in cui emerge una reazione avversa del prezzo delle azioni in seguito alla dichiarazione di debolezze dell'ICFR secondo la sezione 302 della SOX. Tale avversione risulta maggiore per le società cosiddette “*non-accelerated filers*” (con un flottante inferiore a 75 milioni di dollari) rispetto alle “*accelerated filers*” (con un flottante superiore a 75 milioni di dollari). Tale reazione pare attenuarsi all'aumentare della qualità *dell'audit* a cui sono sottoposte le società. Allo stesso tempo non si riscontra alcuna associazione per le società più grandi (*accelerated filers*) per le inefficienze rilevate secondo la sezione 404. I motivi dell'assenza di tale relazione sono, secondo gli autori, da attribuire al fatto che le società interessate (*accelerated filers*) sono collocate in un ambiente di mercato maggiormente informativo. Tali condizioni potrebbero quindi rendere meno informativa la *disclosure* sulle debolezze materiali, oppure, alcune informazioni importanti per gli *auditors* per l'identificazione delle debolezze possono essere irrilevanti per gli investitori (Doyle et al., 2007). Senza distinzione nel livello di gravità delle deficienze, lo studio di Ashbaugh-Skaife et al. (2009) supporta l'esistenza di una reazione avversa del mercato all'esistenza di inefficienze secondo la sezione 302 e 404 della SOX. Anche lo studio recente di Bolton, Lian, Rupley e Zhao (2016) documenta un “effetto contaminazione” delle società il cui ICFR è stato intaccato da *material weaknesses*. In tal caso, il prezzo delle azioni delle società che hanno dichiarato di possedere delle debolezze sostanziali nel sistema di controllo interno è crollato drasticamente generando un effetto domino per le società simili dello stesso settore industriale. Altri studi hanno preso in analisi le reazioni del mercato alle informazioni sull'efficacia dell'ICFR considerando specifici strumenti, quali ad esempio il coefficiente di risposta all'annuncio degli utili netti (*Earnings Response Coefficients*) (Krishnan et al., 2008) o il rapporto tra il rendimento anomalo delle azioni (“*abnormal stock returns*”) e l'errore di predizione degli analisti (*analysts forecast error*) (Singer & You, 2011).

Nel complesso tali studi suggeriscono che un maggiore investimento nel miglioramento del sistema di controllo interno (ICFR) aumenta la credibilità delle informazioni sugli utili. Alcuni studiosi hanno dimostrato, inoltre, che le società che presentano debolezze sostanziali del sistema di controllo interno hanno una minore liquidità (misurata in termini di *bid-ask spread*) rispetto a quelle con un sistema di controllo privo di debolezze (Dowdell et al., 2013) (Dowdell, Kim, Klamm, & Wiedenmier 2008). Hu, Qi, Tian, Yao e Zeng (2013) analizzano l'effetto della qualità del controllo interno sul *book value* e sulla *value relevance of earnings*, ossia sulla capacità del reddito di informare gli operatori sui flussi di cassa, sui redditi futuri, sui dividendi e sui prezzi. Essi dimostrano l'esistenza di un effetto negativo degli utili e del *book value* su valore di mercato in presenza di dichiarate debolezze del ICFR secondo la sezione 404 della SOX. Li, Yu, Zhang e Zheng (2016) suggeriscono una riduzione del 13% del valore d'impresa, misurato in termini di Q di Tobin, per le società che presentano *material weaknesses*. Anche in tal caso, al di fuori dello scenario statunitense in numero di contributi che analizzano gli effetti del sistema di controllo interno sulle reazioni del mercato risulta notevolmente ridotto. In Giappone, Nishizaki, Takano e Takeda (2014) dimostrano che le debolezze del sistema di controllo interno secondo la J-SOX sono negativamente associate ai *cumulative abnormal returns*. Chen, Chan, Dong e Zhang (2017) suggeriscono che la qualità del sistema di controllo interno delle società cinesi impatta negativamente sul rischio di crollo del prezzo delle azioni. Lo studio recente condotto nel conteso italiano da Martino e Regoliosi (2018), consistito nell'analisi dell'impatto della qualità del sistema di controllo interno e gestione dei rischi sulla valutazione da parte del mercato dei titoli delle società non finanziarie italiane (misurato in termini di *Market to book ratio* (MV/BV)), evidenzia una relazione significativamente positiva. Per quanto concerne gli effetti sul costo del debito (*cost of debt*) Kim, Song e Zhang (2011) mediante la loro analisi hanno dimostrato che le società che detengono debolezze nel proprio sistema di controllo a livello di impresa (*entity-level material weaknesses*) riscontrano tassi di interesse maggiori rispetto a quelle che presentano inefficienze solo a livello della contabilità (*account-level material weaknesses*). Inoltre, per le società che risultano avere tali debolezze il numero dei prestatori si riduce notevolmente, mentre nessuna penalità viene imputata a quelle che implementano azioni di miglioramento. Questi risultati vengono confermati da ulteriori studi sul contesto U.S. come quelli di Dhaliwal, Hogan, Trezevant e Wilkins (2011); Ghosh e Lubberink (2017) e D'Mello, Gao e Jia (2017). Lo stesso non si può dire per gli studi che analizzano gli effetti del ICFR sul costo dell'Equity (*cost of equity*) per cui i risultati risultano contrastanti. Ogneva et al. (2006) dimostrano l'esistenza di maggiori costi *dell'equity* per le società con sistemi di Controllo deboli. Gli stessi risultati non vengono, tuttavia, confermati nel

controllo con le caratteristiche delle società ed errori nelle previsioni degli analisti. Beneish et al. (2008), invece, confermano tale relazione solo per le inefficienze individuate secondo la sezione 302 della SOX.

In generale, i risultati finora esaminati sembrano convergere verso la conclusione secondo cui una maggiore qualità del sistema di controllo interno impatta positivamente su una migliore condotta dei manager (in termini di *earnings quality* e ridotta *discretionary accruals*) e sulla maggiore fiducia da parte del mercato ed i suoi operatori nei confronti delle imprese. Gran parte della ricerca empirica ha, dunque, enfatizzato la rilevanza degli effetti benefici di un efficace sistema di controllo interno sulla qualità del *reporting* finanziario esterno (Ashbaugh-Skaife et al., 2009; M. Cheng et al., 2013; Doyle et al., 2007) e sul costo del capitale (Ashbaugh-Skaife et al., 2009; Beneish et al., 2008; Dhaliwal et al., 2011; Kim et al., 2011; Ogneva et al., 2006).

2.2 SCIGR e Performance operative d'impresa

Una cerchia più ristretta di accademici si è, invece, focalizzata sui potenziali benefici dello stesso sistema di controllo sul *reporting* interno all'impresa e sui suoi utilizzatori (Bauer, 2015; Cheng, Goh, & Kim, 2017; Feng, Li, & McVay, 2009; Feng et al., 2015). Essi sottolineano l'importanza del ruolo del sistema di controllo interno nei processi decisionali interni che coinvolgono il *management* e di conseguenza l'efficienza operativa. Secondo Feng et al. (2009) le debolezze del sistema di controllo interno generano errori nel processo di produzione e veicolazione delle informazioni, alterando non soltanto il *reporting* finanziario esterno ma anche quello interno. In altri termini, sembrerebbe che il sistema di controllo interno agisca tramite un "effetto informazione". Ad esempio, un inadeguato sistema informativo, quale conseguenza di un sistema di controllo interno debole, potrebbe ridurre la capacità degli operatori di catturare, processare e registrare informazioni fondamentali per assumere decisioni. Ulteriori deficienze come la carenza di controlli sulle qualifiche del personale potrebbe inficiare la tempestiva produzione di informazioni necessarie per effettuare scelte ottimali (Feng et al., 2009). La dispersione di informazioni preziose per l'esercizio dell'attività gestionale che ne deriva potrebbe ripercuotersi sull'efficienza operativa dell'impresa tramite vie indirette (Cheng et al. 2017; Feng et al., 2009). Una prima causa potrebbe risiedere nell'errata formulazione (sottostima o sovrastima) delle previsioni sulle vendite e di conseguenza sull'incapacità di prendere adeguate decisioni circa le operazioni future. Infatti, una sovrastima delle vendite potrebbe indurre ad un eccessivo approvvigionamento degli *input* e di conseguenza ad un

aumento dei costi in termini di stoccaggio, obsolescenza delle scorte, manodopera ridondante e spreco di risorse. D'altro canto, una sottostima nelle previsioni di vendita potrebbe sfociare in altre problematiche, come ad esempio l'insufficienza di *input* necessari alla produzione generando costi aggiuntivi per il ricorso *last minute* di materie prime o lavoro straordinario. Queste assunzioni risultano consistenti con i risultati ottenuti da Cassar e Gibson (2008), Feng et al. (2009), Pinello e Skaife (2008), Ghosh e Lubberink (2017), Xu e Tang (2012) secondo cui le imprese con un efficace sistema di controllo interno tendono ad effettuare stime più accurate (*accuracy forecast*). Un altro aspetto che potrebbe risentire della debolezza del sistema di controllo interno risiede nel processo di determinazione dei costi operativi (costi diretti di materiale, costi di manodopera diretti e costi generali). In particolare, anomalie nel sistema di controllo interno (ad es. una inadeguata gestione dei pagamenti, spese di ammortamento, ecc.) potrebbero falsare l'imputazione dei costi a ciascuna unità operativa. Eventuali errori nella determinazione dei costi, considerati alla base del processo di fissazione dei prezzi, potrebbero indurre a scelte sub-ottimali (Cheng et al., 2017). Infatti, se i costi risultano sovrastimati i prezzi tendono a esser più alti e l'impresa potrebbe perdere profitti e vantaggio competitivo. Al contrario, costi sottostimati inducono le imprese a fissare prezzi inferiori con il conseguente rischio che vi siano profitti marginali troppo bassi. Tali errori potrebbero, inoltre, riflettersi nell'analisi degli scostamenti e indurre l'impresa ad attuare azioni correttive non necessarie o a non prendere alcuna iniziativa sebbene indispensabile (Cheng et al., 2017). Feng et al. (2015) documentano che la qualità del sistema di controllo interno ha effetti significativamente positivi sulle *operations*³¹ dell'impresa. Più precisamente, lo studio in questione, condotto su un ampio campione di società statunitensi, rileva un'associazione negativa tra le debolezze dell'ICFR inerenti alla gestione delle scorte (*inventory-related material weaknesses*) e le *operations* delle società. Le predette debolezze oltre ad essere associate ad una riduzione dell'indice di rotazione di magazzino³², aumentano sistematicamente le probabilità di una svalutazione delle scorte. Gli interventi di miglioramento apportati al sistema, inoltre, sembrano attenuare tali effetti negativi e addirittura generare incrementi nelle vendite, nel profitto lordo (*gross profit*) e del flusso di cassa operativo (*operating cash flow*). Sebbene i risultati citati costituiscano una importante

³¹ Il termine è stato volutamente riportato nella sua accezione anglosassone, poiché ritenuta maggiormente adeguata ad esprimerne il vero significato. Esso rappresenta l'insieme dei processi necessari alla produzione e all'erogazione di un bene o servizio.

³² Il termine si traduce nel termine anglosassone *turnover ratio* e rappresenta uno degli indicatori più usati nella gestione del magazzino, che riflette l'efficienza a livello globale della catena logistica, dal fornitore al cliente. Esso corrisponde al numero di riapprovvigionamenti necessari a rifornire il magazzino in un preciso arco di tempo. In tal caso viene calcolato come il rapporto tra il costo dei beni venduti (*Cost of Goods Sold*) e COGS la media delle scorte calcolate secondo il metodo FIFO nell'anno corrente e quello precedente.

evidenza a supporto della relazione esistente tra sistema di controllo interno e *performance* operative, essi non possono essere generalizzabili poiché riferiti a specifici aspetti quali quelli relativi alla gestione delle scorte. Alla luce di tali considerazioni, particolarmente importante è stato il contributo di Cheng et al. (2017). Gli autori estendono la ricerca sulle relazioni tra sistema di controllo interno e *performance* operative analizzando l'impatto di tutte le possibili debolezze del sistema di controllo interno (ICFR) sulle complessive *performance* operative. Basando le proprie ipotesi sui precedenti risultati (Cheng et al., 2013; Feng et al., 2009, 2015), la ricerca documenta una significativa relazione negativa tra i *material weaknesses* riportati dalle società statunitensi soggette alla SOX 404 riguardanti tutti gli aspetti dell'ICFR e le *performance* operative, misurate in termini multidimensionali mediante il metodo della DEA (*Data Envelopment Analysis*). Risultati aggiuntivi, inoltre, indicano che l'effetto negativo di cui sopra è esacerbato per le società caratterizzate da una elevata volatilità degli utili e bassi volumi di scambio. Per quest'ultime, infatti la qualità delle informazioni necessarie al processo decisionale risulta maggiormente decisivo rispetto alle altre. La comunità scientifica ha dato grande riconoscimento allo studio in questione poiché, oltre ad aver contribuito in maniera rilevante al dibattito sugli effetti positivi del sistema di controllo interno sul processo decisionale ed informativo dell'impresa, costituisce il primo contributo ad approfondire gli effetti sulle complessive *performance* operative. Interessanti sono, inoltre, i risultati ottenuti dallo studio di Zhou, Chen e Cheng (2016) sui mercati emergenti cinesi. In particolare, l'oggetto d'analisi consiste nella relazione esistente tra il sistema di controllo interno e le *performance* operative nelle diverse fasi del ciclo di vita delle società. Quest'ultime costituiscono l'innovatività dell'analisi assieme all'utilizzo di un particolare indice per la misurazione della qualità del sistema di controllo interno. Predetto indice introdotto in letteratura da Chen et al. (2016) viene costruito mediante l'utilizzo della AHP (*Analytic Hierarchy Process*) e per la prima volta utilizzato nell'indagine degli effetti sulle *performance* operative. La ricerca di Zhou et al. (2016) rappresenta il primo contributo nel contesto dei mercati emergenti sulla relazione tra sistema di controllo interno e le *performance* operative. I risultati dimostrano effetti significativamente positivi del sistema di controllo interno sulle *performance* operative, misurate in termini di ROA. Tale relazione sembra variare a seconda del differente stadio del ciclo di vita delle società (*launch, growth, shake-out, maturity, and decline*) e in particolare, la si vede aumentare di significatività negli stadi di maturità e *shake out*.

Nel complesso, i risultati empirici finora esaminati sembrano incoraggiare l'ipotesi di una relazione positiva tra sistema di controllo interno e le *performance* operative. Tuttavia, parrebbe

irragionevole una generalizzazione dei suddetti risultati alla luce delle ineccepibili differenze tra sistemi legislativi e culturali dei diversi Paesi. Rimane, pertanto, ampio spazio per ulteriori approfondimenti riferiti a contesti non ancora analizzati come quello europeo (Chalmers et al., 2019). In tal senso, il presente lavoro si pone l'obiettivo principale di rispondere alla *call* lanciata dalla comunità scientifica relativa all'esigenza di nuove analisi ed evidenze empiriche sul tema del sistema di controllo interno ed i relativi effetti sull'attività d'impresa (Chalmers et al., 2019).

2.3 Determinanti del SCIGR

Il crescente interesse rivolto ai temi del controllo interno e della gestione del rischio da parte della comunità scientifica ha dato vita a molteplici contributi che ne hanno indagato, non solo gli effetti economici, ma anche le principali determinanti. Anche in quest'ultimo caso, la parte più consistente della letteratura si è concentrata sul contesto statunitense (Chalmers et al., 2019; Coates & Srinivasan, 2014; W. R. Kinney et al., 2013; Schneider et al., 2009). Nuovamente, i contributi utilizzano prevalentemente la *disclosure* sugli *IC material weaknesses* (secondo la SOX 302 e 404) quale misura della qualità del sistema di controllo interno (inteso come *Internal Control over Financial Reporting -ICFR*) (Bedard & Graham, 2014; Chalmers et al., 2019; Schneider et al., 2009). I risultati degli studi empirici condotti subito dopo l'esordio delle SOX 302 e 404, hanno testimoniato la tendenza generale a supportare una relazione positiva tra imprese più rischiose, maggiormente complesse, di minori dimensioni e con un *Board* più debole e una minore qualità del sistema del controllo interno (Chalmers et al., 2019). Col tempo la letteratura, oltre ad evolversi sul piano contenutistico, si è estesa in maniera graduale anche verso confini extra- US. Risulta particolarmente interessante notare la grande attenzione da parte degli studiosi nel ricercare le determinanti del SCIGR tra alcune caratteristiche interne all'impresa come la *corporate governance* e la struttura proprietaria. Nel dettaglio, per le caratteristiche di *governance* si è fatto riferimento all'impegno, alle dimensioni, alla composizione del Consiglio di Amministrazione e alla presenza di *gender diversity*. Della struttura proprietaria, invece, tra le altre cose hanno destato maggiore interesse la concentrazione proprietaria (*ownership concentration*) ed il controllo pubblico (*institutional ownership*) (Chalmers et al., 2019).

Per quanto concerne il Consiglio di Amministrazione, storicamente esso è stato ampiamente riconosciuto quale fattore chiave per il SCIGR, capace di modularne la struttura e di

controllarne l'implementazione (Beasley & Salterio, 2001; CoSO, 2013; M. C. Jensen, 1993; A. Klein, 2002; Krishnan, 2005; Michelon et al., 2015). IL CdA, costituendo, infatti, il principale interlocutore e supervisore (Beasley & Salterio, 2001; M. C.; A. Klein, 2002; Shleifer & Vishny, 1997) del SCIGR, è stato collocato tra gli elementi fondamentali dell'*Ambiente di Controllo*³³ (Krishnan, 2005; CoSO, 2013). Essendo quest'ultimo funzione del sistema di controllo interno, si è sostenuto che di riflesso il CdA fosse determinante per la l'efficacia e l'efficienza³⁴ dello stesso SCIGR (Y. Zhang et al., 2007). In letteratura la composizione del CdA è stata riconosciuta come un meccanismo di *governance* decisivo per garantire un efficace monitoraggio sull'agire del *management* (E. Fama, 1980; E. F. Fama & Jensen, 1983). Intuitivamente, tale meccanismo dovrebbe ridurre l'asimmetria informativa ed incentivare una maggiore trasparenza da parte delle imprese. Tuttavia, sul punto, i contributi empirici avanzati dai ricercatori offrono risultati discordanti (Michelon et al., 2015). Mentre per alcuni l'indipendenza del CdA ha influito negativamente sulla *disclosure* delle imprese (Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004), per altri, la maggiore proporzione di amministratori non esecutivi è risultata essere positivamente associata ad una maggiore *disclosure* (Cerbioni e Parbonetti 2007; Leung e Horwits2004; Chen e Jaggi 2000; Eng & Mak, 2003). In altri casi, sembra addirittura non essere stata rilevata alcuna relazione (Ho & Shun Wong, 2001).

Sebbene secondo la teoria il CdA eserciti fondamentali attività di monitoraggio nei confronti del *management* (Fama & Jensen, 1983), risultano ancora controversi gli aspetti legati agli effetti delle sue dimensioni sulla *disclosure* e sull'efficacia del controllo interno (Y. Zhang et al., 2007). L'incremento del numero dei membri del Consiglio di Amministrazione, traducendosi nel potenziamento dell'*expertise* a disposizione dell'impresa (Dalton et al., 1999), dovrebbe migliorare le capacità di controllo e monitoraggio degli amministratori, nonché favorire maggiore trasparenza e una migliore *disclosure* da parte delle imprese (Gandia, 2008). Tuttavia, diversi ricercatori sostengono che il controllo interno sia negativamente associato alla dimensione del CdA (Jensen, 1993) e che minori dimensioni mitigano i costi di agenzia (Eisenberg et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 1991; Yermack, 1996). Anche tra i contributi

³³ Come già ampiamente spiegato nel paragrafo dedicato alla descrizione del SCIGR, l'*Ambiente di Controllo* rappresenta uno dei 5 fondamentali elementi.

³⁴ Anche il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate, basandosi sulle principali best practices a livello internazionale, afferma che “il Consiglio di amministrazione [...] b) definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, [...] c) valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente [...] con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi [...]”.

riguardanti nello specifico le determinanti del SCIGR, emergono risultati misti (Zhang et al., 2007). In particolare, mentre alcuni ricercatori sostengono una relazione positiva tra la dimensione del CdA e la qualità del sistema di controllo interno (Balsam et al., 2014; Y. Chen et al., 2017; Hu et al., 2017), altri testimoniano una relazione negativa o, addirittura, non trovano alcuna connessione (Ji, Lu, & Qu, 2015).

Con riferimento alla letteratura sulle determinanti del SCIGR nel contesto statunitense, diversi accademici hanno sostenuto una relazione positiva tra il controllo interno e le suddette caratteristiche del *Board*. Ad esempio, Goh (2009) dimostra che l'indipendenza dei membri del CdA migliora la qualità del controllo interno (inteso come ICFR) poiché ciò aumenta la velocità di intervento sulle anomalie rilevate. In linea con tali risultati vi è anche il contributo di Hoitash et al. (2009) e Uemura (2012) i quali sostengono che l'indipendenza e la presenza di membri esterni nel CdA mitigano le problematiche del sistema di controllo interno. Inoltre, Balsam, Jiang e Lu (2014) nell'analizzare la relazione tra la qualità del sistema di controllo interno (*disclosed Material Weaknesses*) e i meccanismi di incentivazione dei manager (*equity incentives*), hanno constatato che variabili come una maggiore percentuale di amministratori indipendenti del *Board* determina minori deficienze del sistema di controllo interno (*Material Weaknesses*). Risultati simili vengono riportati da Chen, Knechel, Marisetty, Truong, e Veeraghavan (2017), i quali rilevano una relazione negativa tra la *Board independence* e la *disclosure* sui *Material Weaknesses* e tale relazione si è vista intensificarsi nei casi in cui sussisteva *CEO Duality*. Tale tendenza viene confermata anche in altri contesti. In particolare, anche nel panorama cinese, il cui approccio risulta distante da quello *rule based* americano, diversi studi evidenziano che l'indipendenza del *Board* influisce in maniera rilevante sull'efficacia della *governance* come strumento di monitoraggio sul *management* e sul sistema di controllo interno (G. Hu et al., 2017). Nel contesto nazionale l'indipendenza del CdA assume tutt'altra veste, in quanto sembrerebbe da studi empirici che essa non influisca sulla propensione delle società a conformarsi alle regole di *governance* (Bajo et al., 2009). Al contrario, la *CEO duality* sembra avere avuto un effetto distorsivo su tali relazioni (Y. Chen et al., 2017; Cho & Rui, 2009; Huafang & Jianguo, 2007). Al di fuori del contesto cinese, lo studio di Agyei-Mensah (2016) dimostra come per le società ghanesi l'indipendenza del *Board* sia l'unico elemento decisivo per garantire maggiore trasparenza e una migliore *disclosure* sui controlli interni. A livello *cross-country*, invece, Michelin et al. (2015) rilevano che la *disclosure* effettuata dalle imprese europee, relativa soltanto a particolari aspetti come gli obiettivi e gli attori coinvolti nel SCIGR, viene influenzata in maniera positiva e significativa dal grado di

indipendenza del *Board*. È interessante notare che tale relazione risulta essere positiva in un contesto in cui vige un approccio *comply or explain*, mentre risulta essere negativa in contesti con una maggiore *enforcement*. In altri termini, lo studio dimostra che in contesti con approcci più flessibili l'indipendenza del CdA sembra promuovere una *disclosure* incentrata più sugli aspetti formali (obiettivi e attori del SCIGR) che sugli aspetti sostanziali (meccanismi e presidi messi in atto). Questo potrebbe indurre a riflessioni ulteriori sulla necessità di rimodulare l'approccio *comply of explain* verso una maggiore rigidità.

Anche la frequenza degli incontri del CdA ha rappresentato un aspetto di interesse da parte dei ricercatori. Anche in questo caso gli studi che analizzano la relazione tra la frequenza delle riunioni del CdA e la qualità del sistema di controllo interno considerano quale *proxy* di quest'ultimo i *Material Weaknesses*. A tal proposito, i risultati in letteratura sembrano alquanto controversi. In effetti le riunioni del CdA rappresentano la sede più opportuna per il confronto e la proposizione di idee che possano migliorare l'attività di monitoraggio sul *management* (Conger et al., 1998). D'altro canto, una maggiore assiduità degli incontri non si traduce direttamente in maggiore efficienza. Infatti lo studio empirico di Vafeas (1999) dimostra come il CdA costituisca un organo reattivo e non un meccanismo proattivo di miglioramento dell'andamento dell'impresa. Infatti, il contributo evidenzia una relazione negativa tra numero di incontri del CdA e valore d'impresa. A sostenere tale visione vi è anche il contributo di Zhang et al. (2007) secondo il quale il numero degli incontri del CdA è positivamente correlato alla rilevazione delle deficienze del sistema di controllo interno. Questo potrebbe indicare che le imprese che presentano un maggior numero di inefficienze nel sistema di controllo tendono ad effettuare più riunioni nel tentativo di sopperire a dette problematiche. Altri studi sul punto confermano che la maggiore frequenza degli incontri del CdA riduce le anomalie non risolte del sistema, migliorando di conseguenza il sistema di controllo nel suo complesso (Hoitash et al., 2009; Uemura, 2012). Nel complesso, seppure sembri difficile ipotizzare chiaramente la causalità della relazione tra il maggior numero di incontri del CdA e la qualità del sistema di controllo interno, pare ragionevole comunque supporre l'esistenza di una relazione positiva tra i due fattori. Tale ipotesi sembra ancora più calzante nel contesto nazionale, poiché, secondo alcuni risultati empirici, la maggiore frequenza delle riunioni del CdA sembra incrementare le capacità degli organi di *audit* nell'intercettare le anomalie esistenti nel sistema e mitigarne i relativi rischi, soprattutto a livello di entità (*ambiente di controllo, individuazione e valutazione dei rischi, Informazione e comunicazione, monitoraggio*) (Azzali et al., 2013).

Ulteriore aspetto estremamente interessante risulta essere il ruolo assunto dalla cosiddetta *gender diversity* all'interno del CdA. La letteratura sulla *gender diversity* sebbene abbia origini recenti, è stata protagonista di una graduale crescita nel corso degli anni. I primi lavori, trovano ragione nelle differenze di tipo *behavioural* esistenti tra i diversi generi rappresentati nel CdA (Yu Chen et al., 2016). Studi empirici in ambito manageriale dimostrato come *Board* più diversificati abbiano più probabilità di adottare un approccio maggiormente critico nell'analisi di problemi solitamente ignorati (Clarke, 2005; Huse & Solberg, 2006; Stephenson, 2004) e di risolvere le controversie mediante il confronto verbale (Daily et al., 2000) Ray, 2005). Konrad e Erkut (2008) testimoniano che le amministratrici mostrano meno timore nel porre domande al *management*, rispetto agli amministratori uomini. Quest'ultimi spinti da sentimento di complicità e di obbligo nei confronti dei propri colleghi tendono ad assumere un atteggiamento più omissivo. Pertanto, le amministratrici si dimostrano meno tolleranti nei confronti di atteggiamenti opportunistici. Esperimenti in campo economico hanno, inoltre, dimostrato che gli amministratori uomini, rispetto alle donne, tendono a prediligere la competizione nell'ambiente di lavoro e risultano *overconfident* nelle scelte di investimento (Barber & Odean, 2001). In effetti il genere femminile sembra essere maggiormente avverso al rischio secondo gli studi di Beckmann e Menkhoff (2008) e Bellucci, Borisov e Zazzaro (2010), ma soprattutto più capace nell'affrontare problematiche altamente sensibili (Bilimora, 2000; Clarke, 2005; Huse & Solberg, 2006; Stephenson, 2004). Una parte consistente della letteratura sulla *gender diversity* ha analizzato gli effetti della sua presenza sulle performance e sul valore d'impresa (Carter et al., 2003; Erhard et al., 2003; Nguyen et al., 2015). I risultati, tuttavia, si sono rivelati controversi. Mentre alcuni contributi dimostrano una relazione positiva tra diversità di genere all'interno del CdA (Green & Homroy, 2018) e *performance*, altri evidenziano l'esistenza di una relazione negativa fra le due variabili (Ahern & Dittmar, 2012). Al centro del dibattito risiede il riconoscimento dell'importanza del ruolo del genere femminile all'interno dell'organo amministrativo. La letteratura, in un certo senso, ha testimoniato il passaggio da mero "tokenismo" a sostanziale partecipazione ai meccanismi di governo dell'impresa da parte delle amministratrici donne (Torchia et al., 2011). La maggiore *expertise* che, secondo diversi studi, viene apportato dalla presenza femminile all'interno del CdA (Capone, 2020; García-Sánchez et al., 2017) ha dimostrato essere un acceleratore, non solo della capacità manageriale (Hillman et al., 2002), ma soprattutto del potere di monitoraggio del CdA (Ferreira & Adams, 2009; García-Sánchez et al., 2017). Ciò potrebbe spiegare l'effetto positivo sulla riduzione dei costi dell'*audit* (Harjoto et al., 2015; Ittonen et al., 2010).

Secondo Adams e Ferreira (2009) addirittura lo stile di monitoraggio differisce tra i due generi e ciò si riflette nella migliore qualità del *reporting* (Conyon & He, 2017; Nguyen et al., 2015), nella maggiore propensione alla *disclosure* (Ahmad et al., 2015; Aribi et al., 2018; Manita et al., 2018), anche *voluntary* (Tejedo-Romero, Rodrigues, & Craig, 2017; Bronson, Carcello, & Raghunandan, 2006; Adams, Gupta, & Leeth, 2009; Arun, Almahrog, & Ali Aribi, 2015; Peterson & Philpot, 2007) e nella tendenza delle imprese ad essere più *compliant* alle *best practices*. Contributo importantissimo, in questo caso, risulta quello di Yu Chen et al. (2016) secondo il quale la presenza di un maggior numero di donne all'interno del CdA riduce in maniera statisticamente significativa le inefficienze del sistema di controllo interno. Tuttavia, secondo Adams e Ferreira (2009) pare che vi sia una maggiore probabilità che un maggior numero di donne si inserisca nel comitato controllo piuttosto che nel CdA. Anche nel caso in cui le donne risiedono nel Comitato il reporting sul controllo interno e meccanismi del sistema stesso migliorano (Parker et al., 2017; Ud Din et al., 2020). Alla luce delle risultanze empiriche su tale questione, sembrerebbe abbastanza logico supportare una relazione positiva tra la maggiore presenza di componente femminile all'interno del CdA e una maggiore qualità dei presidi di controllo, quindi della *compliance* alle prescrizioni in tema di controlli interni e gestione del rischio.

Ulteriore elemento al centro di numerosi dibattiti è stata la struttura proprietaria (Chalmers et al., 2019). In particolare, la letteratura si è prevalentemente concentrata su partecipazione pubblica e concentrazione proprietaria. Per quanto concerne la partecipazione pubblica (*state ownership*), la letteratura riporta posizioni contrastanti circa i suoi effetti sulle buone pratiche di governo. Alcuni ricercatori sostengono sia un fattore fondamentale per garantire l'efficienza dei meccanismi di *corporate governance* (Shleifer & Vishny, 1997). Le motivazioni degli investitori istituzionali, che spingono ad un maggiore monitoraggio sull'attività dei *manager* (M. C. Jensen, 1993), contribuiscono infatti l'allineamento degli interessi del *management* a quelli degli azionisti (Porter, 1992; Solomon et al., 2002). Altri risultati empirici hanno dimostrato che nel contesto statunitense la partecipazione pubblica sembra amplificare l'efficacia del monitoraggio sulle attività del *management* e influenzare positivamente la *qualità* e la *disclosure* sul sistema di controllo interno (Ashbaugh-Skaife et al., 2007). In tal caso, l'asimmetria informativa che rappresenta il problema centrale verrebbe mitigata anche dalla *voluntary disclosure* delle imprese (Xu dong Ji et al., 2015) eliminando dunque il cosiddetto "*lemon effect*" che rappresenta una delle maggiori cause dei costi d'agenzia (Akerlof, 1970). Tuttavia,, studi condotti sul contesto cinese suggeriscono che la partecipazione

statale contribuisce alla determinazione dei costi di agenzia (S. Chen et al., 2008), all'indebolimento del sistema di controllo interno (Fan & Wong, 2002; Piotroski & Wong, 2013) e alla minore propensione alla *voluntary disclosure* (Xu dong Ji et al., 2015). Infine, studi riferiti a paesi in via di sviluppo, invece, sembrano offrire risultati contrastanti. In particolare, mentre Chen e Keung (2018) dimostrano che una stabile partecipazione statale nelle imprese tende a mitigare le problematiche relative al sistema di controllo interno, Agyei-Mensah (2016) testimonia che tra i diversi meccanismi di *governance* solo l'indipendenza del CdA risulta influenzare positivamente la disclosure sul sistema di controllo interno mentre la struttura proprietaria rimane elemento ininfluenza. Considerata la maggiore vicinanza del panorama italiano al contesto cinese, in termini di struttura mercato, di governo delle imprese ed approccio *principle based*, si protende verso un'ipotesi che sostiene una relazione negativa tra partecipazione statale e qualità del controllo interno.

Infine, lo studio delle relazioni tra concentrazione proprietaria e sistema di controllo interno ha trovato logicamente maggiore supporto nei contesti diversi da quello statunitense caratterizzato da un azionariato frammentato e diffuso (Deumes & Knechel, 2008; Xu dong Ji et al., 2015). Le evidenze sugli incentivi al *reporting* sul controllo interno risultano poco convincenti in un contesto in cui tale reportistica non è stata di fatto così volontaria (Leone, 2007). Inoltre, Bronson et al. (2006), che hanno analizzato la *disclosure* sul controllo interno prima e dopo l'introduzione della sua obbligatorietà tramite la SOX, hanno evidenziato come le informazioni fornite dalle imprese statunitensi fossero prevalentemente incentrate sui rischi finanziari e non sul complesso di elementi così come considerati dal CoSO. La teoria suggerisce che una maggiore concentrazione proprietaria dovrebbe ridurre i problemi legati ai costi di agenzia e all'asimmetria informativa (Milgrom & Roberts, 1992). Diventa, infatti, molto più oneroso per le società con un azionariato diffuso sostenere una efficace attività di monitoraggio (M. Jensen & Meckling, 1976). Tuttavia, sebbene l'impianto teorico induca ad ipotizzare una relazione positiva tra concentrazione proprietaria e reportistica sul controllo interno, le risultanze empiriche hanno mostrato tendenze contrastanti. Tra questi si ricorda lo studio di Deumes e Knechel (2008) effettuato su un campione di imprese olandesi nel quale è stata rilevata una relazione negativa tra la proprietà da parte dei grandi detentori di azioni e la *disclosure* sul sistema di controllo interno. In linea con tali conclusioni vi sono anche Xu dong Ji et al. (2015), i quali hanno dimostrato che la probabilità che le imprese effettuino una *disclosure* volontaria sul sistema di controllo interno è influenzata negativamente e in maniera significativa oltre che da fattori legati all'impresa come dimensioni e profittabilità, anche da elementi di *governance*

e dalla struttura proprietaria. Nel caso particolare della concentrazione proprietaria, è emerso che le imprese con una maggiore concentrazione proprietaria hanno una minore qualità del controllo interno. In tal caso il maggiore potere esercitato dai proprietari viene utilizzato per il raggiungimento di propri scopi personali, piuttosto che dell'impresa. Al contrario, lo studio di Weiss (2014) evidenzia che la concentrazione della proprietà, detenuta da un'unica famiglia, induce ad un effetto positivo sulla qualità del sistema di controllo interno. Quindi, da una parte emergono posizioni che sostengono l'effetto positivo, mentre dall'altra parte, viene sottolineata anche la problematicità del fenomeno di *tunneling* incentivato dalla concentrazione proprietaria (Lin et al., 2009; Johnson et al., 2000) spesso ricorrente in mercati caratterizzati da una minore protezione degli investitori (La Porta et al., 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Andrei, et al., 2002). In conclusione, le evidenze empiriche esistenti sostengono contemporaneamente un *entrenchment effect* e un *alignment effect* (Chalmers et al., 2019).

CAPITOLO 3

Analisi empirica: obiettivi, metodologia e risultati

3.1 Obiettivi, contributi e ipotesi di ricerca

Come emerso nel precedente capitolo, l'importanza del sistema di controllo interno, quale meccanismo di *corporate governance*, utile alla riduzione dei costi di agenzia e alla creazione del valore d'impresa (Gillan, 2006; Leng & Ding, 2011; Michelon et al., 2009; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Williamson, 1983), è stata ampiamente riconosciuta da gran parte della letteratura secondo differenti prospettive ed in diversi contesti (Bedard & Graham, 2014; Chalmers et al., 2019; Coates & Srinivasan, 2014; Kinney et al., 2013; Schneider & Church, 2008). La forte spinta normativa, avuta negli ultimi decenni in risposta ai mutamenti degli scenari competitivi e ai numerosi scandali finanziari, ha addirittura, in alcuni casi, contribuito all'associazione del termine *corporate governance* a quello di sistema di controllo interno (Arena et al., 2010; Spira & Page, 2003). Le evidenze aneddotiche e la precedente ricerca ha, inoltre, supportato la tesi secondo la quale il sistema di controllo interno contribuisce al miglioramento delle *operations* aziendali, quindi delle *performance* (Cheng et al., 2013; Cheng et al., 2017; Feng et al., 2009, 2015). Lo stesso *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (CoSO) ha, inoltre, espressamente dichiarato che tra i principali obiettivi del sistema di controllo interno rientrano quelli di «*efficacia ed efficienza delle attività*

aziendali, nelle quali vengono incluse obiettivi di performance operative, di redditività e di salvaguardia delle risorse» (CoSO, 2013).

Pertanto, la prima e fondamentale *research question* a cui si intende dare risposta è la seguente:

RQ₁: una maggiore qualità della compliance alle raccomandazioni fornite dal Codice di Autodisciplina inerenti al Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi migliora le performance operative delle società quotate italiane?

In tal caso, lo studio si pone l'obiettivo di contribuire alla letteratura sulla *corporate governance* da diversi punti di vista. Si cerca di offrire un contributo al dibattito sulla relazione tra *corporate governance* e *performance* aziendali. L'evidente frammentarietà dei risultati empirici emersa nel corso degli anni dalla letteratura nazionale ed internazionale ha contribuito a rendere necessaria l'estensione della ricerca empirica verso contesti ancora poco esplorati come quello italiano. Ulteriori evidenze empiriche contribuirebbero, quindi, a ricomporre il quadro disorganico della ricerca sul tema.

Nonostante la grande attenzione rivolta dalla comunità scientifica al tema del sistema di controllo interno, alcune conclusioni risultano ancora controverse, mentre altri aspetti rimangono ancora totalmente da esplorare (Chalmers et al., 2019). Un esempio consiste nella dibattuta questione relativa al rapporto costi- benefici della *compliance* relativa al sistema di controllo interno, sia secondo la prospettiva dei manager che dell'impresa stessa. In particolare, secondo la prospettiva dei manager rimane irrisolta la questione relativa al *trade-off* tra gli incentivi e i costi (Healy & Palepu, 2001). Secondo la prospettiva dell'impresa, invece, mentre diversi critici hanno asserito che i benefici attesi dall'applicazione del sistema di controllo interno non sono commisurati agli elevati costi di *compliance* ai relativi obblighi³⁵ (DeFond & Francis, 2005; Hoitash, Hoitash, & Bedard, 2008; J. Kinney & Shepardson, 2010; Michaels, 2003; Powell, 2005; Romano, 2005), altri hanno documentato che un efficace sistema di controllo interno, implementato secondo le *best practices* raccomandate dalle autorità, apporta diversi benefici in termini di qualità della reportistica finanziaria, di minore costo del capitale (*ex multis* Ashbaugh-Skaife et al., 2007; Beneish et al., 2008; Dhaliwal et al., 2011; Doyle et al., 2007; Kim et al., 2011; Ogneva et al., 2006) e di maggiore efficienza operativa (Cheng et

³⁵ La stessa SEC (Security Exchange Commission) a seguito del riconoscimento degli elevati costi di compliance alla SOX (sezioni a e b), ha previsto l'esclusione delle società di minori dimensioni (cosiddette "*non-accelerated filers*") tra quelle obbligate alla revisione ed il controllo sull'efficacia del sistema di controllo interno da parte di un *auditor* indipendente. Le *non-accelerated filers* corrispondono alle società con un valore del flottante inferiore a settantacinque milioni di dollari e sono soggette a obblighi meno stringenti sulla reportistica finanziaria (emettono un unico report annuale definito come "*Form 10-K*").

al., 2017; Feng et al., 2015; Zhou et al., 2016). In tal senso, il presente lavoro si prefigge di contribuire a tale dibattito.

Il lavoro si ritiene utile anche al fine di valutare un aspetto piuttosto rilevante, per *policy maker*, *practitioner* ed operatori di mercato, come la *compliance* delle società quotate al Codice di Autodisciplina³⁶. Il altri termini, risulta di interesse verificare se l'adozione delle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina rappresenti un mero esercizio “*tick the box*” (Arcot & Bruno, 2006), oppure, sia volto ad un sostanziale miglioramento della protezione degli investitori, dell'efficienza e dell'efficacia delle operazioni di gestione, nonché strumentale alla partecipazione delle imprese allo sviluppo del tessuto economico del Paese. Lo studio mira a verificare la tesi secondo la quale l'applicazione di codici di *corporate governance* nei Paesi *civil law* è spinta da motivazioni di legittimazione dell'azione delle imprese sul mercato globale, piuttosto che dalla volontà reale di migliorare l'efficienza delle pratiche di governo delle imprese (Zattoni & Cuomo, 2008). L'analisi si colloca, anche tra gli studi che analizzano gli effetti dell'applicazione di codici di autodisciplina basati sul principio *comply or explain* sulle *performance* aziendali (Abatecola, 2006; Arcot & Bruno, 2006; Bauer et al., 2004; Rob Bauer, 2004; Bauwhede, 2009; Dedman, 2002; Goncharov et al., 2006; Martino & Regoliosi, 2018; Renders et al., 2010; Rose, 2016). Esso vuole offrire un ulteriore contributo di tipo pratico ai *policy maker* verificando se la relazione positiva tra *disclosure* sul sistema di controllo interno e *performance* operative documentata in contesti con una maggiore *enforcement* (vedi U.S.) viene riconfermata anche in contesti basati su un approccio più flessibile. In particolare, il presente lavoro trova supporto nel contributo di Michelon et al. (2009, 2015) i quali confermano l'ipotesi sostitutiva di Williamson (1983) tra i differenti meccanismi di *governance*. Un effetto positivo della conformità al codice sulle *performance* potrebbe suggerire alle istituzioni e agli enti interessati di preservare la logica di flessibilità su cui è improntato il Codice di Autoregolamentazione italiano, poiché contribuisce all'efficienza dell'impresa e quindi alla creazione di valore. Di contro, una relazione negativa suggerirebbe di valutare la possibilità di

³⁶ Per un approfondimento sull'importanza dell'applicazione del Codice di Autodisciplina e la qualità delle informazioni pubblicate sulla *corporate governance* si vedano i seguenti lavori: “6° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina” (Comitato Italiano Corporate Governance); “Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate” (Assonime, 2018); “Alcune proposte in materia di controlli societari” (Assonime, 2011); “La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e *comply-or-explain* (anno 2017)”; “Libro Verde della Commissione Europea, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario” (2011); “L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana” (Alvaro, Ciccaglioni e Siciliano, 2013).

rimodulare le regole di *corporate governance*, per esempio, verso un approccio più rigido ed uniforme.

Alla luce della letteratura analizzata sul tema e delle considerazioni fatte finora, si ritiene opportuno avanzare le ipotesi di seguito riportate.

Per quanto attiene agli effetti della *compliance* sulle *performance* operative:

H₁ = una maggiore qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi influisce positivamente sulle performance operative delle società quotate.

Un ulteriore dibattito a cui si intende contribuire riguarda l'individuazione di *best practices* atte a garantire una corretta e trasparente gestione delle società quotate ed una maggiore tutela degli investitori. Si ricorda, infatti, che la Commissione Europea ha reso disponibile, nel 2011, il “*Green Paper*” sul governo societario. Mediante tale documento l'UE ha lanciato una consultazione rivolta ad istituzioni pubbliche, organizzazioni registrate ed operatori privati, su questioni di rilevanza strategica. Una di queste si è concentrata proprio sull'approccio *comply or explain*. In particolare, la Commissione ha sollevato interrogativi con l'intento di individuare le pratiche migliori relative all'applicazione dei codici di autodisciplina nazionali. Secondo le conclusioni della Commissione, il principio *comply or explain* ha finora rappresentato il mezzo più adeguato a garantire la flessibilità alle imprese e ad informare il mercato sulle politiche di governo adottate. Tuttavia, tale sistema ha indubbiamente sofferto di alcune carenze legate all'insoddisfacente qualità del *reporting* non finanziario relativo alle misure attuate e alle spiegazioni di eventuali deviazioni (Alvaro, Ciccaglioni, & Siciliano, 2013). In conclusione, dalla consultazione è emerso una importante considerazione: sebbene il regime di *comply or explain* non debba essere abbandonato al fine di garantire la creatività e la flessibilità delle imprese, esso potrebbe necessitare di un miglioramento. Considerata l'importanza di tale approccio, la domanda che ci si pone riguarda il “come” perseguire tale miglioramento. Alla luce di quanto finora detto, sebbene il problema dell'individuazione di una ottimale politica di attuazione dei presidi di controllo interno e gestione dei rischi aziendali sia di difficile soluzione, sarebbe assolutamente interessante verificare se sussistono dei fattori interni che favoriscono una maggiore trasparenza e aderenza alle *best practice* in oggetto. Uno studio di tale entità potrebbe consentire l'individuazione di importanti *drivers* della *compliance or explanation* in tema di controllo interno e gestione del rischio, dunque di uno stile di *governance*

più auspicabile, o addirittura ottimale per il perseguimento degli obiettivi aziendali. Dunque, la seconda importante *research question* che si intende indagare risulta la seguente:

***RQ₂* = quali sono i principali fattori interni dell'impresa che inducono le società quotate italiane a migliorare la qualità della *compliance* alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina in tema di sistema di controllo interno e gestione dei rischi?**

In particolare, fattori di *corporate governance*, come struttura e composizione del CdA, e struttura proprietaria sono stati oggetto di diversi studi, sia nel contesto statunitense che europeo ed extraeuropeo (Chalmers et al., 2019). Risultati misti si hanno per quanto concerne gli effetti della dimensione del CdA (Y. Zhang et al., 2007; Balsam et al., 2014; Y. Chen et al., 2017; Hu et al., 2017; Ji, Lu, & Qu, 2015). Tuttavia, in tale sede si ritiene maggiormente idoneo concordare con la tesi di Dalton et al. (1999) e Gandia (2008) in precedenza esposte. Pertanto, si avanza la seguente ipotesi di ricerca:

H2a = le maggiori dimensioni del CdA influiscono positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

La letteratura analizzata nel precedente capitolo sembra suggerire, inoltre, l'esistenza di una influenza positiva dell'indipendenza del CdA sulla qualità del sistema di controllo interno e relativa *disclosure* (Goh, 2009; Hoitash et al., 2009; Uemura, 2012; Balsam, Jiang & Lu, 2014; Chen, Knechel, Marisetty, Truong, & Veeraraghavan, 2017; G. Hu et al., 2017; Agyei-Mensah, 2016). Si ritiene, in considerazione di quanto già esposto, di avanzare la seguente ipotesi:

H2b = una maggiore indipendenza del CdA influisce positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

La frequenza degli incontri del CdA ha rappresentato un elemento di interesse da parte dei ricercatori. Il *Board meet*, concepito come migliore occasione di confronto e di miglioramento (Conger et al., 1998), ha dimostrato avere un effetto positivo sulla qualità del sistema di controllo interno (Hoitash et al., 2009; Uemura, 2012) oltre che sulle capacità degli organi di *audit* nell'intercettare le anomalie esistenti nel sistema e mitigarne i relativi rischi (Azzali et al., 2013). A tal proposito si avanza la seguente ipotesi:

H2c = una maggiore frequenza negli incontri del CdA influisce positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice

di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Anche la *gender diversity*, sebbene tematica di recente trattazione, trova ampio dibattito nel panorama accademico. In particolare, la maggioranza dei contributi sostiene una relazione positiva tra una maggiore proporzione di amministratrici donne all'interno del CdA e la qualità del controllo interno (Yu Chen et al., 2016; Parker, Dao, Huang, & Yan, 2017; Ud Din et al., 2020). Di riflesso si ha motivo di credere che la *compliance* alle migliori pratiche di controllo interno e gestione del rischio aumenti in presenza una maggiore proporzione di amministratrici donne nei CdA:

H2d = una maggiore proporzione di donne nel CdA influisce positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice

di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Infine, la struttura proprietaria, intesa come partecipazione pubblica e concentrazione proprietaria, sembra sia stato oggetto di particolare interesse della letteratura straniera (Chalmers et al., 2019). La partecipazione pubblica, in particolare, ha mostrato effetti diversi in relazione al contesto di riferimento. Mentre nel contesto statunitense sembra amplificare l'efficacia del monitoraggio sulle attività del *management* e influenzare positivamente la qualità e la *disclosure* relativi al sistema di controllo interno (Ashbaugh-Skaife et al., 2007), nel panorama cinese partecipa all'indebolimento del sistema di controllo interno (Fan & Wong, 2002; Piotroski & Wong, 2013) e alla minore propensione alla *voluntary disclosure* (Xu dong Ji et al., 2015). Risultati misti si riflettono anche nel contesto dei paesi in via di sviluppo (Chen & Keung, 2018; Agyei-Mensah, 2016). METTERE INTRO ALL'IPOTESI

H2e = una maggiore partecipazione pubblica influisce positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice

di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Infine, le risultanze empiriche sulla relazione tra concentrazione proprietaria e reportistica sul controllo interno, hanno mostrato tendenze contrastanti. Relazioni negative (Deumes & Knechel, 2008; Xu dong Ji et al., 2015) e relazioni positive (Weiss, 2014) vengono, infatti, rilevate nei differenti contesti, sostenendo contemporaneamente una *entrenchment effect* e un *alignment effect* della proprietà e controllo (Chalmers et al., 2019). Dunque, le evidenze empiriche dimostrano che una maggiore concentrazione proprietaria nel caso di imprese tendenzialmente familiari influisce positivamente sull'adattamento delle imprese alle *best practices* in tema di controlli interni e gestione del rischio. In questo caso, nell'avanzare

un'ipotesi ragionevolmente plausibile si considera anche la natura del contesto di riferimento, ossia quello italiano, in cui sussiste una maggioranza rilevante di imprese familiari che detengono la maggioranza delle proprietà. Si avanza pertanto la seguente ipotesi:

H2f = una maggiore concentrazione proprietaria influisce positivamente sulla qualità della compliance alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

La specificità dei contesti legislativi, economici e culturali in cui i precedenti studi sono stati condotti (prevalentemente quello statunitense e cinese) non permettono di inferire i relativi risultati a contesti con caratteristiche indiscutibilmente differenti come quello europeo (Chalmers et al., 2019). Il presente lavoro, infatti, viene proposto con l'obiettivo di colmare i *gap* emersi in letteratura nel contesto europeo. In particolare, esso si focalizza su un contesto distante da quelli precedentemente analizzati, quale quello italiano. In particolare, il panorama nazionale risulta un valido esempio rappresentativo del contesto europeo per una serie di fattori. Innanzitutto, il mercato italiano, come gran parte dei mercati dell'Europa continentale, è caratterizzato da una minore protezione degli investitori e la sua regolamentazione si basa su un approccio *principle-based* (più flessibile rispetto al *rule-based* tipicamente statunitense). Questo ci suggerisce che il sistema di controllo interno e gestione dei rischi ricopre un ruolo fondamentale all'interno del tessuto economico del Paese per garantire il corretto governo delle imprese, una maggiore tutela degli investitori, maggiore legalità, più trasparenza e creazione di valore d'impresa. In tale contesto, i benefici del controllo risultano più immediatamente percepibili (Chen et al., 2012; Zhou et al., 2016). Le motivazioni che hanno condotto alla scelta del contesto nazionale come unità di analisi trovano fondamento nel fatto che nei paesi in cui sussiste una maggiore *enforcement* in materia di sistema di controllo interno (come ad esempio Germania e Francia) (Michelon et al., 2015), gli incentivi del *management* alla conformità alle raccomandazioni in materia di controlli interni potrebbero essere alterati dagli effetti coercitivi delle norme in materia (Deumes & Knechel, 2008; Michelon et al., 2015). In Italia, essendo la divulgazione degli aspetti inerenti il sistema di controllo interno e gestione dei rischi assolutamente volontaria, le informazioni fornite dovrebbero risultare più accurate ed affidabili (Xudong Ji et al., 2016) e riflettere maggiormente gli incentivi e l'azione del management (Deumes & Knechel, 2008). Ulteriore aspetto interessante è che, a differenza degli altri Paesi europei (ad es. Gran Bretagna, Germania, Francia, ecc.), il sistema italiano godendo della possibilità di adottare differenti strutture organizzative potrebbe incorrere in fenomeni di sovrapposizione di ruoli, duplicazione di funzioni di controllo o addirittura dispersione di

compiti (Cortesi et al., 2009; Gasparri, 2013; Onori, 2016) creando inefficienze di tipo organizzativo e quindi operativo. Alla luce di tali considerazioni e delle suddette circostanze la necessità di condurre il tipo di analisi proposto sembrerebbe più stringente. Inoltre, dato il *gap* nella letteratura empirica relativa alle conseguenze della reportistica in scenari dominati dalla cosiddetta *voluntary disclosure* (Xudong Ji et al., 2016) il lavoro si propone di contribuire anche su tale tema. La volontà di indagare determinati fattori interni alle società quotate italiane è legata alla tipicità del tessuto imprenditoriale italiano. Esso, infatti, è notoriamente caratterizzato da una prevalente concentrazione proprietaria e proprietà familiari. Infine, l'individuazione di una misura di qualità della *compliance* inerente al sistema di controllo interno e gestione dei rischi potrebbe costituire un'importante svolta nella ricerca sulla *corporate governance* nel contesto nazionale, in quanto consente di disporre di un ulteriore e fondamentale elemento/fattore di governo societario (strumentale alla riduzione dei costi derivanti dall'azione opportunistica degli agenti economici) per analizzare la relazione tra il complesso di meccanismi di *corporate governance* e le *performance* d'impresa. Nei prossimi paragrafi verranno illustrate le modalità di scelta ed estrazione delle variabili utilizzate, le ipotesi di ricerca con le quali si cercherà di fornire risposta ai quesiti posti ed il campione d'analisi.

3.2 Campione e metodologia dell'analisi

Il campione oggetto dell'analisi comprende 111 società quotate al Mercato Telematico Azionario italiano appartenenti a 9 differenti settori industriali (come identificati da Borsa Italiana S.p.A.). A tale dimensione si è giunti escludendo dal campione originale composto da tutte le società quotate sul predetto mercato, le Piccole e Medie Imprese appartenenti al segmento AIM e le società appartenenti a particolari settori, quali quello bancario, assicurativo, dei servizi finanziari ed immobiliari. Tale scelta è dettata dal fatto che codeste società, sottoposte a vigilanza speciale, sono soggette a particolari condizioni e ad una differente regolamentazione che potrebbe interagire direttamente con le disposizioni del Codice ed avere implicazioni sulla *corporate governance* (Arcot & Bruno, 2006; Levine, 2004). Inoltre, sono state escluse le società che non hanno pubblicato la relazione o di cui non è stato rinvenuto il documento per il periodo a cui si riferisce l'analisi. Sono stati presi in esame gli anni fiscali 2015 e 2018 poiché successivi al 2011, anno in cui sono state apportate importanti modifiche alle disposizioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di controlli interni e gestione del rischio. La scelta di tali anni è stata effettuata per eliminare eventuali *shock* distorsivi dovuti alle innovazioni apportate nel 2011 alle

disposizioni del Codice di Autodisciplina. Considerata la durata triennale del mandato di un Consiglio di Amministrazione, si è scelto di analizzare le relazioni di due differenti *board* (il cui rinnovo è avvenuto negli anni 2012 e 2015). In altri termini, l'intervallo di tre anni permetterebbe di apprezzare le potenziali differenze nello stile di governo e di conseguenza nell'approccio alle raccomandazioni del Codice. Tale scelta è stata effettuata al fine di cogliere gli aspetti principali del fenomeno in termini diacronici e sincronici.

L'analisi viene condotta mediante una regressione multipla, effettuando nel corso del lavoro diversi *check* per incrementare la robustezza dei risultati. Considerata la scarsa variabilità nel tempo delle variabili relative alla *corporate governance* e la disponibilità di dati longitudinali si ritiene opportuno proporre un modello ad effetti casuali (*random effect*) (Arcot & Bruno, 2006; Gompers et al., 2003), sebbene rappresenti un modello con non poche problematiche di carattere econometrico (Wooldridge, 2002).

Nello specifico, la prima ipotesi, che si ricorda, ha l'obiettivo di verificare l'esistenza di una influenza positiva della qualità della *compliance* in tema di controlli interni e gestione del rischio sulle *performance* delle società, viene testata mediante il seguente modello di regressione:

(Regressione 1)

$$\begin{aligned}
 ROA_{it} = & \alpha + \beta_1 ICSCScore_{it} + \beta_2 BoDsize_{it} + \beta_3 BoDindependence_{it} + \beta_4 BoDmeet_{it} \\
 & + \beta_5 CEODuality_{it} + \beta_8 PropConc_{it} + \beta_{10} Pyramid_{it} \\
 & + \beta_{11} PubbContr_{it} + \beta_{12} Leverage_{it} + \beta_{13} lnfirmssize_{it} + \beta_{14} ROS_{it} \\
 & + \beta_{15} LAG_ROA_{it} + \gamma_1 Industry_i + \delta_1 year_t
 \end{aligned}$$

Il modello sopra riportato viene testato inserendo come variabile indipendente di interesse $ICSCScore_{it}$, che rappresenta il grado o la qualità della *compliance* alle raccomandazioni dettate dal Codice in tema di SCIGR³⁷. La variabile dipendente ROA_{it} , descritta e commentata nel prossimo paragrafo, rappresenta le *performance* operative delle società del campione al termine degli esercizi considerati. Ulteriori variabili di controllo sono state individuate ed introdotte alla luce delle considerazioni precedentemente fatte e della principale letteratura sul tema.

³⁷ Tale variabile verrà descritta nel dettaglio più avanti.

Il secondo modello, di seguito proposto, ha l'obiettivo di fornire risposte alla seconda *research question*:

(Regressione 2)

$$ICSCScore_{it} = \alpha + \beta_1 BoDsize_{it} + \beta_2 BoDind_{it} + \beta_3 BoDmeet_{it} + \beta_4 WomRatio + \beta_5 CEODuality_{it} + \beta_6 PropConc_{it} + \beta_7 Pyramid_{it} + \beta_8 PubbCont_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} cashflow_{it} + \beta_{11} lnfirmssize_{it} + \gamma_1 Industry_i + \delta_1 year_t$$

In tal caso la variabile dipendente è rappresentata da $ICSCScore_{it}$, mentre i regressori costituiscono i principali fattori interni all'impresa che, secondo la letteratura, potrebbero avere un impatto rilevante sull'indicatore di qualità della *compliance*. Anche in questo caso vengono introdotte variabili di controllo al fine di validare il modello. Seguiranno nei prossimi paragrafi le descrizioni delle variabili investigate e l'esposizione della logica sottostante la loro scelta e costruzione.

3.3 Variabile di performance

Nel processo di scelta delle variabili destinate a misurare le *performance* d'impresa risulta utile fare alcune considerazioni. In letteratura le misure (di matrice finanziaria e contabile) volte ad apprezzare le prestazioni aziendali sono diverse e ciascuna di esse viene prescelta in base all'obiettivo dell'analisi condotta (Bianchi Martini et al., 2002; Mazzotta, 2007). Non sussiste, infatti, una "misura ottimale" che apprezzi in maniera "infallibile" le *performance* di un'impresa. La scelta dipende sostanzialmente dalla logica utilizzata che può essere di tipo contabile oppure in ottica di creazione di valore per gli azionisti (Bianchi Martini et al., 2002). In definitiva, la scelta della misura di *performance* risulta una questione critica che dipende sostanzialmente dalla natura della *research question* (Barber & Lyon, 1996). La scelta tra misure *cash-based* o *accrual-based* è, inoltre, subordinata a specifiche circostanze legate alle imprese che costituiscono il campione. Inoltre, come dimostrato da Barber e Lyon (1996), inoltre, non vi sono vincoli statistici che inducono a preferire specifici modelli in relazione alla misura di *performance* prescelta per l'analisi. Considerata la misurazione delle *performance* come un "processo di quantificazione dell'efficienza e dell'efficacia delle azioni passate" (Neely et al., 1996), nel presente lavoro viene presa in considerazione l'approccio contabile per la misurazione delle *performance* operative, in quanto risulta incentrato sugli effetti derivanti dalle scelte di governo effettuate nel passato dal *management* (Mazzotta, 2007). Le misure contabili, infatti, sono finalizzate a valutare gli aspetti patrimoniali, finanziari e reddituali dell'impresa in termini consuntivi (Mazzotta, 2007). In altri termini, a differenza delle misure

di mercato che rappresentano le *performance* in ottica strategica e/o prospettica, le misure contabili esprimono le *performance* “storiche” dell’impresa. Le misure contabili di *performance*, inoltre, sembra siano state ampiamente utilizzate nella letteratura relativa l’impatto di specifici aspetti di *corporate governance* sulle *performance* aziendali (Bebchuk et al., 2009; Bhagat & Black, 2002; Cheung et al., 2007; Core et al., 2006; Gompers et al., 2003³⁸). In particolare, una misura contabile come il ROA è stata impiegata negli studi condotti sulla relazione tra CSR (*Corporate Social Responsibility*) e *performance* (Kang et al., 2010; McGuire et al., 1988; McWilliams & Siegel, 2000; Tsoutsoura, 2004); sugli effetti della *regulatory compliance* sulle *performance* (Bhagat & Bolton, 2008; Cohen et al., 2008; I. X. Zhang, 2007); sulla relazione tra *risk management* e *performance* (Florio & Leoni, 2017; Gordon et al., 2009a; Hoyt & Liebenberg, 2011; McShane et al., 2011). Coerentemente con gli studi di Arcot e Bruno (2006), Barber e Lyon (1996) e Core et al. (2006), si è preferito misurare le *performance* operative d’impresa mediante il ROA come il rapporto tra l’EBIT o ricavi operativi e il totale delle attività che risultano in bilancio. Ovviamente come ogni misura di *performance*, il ROA non è esente da limiti legati alla sua costruzione e alle manipolazioni contabili, in questo lavoro considerati trascurabili (Barber & Lyon, 1996).

I risultati ottenuti dall’analisi, oltre a fornire evidenza su una eventuale relazione tra la *compliance* sul sistema di controllo interno e le *performance* operative (ROA), rappresenterebbero un termine di confronto coi recenti risultati stanti a dimostrare l’effetto positivo delle stessa *compliance* sulle *performance* di mercato (in termini *Market to Book Value*) (Martino & Regoliosi, 2018). Nello specifico, per l’estrazione del valore del ROA di ciascuna società è stato preso in considerazione il *database AIDA* e i bilanci di ciascuna società.

3.4 ICSCScore: costruzione, test di affidabilità e validità interna

La variabile *ICSCScore* viene utilizzata per misurare la qualità della *compliance* delle società alle *best practice* raccomandate dal Codice in materia di SCIGR. In particolare, si ricorda che coerentemente con la maggiore letteratura sul tema, al fine apprezzare la conformità a suddette raccomandazioni è stata considerata quale *proxy* la *compliance disclosure*, ossia, la comunicazione da parte delle società relativamente alla propria adesione/conformità al Codice

³⁸ Per una più approfondita disamina si veda S. S. Siddiqui (2014), *The association between corporate governance and firm performance - meta-analysis*, School of Economics and Finance, Queensland University of Technology, Queensland, Australia.

di Autodisciplina³⁹. Per la sua costruzione è stata considerata complessivamente la qualità delle informazioni divulgate sia in termini di “*compliance*” che di “*explanation*” (Arcot & Bruno, 2006; Rose, 2016). Come noto, il Codice di Autodisciplina si fonda sul cosiddetto principio *comply or explain* (“rispetta o spiega”) secondo cui le società possono recepire le sue raccomandazioni (*comply*), oppure discostarsi totalmente o parzialmente da esse divulgando le motivazioni della loro non conformità (*explain*). Pertanto, in virtù della logica di flessibilità su cui è improntato il Codice, alle società è concessa la possibilità di modulare le proprie scelte di conformità sulla base delle proprie specifiche esigenze (ad es. strutturali, dimensionali, di settore, giuridiche, finanziarie, ecc.)⁴⁰. Pertanto, una società che dichiara di non essere conforme alle raccomandazioni, ma spiega adeguatamente le proprie motivazioni, non è da ritenersi una società “mal governata” (Arcot & Bruno, 2006).

Per la costruzione dello *score* vengono considerate le informazioni pubblicate dalle stesse società nella relazione annuale sulla *corporate governance* relativamente la propria adesione alle raccomandazioni inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi⁴¹.

Al fine di avere un *framework* logico standardizzato e un *benchmark* pratico di riferimento per codificare la qualità della *disclosure* sul SCIGR di ciascuna società (Regoliosi & Martino, 2018), sono state individuate 54 raccomandazioni del Codice di Autodisciplina (tra Principi e Criteri Applicativi) per la parte inerente ai sistemi di controllo interno e gestione dei rischi afferenti agli articoli 1,4,6 e 7 (Appendice A). In altri termini, la qualità della *compliance or explanation* verrà valutata rispetto a tali raccomandazioni. La scelta di tali attributi, è stata effettuata sulla base di precedenti studi condotti nel medesimo contesto (Regoliosi & Martino, 2018) e risulta, inoltre, coerente con la metodologia utilizzata nei maggiori contributi inerenti alla “*compliance disclosure*” (Akkermans et al., 2007; Arcot & Bruno, 2006; Bauwhede, 2009;

³⁹ Si ritiene utile ricordare che nella principale letteratura inerente i controlli interni, tale fattore viene utilizzato come *proxy* per esprimere la qualità dello stesso sistema di controllo interno (Chalmers et al., 2019).

⁴⁰ Il Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana S.p.A., in merito alla non conformità da parte delle società alle raccomandazioni del Codice ha ritenuto, infatti, che «*tale scelta non determina a priori un giudizio di disvalore, nella consapevolezza che la stessa può dipendere da diversi fattori: la società potrebbe essere non ancora sufficientemente strutturata per l'applicazione di tutte le raccomandazioni (perché, ad esempio, di recente quotazione) o potrebbe ritenere alcune raccomandazioni non funzionali o non compatibili con il proprio modello di governance o con la situazione giuridica e finanziaria della società oppure ancora potrebbe aver individuato soluzioni di governance alternative a quelle disattese che consentono nella sostanza di raggiungere lo stesso obiettivo*» (Comitato per la Corporate Governance Borsa Italiana S.p.A., 2015).

⁴¹ Si ricorda che le società quotate sul mercato italiano si devono attenere al Codice di Autodisciplina nel rispetto del regolamento emanato da Borsa S.p.A., del Principio guida III del citato Codice, della Direttiva 2013/34/UE, art. 123 *bis* co. 2, lett. a) del TUF e dell'art. 89 *bis* del Regolamento Emittenti della Consob.

Fernández-Rodríguez et al., 2004; Gutierrez & Surroca, 2012; Hooghiemstra et al., 2015; Rose, 2016; Tariq & Abbas, 2013).

Per l'estrazione dei dati è stata impiegata una *content analysis*. Tale metodologia è stata ampiamente utilizzata negli studi di *Accounting* per analizzare il contenuto dei documenti obbligatori di informazione finanziaria e non finanziaria destinati a tutti gli *stakeholder* (Bowman, 1984; Holder-Webb et al., 2009; Macchioni et al., 2013). Inoltre, la sua utilità è stata largamente riconosciuta negli studi inerenti la *disclosure* sul sistema di controllo interno (Abraham & Cox, 2007; Deumes & Knechel, 2008; Michelon et al., 2015; van de Poel & Vanstraelen, 2011).

Per quanto attiene all'estrazione delle informazioni dai *report*⁴², come suggerito da Krippendorff (2004), al fine di garantire *stabilità*, *riproducibilità* ed *accuratezza* del processo di analisi dei dati (Kassarjian, 1977), si è reso necessario definire a priori e mediante criteri oggettivi una procedura di *coding*⁴³ (Appendice B e C) per la categorizzazione delle informazioni. Ciò dovrebbe consentire di limitare il grado di soggettività tipicamente presente in studi che fanno uso di valutazioni soggettive (“*subjective judgment*”) per l'apprezzamento di variabili qualitative (Mackey & Gass, 2005). Tale procedura si è rivelata utile per codificare le differenti posizioni assunte dalle società in relazione all'adozione delle raccomandazioni (Arcot & Bruno, 2006; Rose, 2016). Si precisa che i criteri oggettivi sono stati tratti dai Principi Guida dello stesso Codice di Autodisciplina delle società quotate.

In altri termini, si è assegnato un punteggio effettuando un *benchmark* tra le affermazioni sulla conformità ad una determinata raccomandazione (dato estratto dai *report* annuali di *corporate governance*) ed una tassonomia prestabilita di elementi informativi.

In particolare, si è attribuito per ciascun *item*, un punteggio da 0 a 4 in base al grado di conformità di ciascuna società. Pertanto, 0 equivale ad “*assenza di compliance or explanation*”; 1 equivale a “*compliance or explanation molto limitata*”; 2 equivale a “*compliance or explanation limitata*”; 3 equivale a “*compliance or explanation adeguata*”; 4 equivale a

⁴² Si ricorda che le società quotate sul mercato italiano si devono attenere al Codice di Autodisciplina nel rispetto del regolamento emanato da Borsa S.p.A., del Principio guida III del citato Codice, della Direttiva 2013/34/UE, art. 123 *bis* co. 2, lett a) del TUF e dell'art. 89 *bis* del Regolamento Emittenti della Consob. Le società sono quindi obbligate a riportare nel già menzionato report se esse aderiscono o meno al Codice, e, nel caso in cui aderiscono, sono tenute a motivare adeguatamente lo scostamento totale o parziale da ogni singola raccomandazione.

⁴³ Come suggerito da Benson e Clark (1982) e Creswell (2012), prima dell'implementazione dello schema di codifica, è stato condotto un *pilot test* su un piccolo campione di testi per verificare la sussistenza di eventuali problemi di ambiguità, mancanza di esaustività o di pertinenza delle istruzioni di codifica o nella definizione dei concetti.

“*compliance or explanantion piena*”. Coerentemente con i precedenti studi in letteratura (Abraham & Cox, 2007; Arcot & Bruno, 2006; Deumes & Knechel, 2008; Martino & Regoliosi, 2018; Rose, 2016; van de Poel & Vanstraelen, 2011), a ciascun punteggio è stato scelto di assegnare un peso unitario considerando tutte le raccomandazioni prese in esame di pari importanza. Infine, l'*ICSCScore* viene calcolato, per ciascuna società, come la somma dei punteggi assegnati a ciascun *item*. Pertanto, nel caso di piena *compliance* o *explanation* per tutte le società si otterrebbe il punteggio massimo complessivo di 216 (54*4). Al contrario in caso di assenza totale di *compliance* o *explanation* si otterrebbe un punteggio di 0 (54*0). Tuttavia, risulta piuttosto difficile immaginare una circostanza in cui tutte le società risultano non conformi o privi di informativa non finanziaria considerata la crescente attenzione rivolta ai temi dell'*Accountability* dalle società e dagli operatori finanziari. Si riporta lo schema di codifica con relativi esempi sulla cui base è avvenuto il processo di traduzione in termini quantitativi della qualità della *compliance or explanation*, sia nel caso di aderenza al principio (appendice B) che in caso di non aderenza (Appendice C).

Come avviene in genere per gli studi sulle scienze sociali che utilizzano la metodologia della *content analysis*, verrà verificata la sussistenza dei requisiti di *affidabilità* e *validità* rispettivamente per lo strumento utilizzato (*coding*) ed i relativi risultati (Krippendorff, 1980, 2004). Il primo requisito attiene allo strumento di indagine, quindi alle procedure di analisi impiegate, alle regole di codifica utilizzate e alla scelta dell'unità di analisi. Esso è garantito qualora il processo di analisi risulti *stabile*, *riproducibile* ed *accurato*. La *stabilità* rappresenta la capacità dello strumento utilizzato di ottenere nel tempo evidenze prive di distorsioni, ossia, il grado col quale il processo risulta invariante nel tempo (Krippendorff, 1980). La *riproducibilità* indica la possibilità del processo di essere replicato da differenti ricercatori e sotto differenti circostanze. Infine, il processo di codifica risulta *accurato* se basato su regole standardizzate e criteri oggettivi che ne riducano la soggettività, e i codici utilizzati rappresentano effettivamente il fenomeno che si intende rappresentare. Si ricorda che la maggior parte della letteratura sulla *disclosure* che utilizza analisi *content* non impiega test per verificare simultaneamente tutti e tre i requisiti, bensì solo alcuni di essi e in maniera alternativa⁴⁴.

⁴⁴ A titolo di esempio Abrahamson e Amir (1996), Beattie, McInnes e Fearnley (2004) e Beretta e Bozzolan (2008) utilizzano test per la riproducibilità, mentre Hussainey (2004) utilizza test di stabilità e di accuratezza. Altri, invece, non utilizza affatto test di affidabilità (Ertimur et al., 2011; Henry, 2006; Henry & Leone, 2011; Kothari et al., 2009).

Per quanto concerne la *validità*, essa interessa gli esiti della ricerca ed esprime il grado di corrispondenza tra i risultati dell'analisi ed il fenomeno che si intende indagare. In altri termini un *test* sulla *validità* mira a verificare se il risultato dell'analisi rifletta o valuti lo specifico concetto che la ricerca sta cercando di misurare. Esso, inoltre, contribuisce a rendere robusta la ricerca affinché essa venga presa in considerazione per la costruzione di teorie scientifiche o nella definizione di scelte di carattere pratico (Krippendorff, 1980).

Per stabilire la *validità* dei risultati di un'analisi il ricercatore ha bisogno di basarsi su delle evidenze (Creswell, 2012). Poiché in tal caso si considerano le *evidenze basate sulla struttura interna* (Creswell, 2012), per la verifica della *validità* verrà valutata la *consistenza interna*⁴⁵. In altri termini si andrà a valutare se l'interpretazione dello *score* sarà consistente con il *framework* concettuale su cui si basa lo schema di codifica. Verrà, quindi, condotto un test di *consistenza interna* mediante l'utilizzo del coefficiente di *Cronbach α* (Krippendorff, 2004). Al fine di verificare il grado di *affidabilità* dello strumento d'analisi (consistente nello schema di codifica sopra descritto) si procede con l'effettuare un *inter-rater reliability test*⁴⁶ utilizzando il coefficiente *Krippendorff α* come parametro. In tal caso, si è rivelato necessario il coinvolgimento di un secondo ricercatore. L'analisi dei *report* è stata eseguita in due momenti differenti ma facendo riferimento al medesimo schema di codifica. È stato calcolato (mediante l'applicativo Excel) un coefficiente *Cronbach α* pari a 0.80 confermando in maniera estremamente positiva la *consistenza interna* dell'analisi⁴⁷. Il coefficiente *Krippendorff α* è stato calcolato per entrambi gli anni considerati (2015 e 2018) e anche in tal caso fornisce risultati positivi (circa 0.79) sulla correlazione dei risultati, quindi sulla *validità* dello strumento di codifica. In altri termini, secondo i risultati è possibile considerare lo schema di codifica messo a punto come affidabile, riproducibile e valido.

⁴⁵ La consistenza interna è una misura di affidabilità che valuta il grado con il quale i differenti *items*, che compongono lo strumento e che sottintendono lo stesso *topic* di analisi, producono simili risultati. Nel caso specifico dell'analisi, la consistenza interna rappresenterà il grado col quale i 54 *items* che compongono lo schema di codifica e che sottintendono il tema della qualità della *compliance* al sistema di controllo interno, producono simili risultati.

⁴⁶ Qualora non risultasse possibile il coinvolgimento di ulteriori ricercatori, si potrebbe ricorrere ad un *intra rater reliability test*, che prevede l'impiego dell'analisi *content* sui report in due tempi differenti seppure dallo stesso soggetto (*rater*).

⁴⁷ Il valore accettabile di *affidabilità* è solitamente compreso tra 0,67 e 0,80.

3.5 Variabili di controllo

Alla luce delle considerazioni fatte in precedenza e della letteratura analizzata, le variabili di controllo sono state individuate tra quelle inerenti alla *corporate governance* e alla struttura proprietaria che in letteratura hanno dimostrato di avere un impatto sulle *performance* aziendali e sul controllo interno, che quindi rappresentano potenziali elementi di disturbo nell'ambito della presente analisi. Tali variabili sono state introdotte come variabile di controllo nel modello considerato per verificare l'impatto della *compliance* sulle *performance* operative e in quello atto a individuare le determinanti del livello di conformità alle *best practices* in materia di controllo interno e gestione dei rischi.

In particolare, nel presente lavoro si è scelto di considerare i seguenti fattori di *governance*:

- *BoDsize*, rappresenta le dimensioni del Consiglio di Amministrazione, misurate col numero dei suoi componenti al 31/12 dell'esercizio di riferimento. Tale valore (numerico) è desumibile dai *report* annuali di *Corporate Governance* di ciascuna società. Le motivazioni della scelta risiedono nel fatto che, sia nel contesto nazionale che in quello internazionale, diversi contributi hanno dimostrato l'esistenza di una relazione statisticamente significativa con le *performance* aziendali (*ex multis* Bhagat & Bolton, 2008; Fratini & Tettamanzi, 2015; Mazzotta & Veltri, 2014; Shukeri et al., 2012; Mazzotta, 2007; Di Pietra et al., 2008; Bennedsen et al., 2008; Dalton et al., 1999; Yermack, 1996), oltre che con la *disclosure* di tipo *voluntary* (Donnelly & Mulcahy, 2008; Gandia, 2008) e con il SCIGR (Eisenberg et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 1991; Yermack, 1996; Zhang et al., 2007; Balsam et al., 2014; Y. Chen et al., 2017; Hu et al., 2017);
- *BoDindependence*, misurato come il rapporto tra il numero di amministratori indipendenti non esecutivi rispetto al totale dei componenti del CdA. Sebbene sussistano risultati contrastanti (Bhagat & Black, 2002; Hermalin & Weisbach, 1991; Yermack, 1996), l'indipendenza degli amministratori è notoriamente considerata una buona pratica di governo (E. Fama, 1980) e parte della letteratura ne testimonia l'effetto rilevante sulle *performance* aziendali (*ex multis* Baysinger & Butler, 2019; Florio & Leoni, 2017; Rose, 2016; Abatecola et al., 2011; Lin et al., 2009; Abor & Biekpe, 2007; Akkermans et al., 2007; Arcot & Bruno, 2006; Perry & Shivdasani, 2005; Bhagat & Black, 1999; Rosenstein & Wyatt, 1997; Brickley et al., 1994; Byrd & Hickman, 1992).

- L'indipendenza del CdA ha dimostrato di giocare un ruolo importante anche nell'ambito della *disclosure* (Patelli & Prencipe, 2007) e in tema di controlli interni (Goh, 2009; Hoitash et al., 2009; Uemura, 2012; Balsam, Jiang & Lu, 2014; Chen, Knechel, Marisetty, Truong, & Veeraraghavan, 2017; G. Hu et al., 2017; Agyei-Mensah, 2016);
- *BoDmeet*, misurato con il numero di incontri del CdA durante il periodo di riferimento, viene considerata quale *proxy* del potenziamento dell'*expertise* (Conger et al., 1998) e degli sforzi del CdA nell'assolvere i propri compiti (*due diligence*) (Fratini & Tettamanzi, 2015). È stato considerato alla luce delle relazioni rilevanti documentate in letteratura col valore d'impresa, le *performance* (Al-daoud et al., 2016; Lin et al., 2009; Mangena & Tauringana, 2007; Vafeas, 1999), la capacità di monitoraggio (Michelin et al., 2015; Azzali et al., 2013; M. C. Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992) ed il controllo interno (Uemura, 2012; Hoitash et al., 2009; Zhang et al., 2007);
 - *CEODuality*, indicata con una variabile *dummy* che assume valore di 1 se il Presidente del CdA è anche l'Amministratore Delegato, vele 0 altrimenti. Tale variabile risulta particolarmente importante poiché la coincidenza dell'Amministratore Delegato e del Presidente del CdA in un unico soggetto si è rivelata essere un elemento di frizione che incentiva situazioni di conflitto di interessi e di indebolimento del potere di monitoraggio del CdA (Michelon et al., 2009, 2015) e degli altri meccanismi di *governance* (Forker, 1992; M. C. Jensen, 1993). Tale variabile sembra dimostrarsi negativamente correlato alle *performance* aziendali nel contesto nazionale (Mazzotta, 2007) e influire in maniera rilevante sulla *disclosure* in materia di controllo interno (Michelon et al., 2015);
 - *Firmsize*, misurato con il numero di dipendenti delle società campionate, indica le dimensioni d'impresa (Albitar, 2015; Balsam et al., 2014; Brunello et al., 2001; Gordon et al., 2009b; Xu dong Ji et al., 2015; Schneider et al., 2009). Questa misura è stata considerata in alternativa ad altre, comunemente utilizzate (ad es. totale dell'attivo o "*total asset*" o EBIT o totale delle vendite) al fine di evitare problematiche di correlazione con le variabili considerate nel modello. Secondo diversi contributi empirici, la dimensione aziendale risulta essere un fattore di influenza rispetto alla *disclosure* (Xu dong Ji et al., 2015; Balsam et al., 2014; Huafang & Jianguo, 2007; Barako et al., 2006) ed al SCIGR(Gordon et al., 2009b; Doyle et al., 2007; Leone, 2007; Bronson et al., 2006);
 - *Leverage*, misurato come il rapporto tra il livello di debito finanziario e capitale proprio. Risulta ragionevole attendersi che le imprese con un elevato indebitamento

sono potenzialmente soggette a maggiori pressioni per quanto riguarda le *performance*, la gestione dei rischi (Arcot & Bruno, 2006; Ashbaugh-Skaife et al., 2007; Florio & Leoni, 2017) e l'informativa (*accountability*) (M. Jensen & Meckling, 1976). Inoltre, dalla letteratura empirica emerge il suo impatto nell'ambito della *disclosure* e del controllo interno (Xu dong Ji et al., 2015; Barako et al., 2006);

- *PropConc*, la concentrazione proprietaria viene misurata come la quota di azioni detenuta dal maggiore azionista. Tale variabile assume, nel contesto nazionale particolare rilevanza, soprattutto per quanto riguarda le *performance* (Bianco & Casavola, 1999; Destefanis & Sena, 2007; Mazzotta, 2007). In letteratura è stata considerata, anche se in duplice veste, importante fattore di influenza per la *corporate governance*: da una lato viene intesa come fattore strumentale all'aumento della protezione legale degli investitori e alla riduzione dei costi di agenzia (Shleifer & Vishny, 1997), dall'altra come principale problema di agenzia volto a favorire fenomeni di *tunneling* (Lin et al., 2009; Johnson et al., 2000) e dunque a ridurre le performance aziendali. Secondo studi empirici sembrerebbe, inoltre, avere un impatto rilevante anche sulla *voluntary disclosure* (Khelif et al., 2017).
- *PubbContr* è rappresentata da una *dummy* che assume il valore di 1 se la società del campione è una controllata dello Stato o di organismi statali, e 0 altrimenti. L'appartenenza allo Stato o ad organismi statali della società sembra avere influenze sulla propensione a diffondere informazioni in maniera volontari e ad una migliore *governance* (Shleifer & Vishny, 1997), sia in termini positivi (Ashbaugh-Skaife et al., 2007; Huafang & Jianguo, 2007; Khelif et al., 2017), che in senso negativo (S. Chen et al., 2008; Fan & Wong, 2002; Piotroski & Wong, 2013; Xu dong Ji et al., 2015);
- *Pyramid*, indicata con una *dummy* che assume il valore 1 se la maggiore quota azionaria è posseduta da un'altra società italiana o estera, 0 altrimenti (Bianchi et al., 2012; Bianco & Casavola, 1999; Destefanis & Sena, 2007; Fratini & Tettamanzi, 2015). La variabile in questione, secondo studi condotti proprio sul contesto nazionale, ha dimostrato di influenzare in maniera negativa la propensione delle società italiane alla *compliance* al Codice di Autodisciplina;
- *ROS*, misurato come il rapporto tra risultato operativo e ricavi netti di vendita. Esso contribuisce alla formazione del ROA e determina la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa dei flussi dei ricavi. È diretta espressione dei legami tra prezzi di vendita, volumi e costi operativi, dato il fatturato netto realizzato, oltre a

riflettere gli elementi di eterogeneità dei diversi settori produttivi. L'indice non è stato utilizzato primariamente come misura di *performance* poiché non riflette direttamente la produttività degli *asset*. Per esempio, un'impresa che cambia attività di produzione per aumentare la produttività degli *asset* non vede una variazione del ROS perché i ricavi operativi e le vendite aumentano proporzionalmente, mentre un tale cambio è percepibile solo tramite ROA;

- *RemCo* e *NomCo*, rappresentate da due variabili *dummy* che indicano la presenza di un Comitato Remunerazione ed un Comitato Nomine quando assumono rispettivamente il valore 1, e 0 altrimenti (Fratini & Tettamanzi, 2015; Mazzotta, 2007);
- *LAG_ROA*, indica il valore del ROA dell'impresa *i* al tempo $t - 1$. Essa viene inserita tra le variabili di controllo per mitigare ulteriormente i problemi legati alle distorsioni da variabile omessa ed endogeneità, (Arcot & Bruno, 2006; Bhagat & Bolton, 2008).

Infine, ulteriore controllo viene effettuato in base agli anni e al settore industriale di appartenenza. Sulla base delle risultanze in letteratura, un criterio di scelta simile delle variabili di controllo viene implementato nella seconda regressione, al fine di studiare le determinanti della qualità della *compliance* in tema di SCIGR.

3.6 Risultati empirici: descrizione ed interpretazione

Prima di rispondere alle *research question* relative alle determinanti e agli effetti della *compliance* in tema di controlli interni e gestione del rischio, si è voluto fornire un quadro dettagliato sullo stato dell'arte e sull'andamento evolutivo della cultura dei controlli. In tal senso, si è ritenuto interessante fornire una disamina di alcuni principali dati, su base annuale e in termini complessivi, relativi ad alcune variabili sulla cui base le società affermano di modulare la struttura di *governance* e l'apparato dei controlli.

I primi dati mostrano le percentuali del grado di conformità delle società del campione nel 2015 e nel 2018. Tale esame si è reso possibile suddividendo il grado di *compliance*⁴⁸ alle raccomandazioni del Codice sul SCIGR espresso dall'*ICSCScore* in tre diversi livelli ("basso", "medio", "elevato"). Tale *score*, come spiegato nel paragrafo ad esso dedicato (vedi anche Appendice A, B e C), è stato determinato grazie ad un accurato processo di *coding* che vede attribuito un punteggio (da 0 a 4) a ciascun *item* (o raccomandazione) in base al grado di

⁴⁸ Si ricorda che in tale sede la *compliance* è intesa in termini di "*compliance or explanation*". Questo punto è stato ampiamente argomentato nei precedenti paragrafi.

conformità (o di spiegazione) di ciascuna società. In base alla grandezza dell'*ICSCScore*, che esprime la somma dei livelli di conformità delle società a ciascuna raccomandazione, si determina la qualità complessiva (“bassa”, “media”, “elevata”) della *compliance or explanation* in tema di controlli interni e gestione del rischio.

In particolare, la suddivisione è avvenuta secondo il seguente schema:

- uno *score* tra 0 e 77, si è associato il livello “basso” di *compliance or explanation*;
- uno *score* tra 78 e 106, si è associato il livello “medio” di *compliance or explanation*;
- uno *score* superiore a 106, si è associato il livello “elevato” di *compliance or explanation*.

Dalla Figura 2 si evince che già nel 2015 (a distanza di più di un triennio dall’introduzione delle importanti modifiche del Codice di Autodisciplina in materia di controlli interni e gestione del rischio) le società hanno dimostrato un elevato livello di adeguamento delle politiche di governo aziendale alle *best practice* raccomandate. In particolare, gran parte delle società del campione, precisamente il 63,96% (con 71 società), ha raggiunto un livello medio di conformità, mentre una fetta relativamente piccola, pari al 10,81% (12 società) rimane ancora indietro con il processo di adeguamento, per motivi che si cerca di giustificare più avanti tramite opportune verifiche empiriche. Nonostante una porzione del campione rimanga indietro nel processo di adeguamento, una quantità maggiore di società presenta un elevato livello di *compliance or explanation* (25,23%, pari a 28 società). Quest’ultimo aspetto interessante e piuttosto soddisfacente dimostra in maniera oggettiva la positiva risposta alle novità normative introdotte sul tema.

Figura 2: Livello di Compliance delle società 2015 (%)

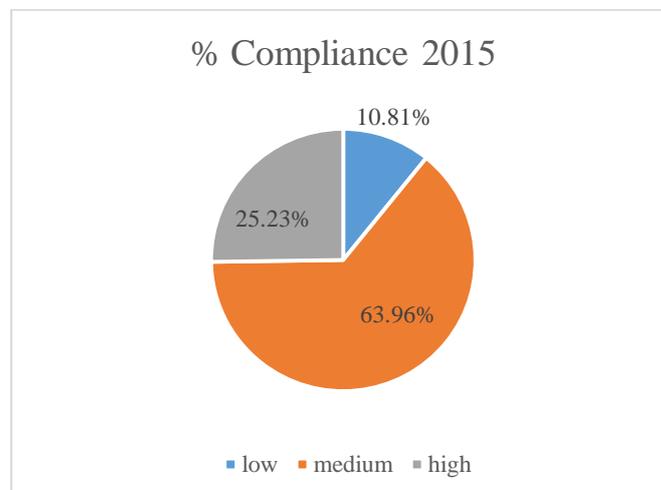


Tabella 1: Livelli di compliance delle società nel 2015 in %.

Compliance level	Number of Company	% of Compliance
% Low	12	10,81%
% Medium	71	63,96%
% High	28	25,23%

Nel 2018 il quadro si modifica (Figura 3), sottolineando un aspetto estremamente positivo: è immediatamente percepibile una maggiore attenzione ai temi del controllo e della gestione del rischio aziendale. Si registra, infatti, la riduzione della percentuale di società con un basso livello di *compliance*, (da 10,81% a 3,60%) e della percentuale di società con un livello medio al 57,66%. Maggiore spazio viene quindi concesso all'incremento del numero delle società (43) con un livello elevato di *compliance* ora al 38,74%.

Figura 3: Livello di Compliance società 2018 (%).

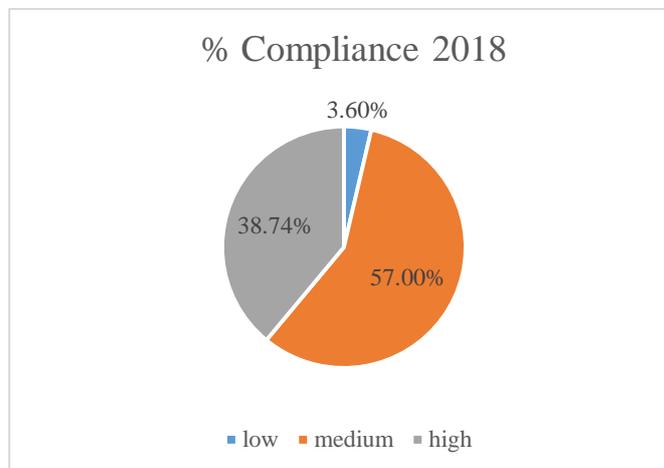


Tabella 2: Livelli di compliance delle società nel 2018 in %.

Compliance level	Number of Company	% of Compliance
% Low	4	3,60%
% Medium	64	57,66%
% High	43	38,74%

Sebbene modesta la variazione negli anni in aumento delle società con un'elevata conformità (o in diminuzione di quelle con una conformità di basso livello) (vedi Tabella 3), ci suggerisce una graduale tendenza delle società verso un complessivo miglioramento. In altre parole, la maggioranza delle società analizzate hanno migliorato la propria posizione conformandosi maggiormente alle *best practice* raccomandate e solo una minima parte ha mantenuto la propria posizione o ridotto il proprio livello di conformità. Questi dati confermano quanto sostenuto in letteratura, ossia che le imprese tendono all'implementazione dei presidi di controllo raccomandati in maniera progressiva senza *shock* nella *governance* (Arcot & Bruno, 2006; Martino & Regoliosi, 2018).

Tabella 3: Variazioni % della compliance

Level of Compliance	Sign	Δ (%)
medium	-	6,3%
high	+	13,51%
low	-	6,5%

Un aspetto fondamentale è quello legato al settore produttivo in cui operano le società. In relazione alle attività svolte mutano le cosiddette *Attività* e le *Aree sensibili* da analizzare nel processo di costruzione del sistema di controllo interno. Di conseguenza diversi sono i rischi, le opportunità e i presidi di controllo da implementare. Il settore industriale, assieme alle dimensioni, rientra tra le maggiori motivazioni addotte dalle società in caso di scarsa *compliance or explanation* sui controlli interni (Arcot & Bruno, 2006; Martino & Regoliosi, 2018; Michelon et al., 2015). In particolare, il campione di società individuato nel presente studio risulta piuttosto variegato. Di seguito la Tabella 4 mostra la percentuale di società del campione per ogni settore produttivo: la maggior parte del campione è caratterizzato dal settore dell'Industria (30,63%), seguito da Beni di Consumo (22,52%) e Servizi Pubblici (12,61%).

Tabella 4: % Settori industriali nel campione

Settore produttivo	% del campione nel Settore
PETROLIO E GAS	5,41%
CHIMICA E MATERIE PRIME	3,60%
INDUSTRIA	30,63%
BENI DI CONSUMO	22,52%
SALUTE	3,60%
SERVIZI AL CONSUMO	9,91%
TELECOMUNICAZIONI	3,60%
SERVIZI PUBBLICI	12,61%
TECNOLOGIA	9,91%

Nella quasi totalità dei settori produttivi investigati vi è stato un miglioramento nell'approccio alla *compliance* dal 2015 al 2018 (vedi Tabella 5). In particolare, nel 2015 il settore che ha adottato più diligentemente le raccomandazioni del Codice in materia di controlli e gestione del rischio è stato quello dei SERVIZI PUBBLICI (43%), seguito da SERVIZI AL CONSUMO (36%) e TECNOLOGIA (36%). Di contro, settori come CHIMICA E MATERIE PRIME e TELECOMUNICAZIONI, sebbene rappresentino settori molto sensibili a rischi specifici, mantengono esclusivamente livelli medi di conformità. Inoltre, risulta interessante notare che la maggiore percentuale di società con un basso livello di *compliance* rientri in un settore importante come quello della SALUTE (25%). Quello del PETROLIO E GAS è senza dubbio il settore che negli anni ha registrato il maggior miglioramento nella qualità della *compliance or explanation*: dal 2015 al 2018 si è visto aumentare del 50% l'ammontare di società che hanno riportato un elevato livello di *compliance*, riducendo del 17% la quantità di quelle con un basso grado di conformità e del 33% quelle con un livello medio. A seguire il 29% delle società nel settore dei SERVIZI PUBBLICI hanno effettuato l'*upgrade* dal livello medio al livello elevato di *compliance* (Tabella 6). Un altro salto avviene nel settore SALUTE che vede il 25% delle società passare da un livello basso ad un livello medio di *compliance*. Infine, mentre le società del settore dei BENI DI CONSUMO dimostrano di aver percepito l'importanza della *compliance* alle *best practices*, aumentando il proprio livello di conformità, quelle delle TELECOMUNICAZIONI e CHIMICA E MATERIE PRIME nello stesso periodo non dimostrano azioni né involutive né di miglioramento (Tabella 9).

Tabella 5: Livelli di compliance (%) per Settore produttivo

SETTORE INDUSTRIALE	NUMERO SOCIETA'	% CAMPIONE	LIVELLO DI COMPLIANCE 2015			LIVELLO DI COMPLIANCE 2018		
			LOW	MEDIUM	HIGH	LOW	MEDIUM	HIGH
PETROLIO E GAS	6	5,41%	17%	67%	17%	0%	33%	67%
CHIMICA E MATERIE PRIME	2	3,60%	0%	100%	0%	0%	100%	0%
INDUSTRIA	34	30,63%	12%	68%	21%	3%	59%	38%
BENI DI CONSUMO	25	22,52%	8%	72%	20%	4%	60%	36%
SALUTE	4	3,60%	25%	50%	25%	0%	75%	25%
SERVIZI AL CONSUMO	11	9,91%	18%	45%	36%	9%	64%	27%
TELECOMUNICAZIONI	4	3,60%	0%	100%	0%	0%	100%	0%
SERVIZI PUBBLICI	14	12,61%	0%	57%	43%	0%	29%	71%
TECNOLOGIA	11	9,91%	18%	45%	36%	9%	64%	27%

Tabella 6:Variazioni Compliance su Settori 2015-2018

SETTORE INDUSTRIALE	Δ LOW	Δ MEDIUM	Δ HIGH
PETROLIO E GAS	-17%	-33%	50%
CHIMICA E MATERIE PRIME	-	-	-
INDUSTRIA	-9%	-9%	18%
BENI DI CONSUMO	-4%	-12%	16%
SALUTE	-25%	25%	-
SERVIZI AL CONSUMO	-9%	18%	-9%
TELECOMUNICAZIONI	-	-	-
SERVIZI PUBBLICI	-	-29%	29%
TECNOLOGIA	-9%	18%	-9%

La dimensione delle società rappresenta un altro elemento fondamentale sulla cui base si è ritenuto interessante effettuare un'indagine. Più precisamente, si analizzano i livelli di *compliance or explanation* in relazione al fattore dimensionale. Pertanto, si è provveduto a suddividere il campione in base alle dimensioni, misurate in termini di numero di dipendenti, in tre differenti categorie (“piccole”, “medie”, “grandi”).

La suddivisione si basa sul seguente schema:

- se **numero di dipendenti** < 50 → “Piccole” dimensioni;
- se $50 \leq \text{numero di dipendenti} < 250$ → “Medie” dimensioni;
- se **numero di dipendenti** ≥ 250 → “Grandi” dimensioni.

In particolare, il campione analizzato è caratterizzato dal 51% di società di grandi dimensioni, dal 28% da società di piccole dimensioni e dal 21% da quelle medie (vedi Tabella 7). Considerato quanto riportato dallo stesso Codice e in letteratura, ci si attende che le società di maggiori dimensioni siano più in grado di sostenere maggiori costi di *compliance* e di organizzazione, oltre a necessitare di maggiore controllo in virtù del maggiore ricorso allo strumento della delega delle responsabilità. Quindi ci si attende ragionevolmente che per tali realtà si apprezzino situazioni migliori in termini di livelli di *compliance*.

Tabella 7: Composizione del campione per dimensioni

COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE PER DIMENSIONE	NUMERO SOCIETA'	% NEL CAMPIONE
PICCOLE	31	28%
MEDIE	23	21%
GRANDI	57	51%
TOTALE SOCIETA'	111	100%

Nel 2015, nel complesso, la maggiore percentuale di società (piccole, medie e grandi) si è concentrata su livelli medi di *compliance*. Come ci si attendeva, soltanto le categorie delle società di medie e grandi dimensioni hanno raggiunto una percentuale maggiore, rispettivamente 26% e 29%, di *compliance* elevata.

Tabella 8: livelli di *compliance* per dimensione 2015

2015 Company size	Compliance			
	low	medium	high	tot
small	21%	62%	17%	100%
medium	9%	65%	26%	100%
large	7%	64%	29%	100%

Nel seguente triennio (vedi Tabella 9) la situazione appare nettamente migliorata. Merita di essere sottolineato il fatto che le società con minori dimensioni hanno recuperato il *gap* del 2015. In particolare, la percentuale di tali società riportanti un basso livello di *compliance* si è ridotta drasticamente raggiungendo la quota del 3%, mentre vi è stata una impennata di quelle che presentano alti livelli di conformità alle *best practice* (32%). Inoltre, giova segnalare che la percentuale di società di medie dimensioni con livelli bassi di *compliance or explanation* si è azzerata, mentre è aumentata del 13% la quota di società di medie dimensioni con un livello elevato. La quantità di società grandi aventi livelli bassi di *compliance* non si riduce di molto, suggerendo una minore capacità (o volontà) di adeguamento alle raccomandazioni del Codice che potrebbero trascendere il fattore dimensionale. Situazione opposta si presenta, invece, per quelle società grandi che riportavano un livello medio di conformità, in quanto si denota una riduzione nel corso del triennio della percentuale al 53% a fronte di un incremento della percentuale di quelle con livelli alti, fino al 42%.

Tabella 9: livelli di compliance per dimensione 2018

2018	Compliance			
Company size	low	medium	high	tot
small	3%	65%	32%	100%
medium	0%	61%	39%	100%
large	5%	53%	42%	100%

Come spiegato in precedenza l'architettura del SCIGR è intuitivamente rappresentata e da un *framework* riconosciuto a livello internazionale definito *Enterprise Risk Management* (ERM). Tale *framework* è caratterizzato da *componenti, obiettivi e livelli o entità* fortemente interrelati tra loro (vedi paragrafo 1.1). Nello stesso Codice di Autodisciplina le raccomandazioni contenute nella sezione dedicata al sistema di controllo interno e gestione del rischio sono riconducibili alle componenti del *framework*. Le componenti si ricorda sono suddivise in: *Ambiente di controllo, Individuazione degli obiettivi, Identificazione dell'evento, Valutazione del rischio, Risposta al rischio, Attività di controllo, Informazione e Comunicazione, Monitoraggio*. Dunque, i 54 *item* individuati al fine di valutare il livello di *compliance* possono essere "riclassificati" in base alle predette componenti. La Tabella 10 mostra nel dettaglio le

percentuali di presenza degli *item*/raccomandazioni all'interno della riclassificazione secondo le componenti ERM⁴⁹.

Tabella 10: Percentuale di presenza delle raccomandazioni nelle componenti dell'ERM

Componente ERM	Numero	% Sul totale
AMBIENTE INTERNO O DI CONTROLLO	26	48%
INDIVIDUAZIONE DEGLI OBIETTIVI	7	13%
IDENTIFICAZIONE DELL'EVENTO	3	6%
VALUTAZIONE DEL RISCHIO	4	7%
RISPOSTA AL RISCHIO	3	6%
ATTIVITA' DI CONTROLLO	12	22%
INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	16	30%
MONITORAGGIO	5	9%

La maggioranza degli *item* rientra nella categoria *Ambiente interno di controllo* che sottende l'insieme delle politiche, delle procedure e delle operazioni implementate al fine di controllare e gestire gli eventi che possono influenzare l'andamento dell'attività aziendale. Esso riflette il tono dell'organizzazione e l'attitudine del *management* al rischio, alle opportunità e alla cultura del controllo. Nel dettaglio nelle Tabelle 11 e 12 è possibile verificare il livello di conformità alle raccomandazioni ora lette in chiave ERM. In particolare, esse mostrano per ciascuna delle componenti ERM le percentuali degli *score* (0, 1, 2, 3, 4) attribuiti nello studio, mediante il processo di valutazione del livello *compliance or explanation*⁵⁰.

⁴⁹ Si fa presente che una raccomandazione/item può rientrare in più di una componente.

⁵⁰ Si riporta al Paragrafo 3.1 per una dettagliata spiegazione dei criteri oggettivi di valutazione, dello schema e del processo di *coding* utilizzati nell'assegnazione dei punteggi.

Tabella 11: Compliance nelle componenti ERM nel 2015

Compliance Score per componenti ERM 2015										
SCORE	# 0	(%) 0	# 1	(%) 1	# 2	(%) 2	# 3	(%) 3	# 4	(%) 4
COMPONENTE ERM										
AMBIENTE INTERNO O DI CONTROLLO	656	22,73%	195	6,76%	1246	43,17%	663	22,97%	126	4,37%
INDIVIDUAZIONE DEGLI OBIETTIVI	141	18,15%	19	2,45%	440	56,63%	139	17,89%	38	4,89%
IDENTIFICAZIONE DELL'EVENTO	61	10,99%	15	2,70%	355	63,96%	108	19,46%	16	2,88%
VALUTAZIONE DEL RISCHIO	89	20,05%	7	1,58%	283	63,74%	57	12,84%	8	1,80%
RISPOSTA AL RISCHIO	66	19,82%	9	2,70%	229	68,77%	27	8,11%	2	0,60%
ATTIVITA' DI CONTROLLO	318	23,87%	64	4,80%	786	59,01%	129	9,68%	35	2,63%
INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	301	16,95%	96	5,41%	1055	59,40%	263	14,81%	61	3,43%
MONITORAGGIO	131	23,60%	6	1,08%	335	60,36%	71	12,79%	12	2,16%

È facile osservare che nel complesso tutte le componenti dell'ERM ottengono in maggiore percentuale uno *score* medio pari a 2, sia nel 2015 che nel 2018.

Tabella 12: Compliance nelle componenti ERM nel 2018

Compliance Score per componenti ERM 2018											
SCORE	# 0	(%) 0	# 1	(%) 1	# 2	(%) 2	# 3	(%) 3	# 4	(%) 4	Tot %
COMPONENTE ERM											
AMBIENTE INTERNO O DI CONTROLLO	498	17,26%	187	6,48%	1426	49,41%	665	23,04%	110	3,81%	100%
INDIVIDUAZIONE DEGLI OBIETTIVI	109	14,03%	21	2,70%	466	59,97%	138	17,76%	43	5,53%	100%
IDENTIFICAZIONE DELL'EVENTO	45	8,11%	20	3,60%	373	67,21%	101	18,20%	16	2,88%	100%
VALUTAZIONE DEL RISCHIO	69	15,54%	13	2,93%	298	67,12%	57	12,84%	7	1,58%	100%
RISPOSTA AL RISCHIO	53	15,92%	11	3,30%	242	72,67%	25	7,51%	2	0,60%	100%
ATTIVITA' DI CONTROLLO	223	16,74%	95	7,13%	836	62,76%	132	9,91%	46	3,45%	100%
INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	247	13,91%	87	4,90%	1140	64,19%	261	14,70%	41	2,31%	100%
MONITORAGGIO	101	18,20%	12	2,16%	357	64,32%	74	13,33%	11	1,98%	100%

Questo dato potrebbe indurre a considerare l'ipotesi di una aderenza apparente al Codice, altrimenti detta "*compliance cosmetica*", a cui le società ricorrerebbero per garantire la correttezza formale dell'attività amministrativa, gestionale ed organizzativa⁵¹. Prestando

⁵¹ Si ricorda, infatti, che il punteggio pari a 2 sta ad indicare che la società aderisce al principio/criterio e descrive sinteticamente le raccomandazioni adottate così come recitate dal principio/criterio del Codice, senza riportare alcun elemento informativo aggiuntivo circa le caratteristiche del SCIGR della società (spesso si tratta dell'esatto periodo riportato dal codice).

maggior attenzione a quelle che sono le variazioni percentuali tra i due anni esaminati, è possibile apprezzare un miglioramento della qualità della *compliance*, che, seppure lieve, traccia un *trend* complessivo che accomuna tutte le componenti ERM. In particolare, è possibile osservare come le società nel complesso si siano impegnate maggiormente nell'aumentare negli anni il livello di *compliance or explanation* per quelle aree o attività che nel primo anno di analisi (2015) sono state valutate con il punteggio di 0, ossia che non risultavano avere un livello sufficiente di conformità alle raccomandazioni del Codice. Quanto affermato è desumibile dalla prima colonna della Tabella 13 che riporta le variazioni in aumento delle percentuali di *compliance*. Un altro dato interessante è quello relativo allo scarso incremento dei punteggi che rappresentano la *piena compliance* (score 4). Questa tendenza potrebbe presumibilmente riflettere la scarsa propensione delle società a diffondere informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dal mercato e dal Codice. Tale atteggiamento è giustificato da parte della letteratura che spiega la sussistenza del reale timore di incorrere in rischi e costi aggiuntivi in seguito alla diffusione di informazioni strategiche utilizzabili dai concorrenti o dagli altri agenti economici interessati all'andamento della società (Healy & Palepu, 2001; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Verrecchia, 2001; Kothari et al., 2009).

Tabella 13: Variazione in % degli score nelle componenti ERM

Δ 2018-2015					
	(%) 0	(%) 1	(%) 2	(%) 3	(%) 4
AMBIENTE INTERNO O DI CONTROLLO	-0,05	0	+0,06	0	-0,01
INDIVIDUAZIONE DEGLI OBIETTIVI	-0,04	0	+0,03	0	+0,01
IDENTIFICAZIONE DELL'EVENTO	-0,03	+0,01	+0,03	-0,01	0
VALUTAZIONE DEL RISCHIO	-0,05	+0,01	+0,03	0	0
RISPOSTA AL RISCHIO	-0,04	+0,01	+0,04	-0,01	0
ATTIVITA' DI CONTROLLO	-0,07	+0,02	+0,04	0	+0,01
INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	-0,03	-0,01	+0,05	0	-0,01
MONITORAGGIO	-0,05	+0,01	+0,04	+0,01	0

In definitiva, si conferma nuovamente quanto sostenuto in letteratura: l'adeguamento alle *best practice* raccomandate da Codice costituisce un processo graduale, con andamento crescente che potrebbe essere strettamente legato a fattori interni di varia natura. Dai primi dati illustrati risulta ovviamente complesso trarre conclusioni su quali siano gli aspetti che influenzano il

livello (o qualità) della *compliance or explanation*. Seppure nel complesso essi riflettono un lieve miglioramento dei livelli di conformità, emergono alcuni aspetti che sono difficilmente imputabili al semplice fattore dimensionale o all'appartenenza del settore produttivo. Alla luce anche delle evidenze emerse in letteratura, giunge spontaneo il quesito relativo alla possibile influenza esercitata sulla *compliance* da ulteriori fattori interni e di *corporate governance*. Da qui le ipotesi di ricerca avanzate sulle determinanti della qualità della *compliance* alle prescrizioni del Codice in materia di controlli e gestione del rischio. A questo punto si è ritenuto importante analizzare la correlazione tra le variabili dello studio, al fine di valutare, da una parte, gli effetti della *compliance* in tema di controlli e gestione del rischio sulle *performance* e, dall'altra, i fattori che possono influenzare tale conformità.

La Tabella 14 presenta le statistiche descrittive per le variabili dipendenti e indipendenti. Il campione considerato risulta piuttosto variegato, in termini di dimensioni, concentrazione proprietaria e struttura del CdA. È possibile osservare un valore medio del ROA piuttosto basso (0,54%), ragionevolmente causato da un valore minimo molto basso presente nel campione (-36,1%). È infatti da notare la mediana del ROA pari a 0.6%. I dati indicano uno score minimo raggiunto di 48 punti e massimo di 136. Ciò sta a sottolineare il fatto che in generale risulta piuttosto difficile che si verifichi la circostanza in cui tutte le società risultano avere un livello non sufficiente di conformità o informativa a riguardo. D'altro canto, nonostante la grande importanza attribuita dai *policymaker* alla cultura dei controlli e alla gestione del rischio, vi sono ancora imprese che non ritengono di adottare le raccomandazioni sul SCIGR e alla luce di questo sarebbe utile conoscere i fattori che influenzano tale scelta. I dati suggeriscono che in alcune realtà il tema della *gender diversity* riceve ancora scarsa attenzione, anche in relazione al fatto che il livello massimo raggiunto dalle società più virtuose si attesta ad un livello che non supera il 57% della composizione del CdA. Questo dato spiegherebbe quanto emerso dallo studio condotto dal Cerved-Fondazione Bellisario in collaborazione con Inps (2020), che valuta gli effetti della Legge Golfo-Mosca sulla presenza del genere femminile in azienda, ossia che complessivamente la legge ha prodotto i risultati prefissati, ma non è riuscita ad incentivare la diffusione di pratiche che superassero gli obblighi imposti.

Tabella 14: Statistiche descrittive

	Mean	St.Dev	min	max
icscscore	99.257	14.393	48	136
roa	.538	7.626	-36.1	33.38
BoDsize	9.577	2.819	2	18
BoDMeet	9.91	4.425	1	26
BoDind	1.925	1.675	0	6
WomRatio	.31	.096	0	.571
PropConc	46.407	19.322	3.89	97.45
PubbContr	.455	.499	0	1
ros	.674	14.433	-48.05	29.55
firmsize	1484.939	4895.989	1	42109
Leverage	.54	1.061	-4.1	9.86

Ai fini di una analisi preliminare, viene riportata la matrice di correlazione di Pearson delle variabili oggetto dello studio (Appendice D). In particolare, si può osservare come la variabile ICSCScore sia correlata positivamente alle variabili di *governance* come BoDsize ($r=0,137$), BoDind ($r=0,211$), RemCo ($0,188$), WomRatio ($0,175$) e alla variabile PubbContr ($r=0,137$) con un livello di significatività di $0,05^{52}$. Ciò potrebbe suggerire che all'aumento rispettivamente della dimensione e dell'indipendenza del CdA, nonché della presenza del genere femminile tra gli amministratori delle società, corrisponderebbe un miglioramento nella qualità della *compliance or explanation*. Inoltre, il controllo pubblico da parte dello Stato è correlato positivamente alla variabile di che misura la conformità delle società alle *best practice* sui controlli interni e la gestione del rischio. La stessa variabile (PubbContr) sembra essere quella maggiormente correlata (positivamente) alle variabili afferenti alla *corporate governance*. Si potrebbe ragionevolmente sostenere che il controllo pubblico delle società sembrerebbe favorire quelle pratiche auspicate dai *policy maker* come la separazione tra AD e Presidente del CdA, l'indipendenza del CdA (BoDind), la presenza di un Comitato di Remunerazione (RemCo) e la differenza di genere nel CdA (WomRatio). Arrivando alla variabile di *performance*, espressa con il ROA, sembrerebbe che essa sia correlata positivamente solo con la variabile PropConc, mentre risulta correlata negativamente con la variabile BoDMeet. Sebbene sembrerebbe alquanto improbabile l'ipotesi di una relazione

⁵² Si ricorda che per un livello di $0,1 < r < 0,3$ corrisponde una "bassa correlazione"; di $0,3 < r < 0,5$ corrisponde a "moderata correlazione"; $r \geq 0,5$ "alta correlazione". Sebbene il livello di correlazione possa presentarsi basso, l'aspetto importante da considerare è la significatività di tale rapporto di correlazione.

positiva tra *compliance* sui controlli interni e le *performance*, tali dati meritano una più attenta ed approfondita analisi al fine di giungere a conclusioni più puntuali sulla relazione tra codeste variabili. In questo caso, come accade più sovente nelle scienze sociali, lo studio della matrice di correlazione tra le variabili non risulta sufficiente né per determinare il rapporto di correlazione né per individuare un rapporto di causa- effetto (Pandey & Elliott, 2010). In particolare, in questo caso la variabile indipendente di interesse (ICSCScore) costituisce una “*Suppressor variable*”⁵³ che nella matrice non presenta alcuna correlazione lineare significativa con la variabile dipendente (ROA), ma che in realtà esercita un’influenza rilevante sulle performance, come si vedrà a breve.

Giungiamo ora alla verifica delle ipotesi avanzate al fine di pervenire a dei risultati che seppure non in maniera definitiva e assoluta, possono spiegare gli effetti della *compliance* alle prescrizioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate in tema di SCIGR e le sue determinanti. Nello specifico, il primo modello ha l’obiettivo di verificare l’ipotesi di un impatto della qualità della *compliance* in tema di controlli interni e gestione del rischio sulle *performance* delle società. La scarsa variabilità nel tempo, tipica dei modelli che coinvolgono variabili di *corporate governance*, spinge alla scelta di non utilizzare lo strumento degli effetti fissi, bensì di utilizzare uno stimatore ad effetti casuali (Wooldridge, 2002). A tal proposito, al fine di avvalorare questa scelta, si è ritenuto importante effettuare l’Hausman test, i cui risultati ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.2934$) inducono a non rifiutare l’ipotesi nulla⁵⁴, secondo cui il modello preferito è quello ad effetti casuali (Greene, 2008). Ulteriore test condotto che ha portato all’applicazione del modello ad effetti casuali è quello di Breusch-Pagan Lagrange (LM)⁵⁵. In tal caso, l’ipotesi

⁵³ Il *Suppressor effect*, come in questo caso, è un fenomeno statistico che ricorre quando una variabile indipendente che non presenta alcuna correlazione significativa con la variabile dipendente risulta poi avere un impatto statisticamente significativo quando viene studiata all’interno di un modello in compresenza di più variabili (“*counfounders*”). L’aggiunta della *Suppressor variable* oltre a rivelare il reale impatto della variabile indipendente sulla variabile dipendente, tende a migliorare gli indici di bontà di adattamento del modello. In definitiva essa rappresenta un predittore che avvalorata l’implementazione di test statistici. L’interpretazione dei coefficienti di nostro interesse stimati dal modello con *Suppressor variable* risulta in sostanza la stessa di quella con variabili non-*Suppressor* (Lancaster, 1999; Thompson & Levine, 1997; Horst, 1941).

⁵⁴ Gli effetti casuali permettono di generalizzare le inferenze oltre il campione utilizzato nel modello. Gli effetti casuali presumono che il termine di errore dell’entità non sia correlato con i predittori che consentono alle variabili invarianti nel tempo (o poco varianti) di svolgere il loro ruolo esplicativo. Il test Hausman verifica se gli errori (u_i) sono correlati con i regressori, l’ipotesi nulla sostiene che non lo siano. Pertanto, confermare tale ipotesi conferma l’adeguatezza nell’applicare gli effetti casuali nel modello.

⁵⁵ Il test del moltiplicatore Breusch-Pagan Lagrange (LM) ci aiuta a decidere tra una regressione ad effetti casuali e una semplice Regressione OLS. L’ipotesi nulla nel test LM è che le varianze tra le entità siano zero, ossia che non vi sia alcuna differenza significativa tra le unità. Negli effetti casuali è necessario specificare quelle caratteristiche individuali che possono o meno influenzare le variabili predittive. Il problema è che alcune delle

nulla del test secondo cui le varianze tra le unità sono pari a zero, viene rigettata ($\text{Prob} > \text{chibar}^2 = 0,002$), confermando il modello GLS ad effetti casuali quale scelta più adeguata all'analisi che si vuole condurre.

In considerazione delle possibili problematiche dovute a fenomeno della multicollinearità, è stato condotto un VIF test per verificare se tra le variabili considerate nel primo modello vi fosse collinearità (Tabella 15). Precisamente, alla luce dei risultati restituiti dal test si ritiene scongiurato il pericolo di presenza di multicollinearità tra variabili indipendenti, in quanto si ha un valore medio di 2,346, inferiore al livello di allarme pari a 10.

Tabella 15: VIF test

	VIF	1/VIF
BoDind	5.272	.19
RemCo	3.635	.275
PropConc	3.557	.281
WomRatio	3.182	.314
BoDMeet	3.068	.326
PubbContr	2.406	.416
BoDsize	2.211	.452
Infirmsize	1.33	.752
Pyramid	1.242	.805
icscscscore	1.145	.873
NomCo	1.124	.89
Mean VIF	2.346	.
CEODuality	1.24	.807

Nella Tabella 16 sono esposti i risultati del primo modello di regressione ottenuti applicando in maniera graduale diversi *check* al fine di irrobustire l'analisi, anche in considerazione della letteratura empirica sul tema. I risultati ottenuti supportano l'ipotesi di un impatto positivo e statisticamente significativo dell'indice ICSCScore sul ROA, in quanto il coefficiente β_1 risulta significativamente diverso da zero. In particolare, nella prima colonna ottenuta applicando il modello semplice (senza controlli), il coefficiente indica che all'aumentare unitario dello *score* il ROA aumenta a sua volta dello 0,037%. Tale impatto viene riconfermato anche nella seconda colonna ottenuta introducendo un controllo all'eteroschedasticità (*vce robust*). Al fine di controllare l'analisi rispetto a fenomeni di multicollinearità e di distorsione da variabile omessa,

variabili potrebbero non essere disponibili, determinando pertanto una distorsione da variabile omessa. Problema, quest'ultimo, che si cercherà di risolvere con ulteriori *check* di robustezza.

lo stesso modello è stato lanciato introducendo la variabile *LAG_ROA* (colonne 3 e 4) e le variabili *dummy* per gli anni 2015-2018 e per i 9 settori industriali a cui appartengono le società del campione. Infine, ulteriore aspetto affrontato è quello relativo ad un eventuale problema di causalità inversa, generalmente molto ricorrente negli studi relativi all'impatto di fattori di *governance* sulle *performance*. In tal caso, invertendo la variabile dipendente con quella indipendente di interesse è stata verificata l'inesistenza di un rapporto di causalità inversa (il coefficiente β_1 non risulta statisticamente significativo). In sintesi, grazie all'introduzione di ulteriori *check* di robustezza viene avvalorato il risultato che conferma l'esistenza di un impatto positivo e statisticamente significativo dell'ICSCScore sul ROA. Questo risultato si allinea ad una parte consistente della letteratura sul tema e potrebbe essere spiegato dal fatto che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi assume un ruolo fondamentale nei processi decisionali interni che coinvolgono il *management* (Q. Cheng et al., 2017; Feng et al., 2009, 2015; Zhou et al., 2016). Pertanto, una maggiore conformità alle *best practice* relative al SCIGR porta una maggiore efficienza allocativa delle risorse ed una maggiore efficacia dell'attività aziendale, dunque al miglioramento delle *performance* operative aziendali. I risultati confermano un impatto positivo e significativo sul ROA anche da parte di altre variabili come la presenza di un Comitato Nomine e di un Comitato di Remunerazione, confermando quanto sostenuto da Abatecola et al. (2011), Fratini & Tettamanzi (2015) e Mazzotta (2007). Ulteriore impatto significativo che si rileva è quello negativo della variabile BoDMeet, confermando la linea di Mazzotta (2007). La variabile BoDsize risulta non avere alcun impatto significativo sulle performance come sostenuto da Di Pietra et al. (2008). Anche la CEO Duality sembra non impattare minimamente sulle performance in contrapposizione a quanto sostenuto da Mazzotta (2007). Infine, come ci si attendeva il fattore dimensionale e l'indice di redditività delle vendite, rappresentano fattori di incidenza rilevante sulle *performance*, mentre i fattori legati alla struttura e alla concentrazione proprietaria sembrano non impattare, al contrario di quanto sostenuto dalla letteratura empirica in cui emergono contemporaneamente, a seconda dei contesti, un *entrenchment effect* e un *alignment effect* (Chalmers et al., 2019).

Tabella 16: ICSCScore on ROA

	(1)	(2)	(3)	(4)
icscscore	0.037** (0.019)	0.037** (0.019)	0.053*** (0.020)	0.063** (0.029)
BoDsize	0.127 (0.146)	0.127 (0.146)	0.136 (0.153)	0.211 (0.171)
BoDind	-1.110 (2.228)	-1.110 (2.228)	-1.670 (2.113)	-2.240 (1.825)
BoDMeet	-0.157** (0.078)	-0.157** (0.078)	-0.172** (0.072)	-0.189** (0.080)
CEODuality	-0.869 (0.833)	-0.869 (0.833)	-0.698 (0.771)	-0.829 (0.798)
NomCo	1.422** (0.677)	1.422** (0.677)	1.403** (0.673)	1.357* (0.788)
RemCo	2.916** (1.386)	2.916** (1.386)	3.763*** (1.422)	4.496 (4.758)
PropConc	0.007 (0.019)	0.007 (0.019)	0.006 (0.020)	0.015 (0.022)
Pyramid	0.395 (0.760)	0.395 (0.760)	0.571 (0.726)	0.447 (1.265)
PubbContr	-0.768 (1.481)	-0.768 (1.481)	-1.176 (1.458)	-1.453 (1.943)
Leverage	-0.137 (0.368)	-0.137 (0.368)	-0.009 (0.317)	0.017 (0.234)
ros	0.291*** (0.047)	0.291*** (0.047)	0.307*** (0.047)	0.326*** (0.028)
lnfirmsize	-0.415* (0.218)	-0.415* (0.218)	-0.410* (0.230)	-0.548* (0.302)
lag_roa			-0.116** (0.058)	-0.119*** (0.040)
_cons	-2.636 (2.714)	-2.636 (2.714)	-4.919* (2.987)	-4.148 (6.324)
Obs.	163	163	159	159
Industry Dummy			YES	YES
Year Dummy			YES	YES

Standard errors are in parenthesis

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

Volgendo ora lo sguardo verso lo studio dei fattori che determinano la qualità o il livello di *compliance* alla raccomandazione del Codice in materia di controlli interni e gestione del rischio, si riportano di seguito i risultati del secondo modello di regressione. Anche in questo caso, al fine di verificare la sussistenza di un problema di multicollinearità tra le variabili indipendenti è stato effettuato un VIF test ⁵⁶ i cui risultati sono riportati nella Tabella 17.

Tabella 17: VIF test on ICSCScore

	VIF	1/VIF
BoDind	4.977	.201
PropConc	3.573	.28
RemCo	3.556	.281
WomRatio	3.17	.315
BoDMeet	3.04	.329
PubbContr	2.432	.411
BoDsize	2.089	.479
Pyramid	1.242	.805
NomCo	1.123	.89
cashflow	1.076	.93
Mean VIF	2.401	.
CEODuality	1.249	.8

Anche in questo caso sono stati applicati diversi *check* di robustezza per avvalorare i risultati. Solo alcune delle ipotesi formulate in precedenza sull'impatto delle variabili di *governance* sull'ICSCScore trovano riscontro (vedi Tabella 18). In particolare, la dimensione del CdA, espressa con la variabile BoDsize risulta non avere un impatto statisticamente significativo sull'indice ICSCScore. Questo potrebbe essere giustificato dai risultati contrastanti emersi in letteratura (Balsam et al., 2014; Y. Chen et al., 2017; Hu et al., 2017; Ji, Lu, & Qu, 2015; Zhang et al., 2007). L'indipendenza del CdA (BoDind) rappresenta un ulteriore fattore di *governance* che concorre alla determinazione dell'ICSCScore. In questo caso, il coefficiente risulta significativamente diverso da zero e indica che all'aumentare unitario dell'indice di indipendenza del CdA (dato dal rapporto tra Amministratori indipendenti e non esecutivi ed il totale dei componenti del CdA) lo *score* diminuisce di circa 5,9 punti. Questo dato risulta

⁵⁶ Sebbene nella matrice di correlazione evidenzia una correlazione tra le variabili considerate, il test dimostra l'inesistenza di problemi di collinearità (VIF=2,40). Ciò significherebbe che seppure i regressori risultino correlati nella matrice essi sono maggiormente correlate alla variabile dipendente.

inaspettatamente in contrasto con quanto sostenuto da gran parte della letteratura, in cui si risalta l'effetto positivo dell'indipendenza del CdA sulla gestione nel complesso dell'impresa, oltre che sulle *performance*. Tale effetto potrebbe essere addotto alla non esecutività degli amministratori, piuttosto che alla loro indipendenza. Sebbene la non- esecutività attribuisca agli amministratori un ulteriore grado di obbiettività nell'amministrare l'impresa ed assumere decisioni cruciali, rende gli stessi meno consapevoli dei rischi e dalle opportunità insiti nei meccanismi interni operativi dell'organizzazione, semplicemente perché meno coinvolti nell'operatività delle attività aziendali (B. Baysinger & Hoskisson, 1990). Questo potrebbe indurre gli amministratori a trascurare la necessità di conformarsi a *best practices* sui controlli interni e la gestione dei rischi, semplicemente perché inconsapevoli della strategicità di tali raccomandazioni per particolari aree o attività sensibili che caratterizzano l'impresa. In altri termini potrebbe essere auspicabile individuare una adeguata proporzione di amministratori esecutivi e non esecutivi, senza estremizzare la necessità, oggi ampiamente condivisa, di una indipendenza sempre maggiore. Sebbene nel contesto nazionale la frequenza delle riunioni del CdA abbia costituito uno strumento importante per incrementare le capacità degli organi di *audit* nell'intercettare le anomalie esistenti nel sistema e mitigarne i relativi rischi (Azzali et al., 2013), i risultati ottenuti dal presente studio suggeriscono l'inesistenza di una relazione tra la variabile BoDMeet e l'ICSCScore. Lo stesso accade per la CEO Duality che rappresenta un fattore di *governance* aziendale che per diverso tempo è stato oggetto di dibattito nel panorama accademico. In tal caso i risultati restituiti dal modello confermano quanto sostenuto da Bajo et al. (2009), i quali affermano l'inesistenza di alcuna relazione tra le due variabili. Mentre la presenza di un Comitato per le Nomine non sembra avere effetti significativi sulla qualità della *compliance*, la presenza di un Comitato di Remunerazione risulta impattare in maniera negativa sulla variabile di interesse.

Un contributo piuttosto innovativo che emerge dai dati del presente lavoro riguarda l'impatto della presenza femminile all'interno del CdA sulla qualità della *compliance*. In tutte le configurazioni dei modelli analizzati risulta che la variabile WomRatio che rappresenta il rapporto tra il numero di amministratrici all'interno del CdA e la dimensione dello stesso, impatta in maniera positiva e statisticamente significativa sull'ICSCScore. Più precisamente, il coefficiente ci dice che all'aumentare di uno del rapporto WomRatio, lo *score* che indica il livello di *compliance* aumenta di circa 17,8 punti. Sembrano confermate le posizioni dei ricercatori che sostengono che la maggiore partecipazione del genere femminile all'amministrazione dell'impresa consenta non solo un miglioramento della *governance*

generale dell'azienda (Hillman et al., 2002), ma anche a rendere più efficienti i processi di attuazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi (Din et al., 2020; Parker, Dao, Huang, & Yan, 2017; Yu Chen et al., 2016) e a migliorarne la *disclosure* (Ahmad, Abdullah, Jamel, & Omar, 2015; Aribi, Alqatamin, & Arun, 2018; Manita, Bruna, Dang, & Houanti, 2018; Tejedo-Romero, Rodrigues, & Craig, 2017; Bronson, Carcello, & Raghunandan, 2006; Adams, Gupta, & Leeth, 2009; Arun, Almahrog, & Ali Aribi, 2015; Peterson & Philpot, 2007).

Tabella 18: ICSCScore determinants

	(1)	(2)	(3)
BoDsize	0.567 (0.397)	0.567 (0.397)	0.608 (0.402)
BoDind	-5.911** (2.295)	-5.911** (2.295)	-5.831** (2.333)
BoDMeet	0.131 (0.120)	0.131 (0.120)	0.157 (0.123)
CEODuality	0.035 (1.638)	0.035 (1.638)	0.087 (1.708)
NomCo	0.724 (1.787)	0.724 (1.787)	0.726 (1.858)
RemCo	-8.406*** (2.069)	-8.406*** (2.069)	-8.746*** (2.278)
WomRatio	17.765*** (5.990)	17.765*** (5.990)	17.734*** (6.103)
PropConc	0.024 (0.032)	0.024 (0.032)	0.019 (0.032)
PubbContr	7.309 (4.805)	7.309 (4.805)	7.712 (5.390)
Pyramid	2.878 (4.292)	2.878 (4.292)	3.016 (4.534)
Leverage	-0.078 (0.260)	-0.078 (0.260)	-0.097 (0.255)
cashflow	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000*** (0.000)
lnfirmsize	1.299** (0.569)	1.299** (0.569)	1.382** (0.553)
_cons	85.830*** (7.055)	85.830*** (7.055)	82.350*** (9.155)
Industry Dummy			YES
Year Dummy			YES

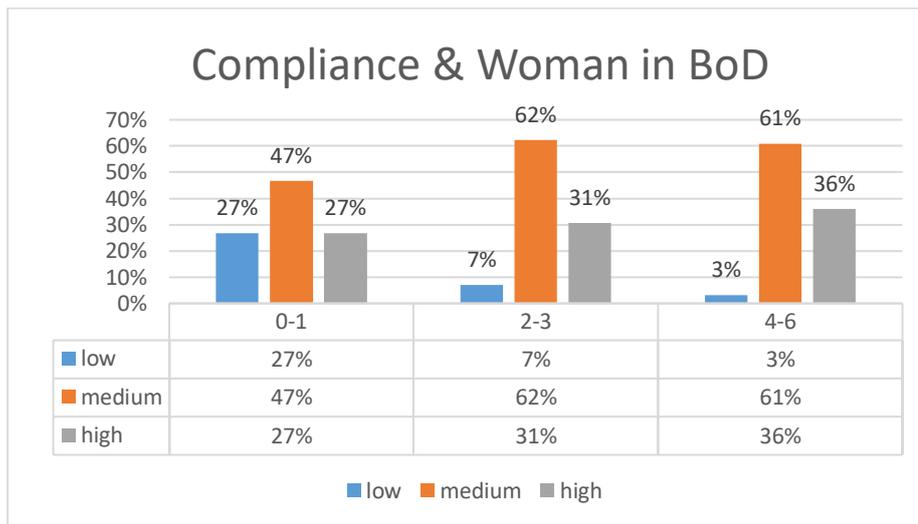
Standard errors are in parenthesis

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

Il dato sorprendente relativo all'effetto significativamente positivo della variabile WomRatio sull'ICSCScore spiega un dato che, diversamente, sarebbe difficile da giustificare. Più precisamente, incrociando i livelli di *compliance* (basso, medio, elevato) con i gruppi di società del campione suddivisi per numero di donne presenti nel CdA (0-1, 2-3, 4-6), si osserva che nei gruppi di società con una più elevata presenza di donne nel CdA (quelle con un numero di donne tra 2 e 3 e tra 4 e 6) si hanno maggiori livelli di conformità alle raccomandazioni in

materia di controlli interni e gestione del rischio. Si ricorda, infine, che la dimensione del CdA è ininfluente sullo *score*, pertanto l’impatto della presenza femminile nel CdA risulta depurato o comunque non indotto dalle dimensioni maggiori del CdA. In altri termini, si conferma mediante risultati empirici il passaggio dal mero “*tokenismo*” a sostanziale contributo del genere meno rappresentato nei meccanismi di governo aziendale (Torchia et al., 2011).

Tabella 19: livelli di compliance per numero di donne nel CdA



In conclusione, gli elementi relativi al CdA che risultano impattanti sulla *compliance* afferiscono alla sua composizione più che alla sua dimensione o attività. Le variabili relative alla struttura proprietaria (PropConc, PubbContr, Pyramid) non hanno presentato alcun effetto significativo sull’ICSCScore. In particolare l’irrelevanza riscontrata della variabile PropConc conferma quanto dimostrato da Agyei-Mensah (2016). I risultati relativi alle altre variabili contribuiscono ad una letteratura le cui conclusioni appaiono disorganiche. Infine, come atteso, variabili relative alla dimensione e ai flussi di cassa sembrano influire positivamente sull’ICSCScore, poiché predispongono l’azienda ad affrontare più facilmente i costi indubbiamente elevati della *compliance* (DeFond & Francis, 2005; Hoitash, Hoitash, & Bedard, 2008; J. Kinney & Shepardson, 2010; Michaels, 2003; Powell, 2005; Romano, 2005).

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha avuto l'obiettivo di studiare la tematica relativa alla *compliance* in materia di sistema di controllo interno e gestione dei rischi (SCIGR) nel contesto nazionale. In particolare, la ricerca ha proposto un'analisi duplice. Da una parte si è studiata la relazione tra la *compliance* (in termini di *compliance or explanation*) alle *best practices* raccomandate dal Codice di Autodisciplina inerenti al sistema di controllo interno e gestione dei rischi e le *performance* operative delle società quotate italiane. Dall'altra si sono ricercati i fattori interni all'impresa che influenzano detta *compliance*, al fine di individuarne le principali determinanti.

Ad oggi è stata ampiamente riconosciuta l'importanza del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, quale meccanismo interno di *corporate governance* utile alla riduzione dei costi di agenzia (Ashbaugh-Skaife, Collins, & Kinney, 2007; Deumes & Knechel, 2008; Gillan, 2006; Leng & Ding, 2011; Jensen & Payne, 2003; Michelon, Beretta, & Bozzolan, 2009; van de Poel & Vanstraelen, 2011; Williamson, 1983) e differenti sono i punti di vista secondo cui è stato affrontato il tema (Bedard & Graham, 2014; Chalmers et al., 2019; Coates & Srinivasan, 2014; Kinney et al., 2013; Schneider & Church, 2008).

In generale, le principali evidenze ottenute dalla letteratura internazionale, che riguardano prevalentemente il contesto statunitense, sembrano confermare che una maggiore qualità del sistema di controllo interno impatta positivamente su diversi aspetti (Ashbaugh-Skaife et al., 2009; M. Cheng et al., 2013; Doyle et al., 2007; Beneish et al., 2008; Dhaliwal et al., 2011; Kim et al., 2011; Ogneva et al., 2006), tra cui l'efficienza operativa delle società (Bauer, 2015; Cheng, Goh, & Kim, 2017; Feng, Li, & McVay, 2009; Feng et al., 2015). In particolare, a godere di tale effetto sono le *operations* aziendali (Cheng et al., 2013; Cheng et al., 2017; Feng et al., 2009, 2015). In definitiva i risultati finora ottenuti supportano la posizione del *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (CoSO), la quale afferma che tra i principali obiettivi del sistema di controllo interno rientrano quelli di «*efficacia ed efficienza delle attività aziendali, nelle quali vengono incluse obiettivi di performance operative, di redditività e di salvaguardia delle risorse*» (CoSO, 2013). Sebbene gli studi finora condotti sembrano in prevalenza offrire conclusioni univoche, si è ritenuto irragionevole inferire i suddetti risultati al contesto europeo e in particolare a quello nazionale. Risulta necessario considerare le differenti connotazioni assunte dal sistema di controllo interno nei diversi sistemi legislativi (Deumes & Knechel, 2008; van de Poel & Vanstraelen, 2011) e culturali (Hooghiemstra et al., 2015). L'analisi viene suggerita, inoltre, dalla necessità di ulteriori

approfondimenti su particolari aspetti ancora poco chiari (Chalmers et al., 2019), uno tra tanti la dibattuta questione relativa al rapporto costi- benefici della *compliance* relativa al sistema di controllo interno (Healy & Palepu, 2001; DeFond & Francis, 2005; Hoitash, Hoitash, & Bedard, 2008; Kinney & Shepardson, 2010; Michaels, 2003; Powell, 2005; Romano, 2005).

La diffusione in diversi Paesi, basati sul sistema *principle based*, di appositi codici di *corporate governance* (Fox et al., 2016) ha dato profondo impulso alla letteratura empirica concernente la relazione tra la *compliance* agli stessi codici e le *performance* aziendali (in termini operativi e finanziari). Numerosi studi condotti sul contesto europeo inducono a conclusioni piuttosto divergenti tra loro (Arcot & Bruno, 2006; Rob Bauer, 2004; Bauwhede, 2009; Dahya & McConnell, 2007; De Jong et al., 2005; Dedman, 2002; Fernández-Rodríguez et al., 2004; Kouwenberg & Phunnarungsi, 2013; Mendes & Alves, 2004a; Renders et al., 2010; Rose, 2016; Tariq & Abbas, 2013). Infatti, evidenze empiriche hanno dimostrato che non sempre la *compliance* alle raccomandazioni dei codici di *corporate governance* apporta benefici in termini di miglioramento della *performance* (Abatecola et al., 2011; R. Bauer et al., 2004; De Jong et al., 2005; Dedman, 2002; Mendes & Alves, 2004b; Rose, 2016). Sul contesto nazionale, gli studi sul tema, con particolare riferimento al SCIGR, risultano scarsi. Pertanto, si è cercato di contribuire alla ricerca anche su tale questione.

Il lavoro si è suddiviso in tre capitoli. Il primo ha analizzato la letteratura relativamente a tre specifici filoni di ricerca a cui si è inteso contribuire: relazione tra *corporate governance* e *performance*; effetti e livelli della *compliance* ai codici di *corporate governance*; *disclosure* in tema di SCIGR. Lo stesso riporta una puntuale analisi del SCIGR, della sua definizione e del framework di riferimento riconosciuto a livello internazionale. Il secondo capitolo analizza la letteratura nazionale ed internazionale relativamente agli effetti economici, con particolare attenzione alle *performance* operative, nonché alle determinanti dell'applicazione delle raccomandazioni relative al SCIGR. Infine, nel terzo capitolo si affrontano empiricamente gli obiettivi della ricerca. In particolare, si riporta l'analisi sulla relazione tra *compliance* in tema di SCIGR (misurate tramite uno score autodefinito) e *performance* operative (misurate tramite ROA), nonché l'analisi sull'impatto dei principali fattori interni all'impresa sulla suddetta *compliance*. L'analisi considera un campione di 111 società italiane quotate al MTA appartenenti a 9 differenti settori industriali (come identificati da Borsa Italiana S.p.A.).

I primi risultati dell'analisi confermano quanto sostenuto nella precedente letteratura, suggerendo che l'attività esercitata e i presidi di controllo messi in campo dalle società

conformandosi alle *best practices* raccomandate dal Codice costituiscono nel complesso un processo che evolve in maniera graduale e viaggia in parallelo con la *governance* aziendale (Arcot & Bruno, 2006; Martino & Regoliosi, 2018). Sussiste una tendenza sempre maggiore delle società a diffondere al proprio interno la cultura dei controlli e ad uniformarsi ad una visione strategica dell'azienda integrata al rischio. Nel complesso, negli anni di riferimento la maggioranza delle società ha migliorato il proprio livello di conformità alle raccomandazioni, sebbene appartenessero a differenti settori industriali, alcuni dei quali particolarmente sensibili ad adeguamenti di questo genere.

Di fronte a tale scenario, la prima *research question* a cui si è inteso rispondere ha condotto alla verifica dell'impatto della *compliance* alle raccomandazioni del Codice sul SCIGR sulle *performance* aziendali. In particolare, è stato implementato un primo modello di regressione ad effetti casuali in cui la variabile dipendente è stata rappresentata dalle *performance* (misurate con il ROA), mentre la variabile indipendente di interesse è stata rappresentata dal livello (o qualità) della *compliance* alle raccomandazioni sul SCIGR (misurato in termini di *compliance or explanation*) con uno *score* appositamente costruito (l'ICSCScore).

I risultati di questa prima analisi hanno supportato l'ipotesi avanzata: è stato rilevato un effetto positivo e statisticamente significativo sulle *performance* operative della *compliance or explanation* alle raccomandazioni inerenti al SCIGR. Pertanto, i dati inducono a pensare che l'adozione di tali raccomandazioni potrebbe non rappresentare un mero esercizio di "compliance cosmetica", bensì una scelta consapevole alla luce dei reali benefici ottenuti in termini di ottimizzazione dei processi e di miglioramento delle *operations*. Di fatto, fasi specifiche del SCIGR come il *Risk Assessment* e *Gap Analysis*, sono utili non soltanto ad intercettare, valutare e gestire i rischi aziendali, ma costituiscono un vero e proprio algoritmo di riesame dei processi, delle procedure e dei protocolli operativi interni all'azienda che permette l'ottimizzazione dell'impiego di risorse e dell'ottenimento dell'*output* aziendale. L'ipotesi di un effetto positivo sulle *performance* operative, dunque, si riconferma anche in contesti basati su un approccio più flessibile (*principle based*) come quello nazionale, oltre che nei contesti dotati di una maggiore *enforcement* (U.S.). L'approccio *comply or explain* si dimostra piuttosto valido a garantire l'efficienza e l'efficacia delle operazioni aziendali nel rispetto delle regole e della trasparenza. Si ritiene che un tale risultato rappresenti un importante punto di svolta, in quanto testimonia l'esistenza di un reale incentivo per le società a conformarsi quanto più possibile alle raccomandazioni del Codice inerenti al SCIGR.

Il secondo step dell'analisi è caratterizzato dall'implementazione di un secondo modello di regressione con l'obiettivo di intercettare i fattori interni alle società che impattano sul livello di *compliance* in precedenza analizzato. In particolare, sulla base della letteratura pregressa, come fattori interni di *governance* sono stati presi in riferimento la composizione ed il funzionamento del CdA (dimensione, indipendenza, *CEO duality*, *gender diversity*, frequenza delle riunioni), nonché la struttura proprietaria delle società (concentrazione e controllo pubblico). La scelta di tale indagine, oltre ad essere suggerita dalla letteratura, è legata anche ai connotati tipici del tessuto imprenditoriale italiano (notoriamente caratterizzato da una prevalente concentrazione proprietaria con parziale presenza dello Stato in settori strategici e una struttura dell'organo amministrativo che auspica indipendenza e diversità di genere). Nel tentativo di contribuire anche a tale filone di ricerca, si è giunti a risultati che solo parzialmente confermano le ipotesi avanzate sulla base della letteratura. Più precisamente, ciò che emerge è che l'indipendenza del CdA ha un effetto negativo sulla *compliance*. Tale effetto potrebbe essere addotto alla non esecutività degli amministratori, che li rende meno coinvolti nell'operatività delle attività aziendali e dunque meno consapevoli dei rischi insiti nei meccanismi interni all'organizzazione fino a trascurare la necessità di conformarsi a *best practice* sui controlli interni e la gestione dei rischi. Ciò suggerisce un adeguato equilibrio tra amministratori dipendenti ed indipendenti quale soluzione più auspicabile. I risultati, inoltre, suggeriscono l'inesistenza di una relazione tra la frequenza degli incontri del CdA e la qualità della *compliance*. Lo stesso accade per la *CEODuality*, confermando quanto dimostrato da Bajo et al. (2009). Mentre la presenza di un Comitato per le Nomine non sembra avere effetti significativi sulla qualità della *compliance*, la presenza di un Comitato di Remunerazione risulta impattare in maniera negativa sulla variabile di interesse. Un aspetto innovativo riguarda la presenza femminile nel CdA delle società: si rileva un impatto positivo di importante magnitudo sulla qualità della *compliance* in tema di controlli interni e gestione dei rischi. Tali risultati sembrano confermare le posizioni di alcuni ricercatori, i quali sostengono che la maggiore partecipazione del genere femminile all'amministrazione dell'impresa consenta non solo un miglioramento della *governance* generale dell'azienda (Hillman et al., 2002), ma anche a rendere più efficienti i processi di attuazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi (Din et al., 2020; Parker, Dao, Huang, & Yan, 2017; Yu Chen et al., 2016) e a migliorarne la *disclosure* (Ahmad, Abdullah, Jamel, & Omar, 2015; Aribi, Alqatamin, & Arun, 2018; Manita, Bruna, Dang, & Houanti, 2018; Tejado-Romero, Rodrigues, & Craig, 2017; Bronson, Carcello, & Raghunandan, 2006; Adams, Gupta, & Leeth, 2009; Arun, Almahrog, & Ali Aribi, 2015; Peterson & Philpot, 2007). In definitiva, l'aspetto impattante viene espresso non dalle

dimensioni o dal funzionamento del CdA, bensì da elementi relativi alla sua composizione. Infine, le variabili relative alla struttura proprietaria non presentano alcun impatto rilevante sulla *compliance*.

Da un punto di vista metodologico lo studio fornisce un ulteriore fattore di *governance* aziendale (l'ICSCScore) utile alla conduzione di ulteriori ricerche empiriche sulla relazione tra *governance* e *performance* aziendali. Il lavoro, sebbene poggia su note basi teoriche, riporta risultati empirici che non esulano da classiche limitazioni metodologiche e potrebbero essere ragionevolmente oggetto di particolari osservazioni. Si è consapevoli, inoltre, del fatto che l'analisi potrebbe avere maggiore risonanza se estesa in termini diacronici. Questione, quest'ultima, che a causa delle note problematiche che hanno caratterizzato l'ultimo anno, non ha trovato agile soluzione.

Appendice A

Num.	Articolo	Principio /Criterio	Contenuti
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	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
3	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.1. Lett. G	Il Consiglio di Amministrazione: g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica. Nel caso in cui il consiglio di amministrazione si avvalga dell'opera di consulenti esterni ai fini dell'autovalutazione, la relazione sul governo societario fornisce informazioni sull'identità di tali consulenti e sugli eventuali ulteriori servizi da essi forniti all'emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso;
4	Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione	1.C.6.	Il presidente del consiglio di amministrazione, anche su richiesta di uno o più amministratori, può chiedere agli amministratori delegati che i dirigenti dell'emittente e quelli delle società del gruppo che ad esso fa capo, responsabili delle funzioni aziendali competenti secondo la materia, intervengano alle riunioni consiliari per fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno. La relazione sul governo societario fornisce informazioni sulla loro effettiva partecipazione.

5	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.
6	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. A	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: a) i comitati sono composti da non meno di tre membri. Tuttavia, negli emittenti il cui consiglio di amministrazione è composto da non più di otto membri, i comitati possono essere composti da due soli consiglieri, purché indipendenti. I lavori dei comitati sono coordinati da un presidente;
7	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. B	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: b) i compiti dei singoli comitati sono stabiliti con la deliberazione con cui sono costituiti e possono essere integrati o modificati con successiva deliberazione del consiglio di amministrazione;

8	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. C	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: c) le funzioni che il Codice attribuisce a diversi comitati possono essere distribuite in modo differente o demandate ad un numero di comitati inferiore a quello previsto, purché si rispettino le regole per la composizione di volta in volta indicate dal Codice e si garantisca il raggiungimento degli obiettivi sottostanti;
9	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. D	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: d) le riunioni di ciascun comitato sono verbalizzate e il presidente del comitato ne dà informazione al primo consiglio di amministrazione utile;
10	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. E	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: e) nello svolgimento delle proprie funzioni, i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei loro compiti nonché di avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dal consiglio di amministrazione. L'emittente mette a disposizione dei comitati risorse finanziarie adeguate all'adempimento dei propri compiti, nei limiti del budget approvato dal consiglio;

11	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. F	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: f) 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;
12	Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione	4.C.1. Lett. G	L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: g) 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.
13	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.

14	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.
15	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.
16	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 delle informazioni fornite agli organi sociali ed al mercato, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne.
17	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:
18	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;

19	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;
20	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.
21	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. Lett. C	c) altri ruoli e funzioni aziendali cui sono attribuiti specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi, articolati in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa;
22	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.
23	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.3. co. 2	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.
24	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.

25	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.P.4. 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.
26	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;
27	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;
28	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	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;
30	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.

31	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.1. Co. 2	<p>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:</p> <ul style="list-style-type: none"> - nomina e revoca il responsabile della funzione di internal audit; - assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità; - ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali.
32	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. A	<p>Il comitato controllo e rischi, nell'assistere il consiglio di amministrazione: [...] a) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentiti 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;</p>
33	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. B	<p>b) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;</p>
34	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. C	<p>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 internal audit;</p>
35	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. D	<p>d) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di internal audit;</p>
36	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di	7.C.2. Lett. E	<p>e) può chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al presidente del collegio sindacale;</p>

	gestione dei rischi		
37	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.
38	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.2. Lett. G	g) supporta, con un’adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative alla gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il consiglio di amministrazione sia venuto a conoscenza.
39	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.
40	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;
41	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.

42	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;
43	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;
44	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.
45	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. A	Il responsabile della funzione di internal audit: 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;
46	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;

47	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;
48	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. D	d) predisporre 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.
49	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. E	e) predisporre tempestivamente relazioni su eventi di particolare rilevanza;
50	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;
51	Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	7.C.5. Lett. G	g) verifica, nell'ambito del piano di audit, l'affidabilità dei sistemi informativi inclusi i sistemi di rilevazione contabile.
52	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.

53	Art. 8 – Sindaci	8.C.4.	<p>Nell’ambito delle proprie attività, i sindaci possono chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative od operazioni aziendali.</p>
54	Art. 8 – Sindaci	8.C.5.	<p>Il collegio sindacale e il comitato controllo e rischi si scambiano tempestivamente le informazioni rilevanti per l’espletamento dei rispettivi compiti.</p>

Appendice B

Giudizio sul livello di compliance	Punteggio	Criterio di Attribuzione	Rif. Principio/Criterio	Descrizione del Principio/Criterio	Società	Aderisce	Informazione fornita della società sulla compliance alla raccomandazione
<i>assenza di compliance</i>	0	La società aderisce al principio/criterio e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili). Tuttavia, non fornisce alcuna informazione circa la concreta ed effettiva applicazione delle azioni raccomandate dal principio/criterio.	7.P.3.	<i>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.</i>	A2A S.P.A.	Sì	[nessuna informazione fornita]
<i>Compliance molto limitata</i>	1	La società aderisce al principio/criterio, e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili) e descrive sinteticamente <u>solo alcune</u> raccomandazioni adottate così come recitate dal principio/criterio del codice, senza	4.C.1. Lett. D	<i>L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: [...] d) le riunioni di ciascun comitato sono verbalizzate e il presidente del comitato ne dà informazione al primo consiglio di amministrazione utile;</i>	ACEA S.P.A.	Sì	<i>“[...] Alle riunioni, che sono regolarmente verbalizzate, sono anche intervenuti, su invito del Comitato, altri soggetti per l'illustrazione di singoli punti all'ordine del giorno [...]” (pg 39)</i>

		riportare alcun elemento informativo aggiuntivo circa le caratteristiche del SCIGR della società (spesso di tratta dell'esatto periodo riportato dal codice con alcune parti omesse).					
<i>Compliance limitata</i>	2	La società aderisce al principio/criterio, e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili) e descrive sinteticamente le raccomandazioni adottate così come recitate dal principio/criterio del codice, senza riportare alcun elemento informativo aggiuntivo circa le caratteristiche del SCIGR della società (spesso di tratta dell'esatto periodo riportato dal codice).	7.C.1. Lett. B	<i>Il CdA previoparere del Comitato controllo e rischi: 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;</i>	A2A S.P.A.	Sì	<i>"[...] valuta annualmente l'adeguatezza e l'efficacia del SCIGR, rispetto alle caratteristiche della Società e del Gruppo e al profilo di rischio assunto [...]" (pg 45)</i>

Compliance adeguata	3	La società aderisce al principio/criterio, e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili), descrive sinteticamente le raccomandazioni adottate così come recitate dal principio/criterio del codice e riporta ulteriori e specifici elementi informativi circa le caratteristiche del SCIGR della società.	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.	ACEA S.P.A.	Sì	“[...] Il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi di ACEA, elemento essenziale del sistema di Corporate Governance del Gruppo, è un processo basato su best practices di riferimento e sui principi del Codice di Autodisciplina ed è costituito da un insieme organico di regole, politiche, procedure e strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, allo scopo di individuare eventi potenziali che possono influire sul raggiungimento degli obiettivi aziendali e gestire il rischio entro limiti ritenuti accettabili. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati da Acea SpA. [...]” (pg 40-41)
Compliance piena	4	La società aderisce al principio/criterio, e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili), fornisce informazioni accurate, di agevole comprensione ed esaustive, se pur	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.	ACEA S.P.A.	Sì	“[...] Le Linee di Indirizzo del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi di ACEA prevedono una serie di attività di coordinamento tra i vari soggetti coinvolti nel Sistema, allo scopo di assicurare il continuo monitoraggio sull'adeguatezza e sul funzionamento del Sistema stesso, nonché di facilitare lo scambio efficiente di informazioni. Tali modalità sinteticamente prevedono: - flussi informativi strutturati di comunicazione verso i vertici aziendali, la Funzione Audit e gli Organi di controllo; - flussi informativi strutturati tra Organismi di Vigilanza delle società controllate di

		coincise, sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni contenute nei principi e nei criteri applicativi sono state concretamente applicate nel periodo a cui si riferisce la relazione.					<p><i>Acea e Organismo di Vigilanza dell'Emittente; - relazioni periodiche al Consiglio di Amministrazione;</i></p> <p><i>- supporto della Funzione Audit alle attività dell'Organismo di Vigilanza dell'Emittente e a quelli delle società controllate; - attribuzione al collegio sindacale dell'Emittente delle funzioni di Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001; - incontri di coordinamento tra il Collegio Sindacale dell'Emittente e i collegi sindacali delle società operative;</i></p> <p><i>- partecipazione del Collegio Sindacale dell'Emittente alle riunioni del Comitato Controllo e Rischi. [...]” (pg 47)</i></p>
--	--	--	--	--	--	--	--

Appendice C

Giudizio sul livello di explanation	Punteggio	Criterio di Attribuzione	Rif. Principio/Criterio	Descrizione del Principio/Criterio	Società	Aderisce	Informazione fornita della società sulla non adozione della raccomandazione
assenza di explanation	0	La società non aderisce al principio/criterio, e ciò è rilevabile da altre informazioni di contesto fornite dalla società (tramite report di CG oppure altri documenti pubblicamente disponibili), tuttavia non fornisce alcuna informazione sulle motivazioni o modalità della scelta, nonché sulle misure adottate in alternativa per raggiungere l'obiettivo sotteso alla raccomandazione, né chiarisce in che modo il comportamento prescelto contribuisce al loro buon governo societario.	4.C.1. Lett. C	<i>L'istituzione e il funzionamento dei comitati previsti dal Codice rispondono ai seguenti criteri: c) le funzioni che il Codice attribuisce a diversi comitati possono essere distribuite in modo differente o demandate ad un numero di comitati inferiore a quello previsto, purché si rispettino le regole per la composizione di volta in volta indicate dal Codice e si garantisca il raggiungimento degli obiettivi sottostanti;</i>	A2A S.P.A.	No	[nessuna informazione fornita]

<p>Explanation molto limitata</p>	<p>1</p>	<p>La società indica chiaramente le specifiche raccomandazioni, contenute nei principi e nei criteri applicativi, da cui si sono discostati e, per ogni scostamento <u>adempie solo ad alcune</u> delle seguenti prescrizioni: (a) spiega in che modo ha disatteso la raccomandazione ; (b) descrive i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche; (c) se lo scostamento è limitato nel tempo, indica a partire da quando prevede di attenersi alla relativa raccomandazione ; (d) descrive l'eventuale comportamento adottato in alternativa alle raccomandazioni da cui si è discostata e spiega il modo in cui tale comportamento raggiunge l'obiettivo</p>	<p>1.C.1. Lett. G</p>	<p><i>Il Consiglio di Amministrazione: g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica. Nel caso in cui il consiglio di amministrazione si avvalga dell'opera di consulenti esterni ai fini dell'autovalutazione e, la relazione sul governo societario fornisce informazioni sull'identità di tali consulenti e sugli eventuali ulteriori servizi da essi forniti all'emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso;</i></p>	<p>BASTO GI S.P.A.</p>	<p>No</p>	<p>“[...] L'attuale Consiglio di Amministrazione in carica non ha, alla data della Relazione, intrapreso un processo di autovalutazione del proprio organo di governo, ma la dimensione, la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei suoi comitati sono stati oggetto di analisi durante le riunioni consiliari e nell'ambito del processo di rendicontazione annuale. Bastogi in passato si è avvalsa della consulenza di Pares, società impegnata sui temi della trasparenza, della governance e della responsabilità sociale, con una solida esperienza nel campo della valutazione delle organizzazioni attive nel sociale. La scelta di affidarsi a esperti con questo profilo è stata dettata dal desiderio di sperimentare un approccio di consulenza partecipata attraverso la quale mettere a punto una pratica e degli strumenti efficaci di autovalutazione modellati intorno alle dimensioni e alle caratteristiche specifiche di Bastogi e in grado di fare emergere il punto di vista dei singoli partecipanti al processo. Dal processo di autovalutazione sono emersi gli aspetti apprezzati e ritenuti essenziali per il buon funzionamento del Consiglio e alcune opportunità di ottimizzazione, per le quali la Società si è adoperata con azioni migliorative. [...]” (pg 10)</p>
---	----------	--	-------------------------------	---	--------------------------------	-----------	---

		sotteso alla raccomandazione oppure chiarisce in che modo il comportamento prescelto contribuisce al suo buon governo societario.					
<i>Explanation limitata</i>	2	La società indica chiaramente le specifiche raccomandazioni, contenute nei principi e nei criteri applicativi, da cui si sono discostati e, per ogni scostamento: (a) spiega in che modo ha disatteso la raccomandazione ; (b) descrive i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche.	6.C.3.	<i>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.</i>	MARR S.P.A.	No	“[...] Alla data della Relazione, la Società non ha ritenuto di nominare un amministratore incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno, dal momento che tale funzione viene già sostanzialmente ricoperta dagli organi delegati. [...]” (pg 25)
<i>Explanation adeguata</i>	3	La società indica chiaramente le specifiche raccomandazioni, contenute nei principi e nei criteri applicativi, da cui si sono discostati e, per ogni scostamento: (a) spiega in che modo ha disatteso la	7.P.3. Lett. B	<i>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.</i>	AEFFE S.P.A.	No	“[...] Il preposto al controllo interno dipende dal Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo ed è inoltre responsabile dell’Ufficio Controllo di Gestione. La Società non ha ritenuto di dotarsi di un’apposita funzione di internal auditing perché la struttura del Gruppo e la dimensione delle società controllate estere non hanno ancora raggiunto una soglia tale da giustificare economicamente e da un punto di vista di efficacia operativa la presenza di questa funzione; si è ritenuto di non appesantire la struttura aziendale

		<p>raccomandazione</p> <p>;</p> <p>(b) descrive i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche;</p> <p>(c) se lo scostamento è limitato nel tempo, indica a partire da quando prevede di attenersi alla relativa raccomandazione</p> <p>;</p> <p>(d) descrive l'eventuale comportamento adottato in alternativa alle raccomandazioni da cui si è discostata e spiega il modo in cui tale comportamento raggiunge l'obiettivo sotteso alla raccomandazione <u>oppure</u> chiarisce in che modo il comportamento prescelto contribuisce al suo buon governo societario.</p>					<p><i>assumendo un soggetto ad hoc. [...]”</i></p> <p>(pg 41)</p>
--	--	---	--	--	--	--	---

<p>Explanation piena</p>	<p>4</p>	<p>La società indica chiaramente le specifiche raccomandazioni, contenute nei principi e nei criteri applicativi, da cui si sono discostati e, per ogni scostamento: (a) spiega in che modo ha disatteso la raccomandazione ; (b) descrive i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche; (c) descrive come la decisione di discostarsi dalla raccomandazione è stata presa all'interno della società; (d) se lo scostamento è limitato nel tempo, indica a partire da quando prevede di attenersi alla relativa raccomandazione ; (e) descrive l'eventuale comportamento adottato in alternativa alle raccomandazioni da cui si è discostata e spiega il modo in cui tale</p>	<p>1.C.1. Lett. G</p>	<p><i>Il Consiglio di Amministrazione: g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica. Nel caso in cui il consiglio di amministrazione si avvalga dell'opera di consulenti esterni ai fini dell'autovalutazione e, la relazione sul governo societario fornisce informazioni sull'identità di tali consulenti e sugli eventuali ulteriori servizi da essi forniti all'emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso;</i></p>	<p>CAMP ARI S.P.A.</p>	<p>No</p>	<p>“[...] Il Consiglio di Amministrazione non ha effettuato la valutazione sulla dimensione, composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione stesso dei suoi comitati e non ha espresso orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in Consiglio di Amministrazione possa essere opportuna, ritenendo preferibile lasciare tali valutazioni agli azionisti in sede di rinnovo del Consiglio di Amministrazione stesso. Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che tali valutazioni non abbiano sul piano della loro concreta applicazione un'apprezzabile utilità. Risulta infatti assai improbabile che gli stessi autori dell'autovalutazione emettano giudizi negativi sul funzionamento del consiglio stesso ovvero facciano emergere la opportunità di introdurre nuove figure professionali, salvo ammettere implicitamente che i consiglieri in carica non dispongono di tutti i requisiti necessari per lo svolgimento dell'incarico. Parimenti, il Consiglio di Amministrazione non ritiene di affidare l'incarico della autovalutazione a società di consulenza, non risolvendosi certo in tal modo l'esigenza di un giudizio terzo e indipendente, ma generandosi invece un costo certo per la Società. La Società ha assunto la decisione sopra richiamata espressamente nel corso del Consiglio di Amministrazione del 12 marzo 2013 e, successivamente, nell'ambito della approvazione delle successive Relazioni, ritenendo senz'altro preferibile, dal punto di vista del buon governo societario, non far assumere alla Società, anche in tal caso, oneri e attività che non abbiano una palese utilità. [...]” (pg 11)</p>
------------------------------	----------	---	-------------------------------	---	--------------------------------	-----------	---

		comportamento raggiunge l'obiettivo sotteso alla raccomandazione oppure chiarisce in che modo il comportamento prescelto contribuisce al loro buon governo societario.					
--	--	--	--	--	--	--	--

Appendice D

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) roa	1.000											
(2) icscscore	0.116 0.087	1.000										
(3) BoDsize	0.059 0.389	0.137*	1.000									
(4) BoDind	0.041 0.548	0.211*	0.272*	1.000								
(5) BoDMeet	-0.198* 0.003	0.070	0.075	0.118	1.000							
(6) CEODuality	0.015 0.830	0.032	-0.058	0.287*	0.017	1.000						
(7) NomCo	0.079 0.247	-0.063	0.059	-0.024	-0.061	0.088	1.000					
(8) RemCo	0.053 0.439	0.188*	0.039	0.769*	0.034	0.287*	-0.024	1.000				
(9) WomRatio	0.005 0.942	0.175*	-0.108	0.555*	0.219*	0.090	0.040	0.466*	1.000			
(10) PropConc	0.148* 0.029	0.113	-0.069	-0.019	-0.136*	-0.009	0.058	0.367*	-0.044	1.000		
(11) PubbContr	0.011 0.869	0.137*	0.073	0.663*	0.103	0.230*	0.110	0.675*	0.389*	0.071	1.000	
(12) Pyramid	-0.063 0.355	-0.003	0.030	0.005	-0.122	-0.007	0.028	0.089	0.053	0.238*	0.210*	1.000
		0.970	0.662	0.941	0.070	0.912	0.676	0.184	0.432	0.000	0.002	

* livello di significatività al 0.05

BIBLIOGRAFIA

- Abatecola, G. (2006). Corporate Governance in Italian Listed Firms : An Overview. *Corporate Governance*, 1–21.
- Abatecola, G., Caputo, A., Mari, M., & Poggesi, S. (2011). Corporate governance e performance delle società per azioni. Un’analisi empirica delle public utilities quotate alla Borsa Valori di Milano (2000-2008). *Finanza Marketing e Produzione*, 29(2), 36–68.
<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *British Accounting Review*, 39(3), 227–248.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>
- Adams, S. M., Gupta, A., & Leeth, J. D. (2009). Are female executives over-represented in precarious leadership positions? *British Journal of Management*, 20(1), 1–12.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00549.x>
- Adjaoud, F., Zeghal, D., & Andaleeb, S. (2007). The effect of board’s quality on performance: A study of Canadian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 623–635.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00592.x>
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2007). Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: Measurement, Causes, and consequences. *Review of Financial Studies*, 23(3), 3131–3169. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn107.ra>
- Aggarwal, R., & Williamson, R. G. (2006). Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes? In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.859264>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Agyei-Mensah, B. K. (2016). Internal control information disclosure and corporate governance: evidence from an emerging market. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 79–95.
<https://doi.org/10.1108/CG-10-2015-0136>
- Ahmad, R. A. R., Abdullah, N., Jamel, N. E. S. M., & Omar, N. (2015). Board Characteristics and Risk Management and Internal Control Disclosure Level: Evidence from Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 31(2011), 601–610. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01147-8](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01147-8)

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons” and Assymmetric Information. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Akkermans, D., Van Ees, H., Hermes, N., Hooghiemstra, R., Van Der Laan, G., Postma, T., & Van Witteloostuijn, A. (2007). Corporate governance in the Netherlands: An overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1106–1118. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00634.x>
- Al-daoud, K. I., Saidin, S. Z., & Abidin, S. (2016). *BOARD MEETING AND FIRM PERFORMANCE : EVIDENCE FROM THE AMMAN STOCK EXCHANGE*. 12(2), 6–11.
- Albitar, K. (2015). Firm Characteristics, Governance Attributes and Corporate Voluntary Disclosure: A Study of Jordanian Listed Companies. *International Business Research*, 8(3), 1–10. <https://doi.org/10.5539/ibr.v8n3p1>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Linked references are available on JSTOR for this article : Production , Information Costs , and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777–795. <https://www.jstor.org/stable/1815199>
- Alvaro, S., Ciccaglioni, P., & Siciliano, G. (2013). L’autodisciplina in materia di corporate governance. Un’analisi dell’esperienza italiana. *Quaderni Giuridici Consob*.
- Anderson, A., & Gupta, P. P. (2009). A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 5(2), 61–79. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2009.06.002>
- Anderson, D., Francis, J. R., & Stokes, D. J. (1993). Auditing, directorships and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 12(4), 353–375. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(93\)90014-3](https://doi.org/10.1016/0278-4254(93)90014-3)
- Arcot, S., & Bruno, V. G. (2006). One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*, 44(0), 1–45. <https://doi.org/10.2139/ssrn.887947>
- Arena, M., Arnaboldi, M., & Azzone, G. (2010). The organizational dynamics of Enterprise Risk Management. *Accounting, Organizations and Society*, 35(7), 659–675. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2010.07.003>
- Aribi, Z. A., Alqatamin, R. M., & Arun, T. (2018). Gender diversity on boards and forward-looking information disclosure: evidence from Jordan. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(2), 205–222. <https://doi.org/10.1108/JAEE-05-2016-0039>

- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Ali Aribi, Z. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137–146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & Kinney, W. R. (2007). The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 166–192. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.10.001>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney, W. R., & Lafond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *The Accounting Review*, 83(1), 217–250. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00315.x>
- Azzali, S., Mazza, T., & Talamona, T. (2013). L'influenza della Corporate Governance sull'Audit Quality. *Economia Aziendale Online*, 4(1), 33–50. <https://doi.org/0.4485/ea2038-5498.003.0033>
- Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 599–616. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.07.002>
- Baird, K., & Su, S. (2018). The association between controls, performance measures and performance. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(6), 967–984. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-03-2017-0059>
- Bajo, E., Bigelli, M., Hillier, D., & Petracci, B. (2009). The determinants of regulatory compliance: An analysis of insider trading disclosures in Italy. *Journal of Business Ethics*, 90(3), 331–343. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0044-x>
- Balsam, S., Jiang, W., & Lu, B. (2014). Equity incentives and internal control weaknesses. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 178–201. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12018>
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107–125. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359–399. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)84701-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)84701-5)
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

<https://doi.org/10.1162/003355301556400>

- Barontini, R., & Caprio, L. (2002). Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli Amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata. *Quaderni Di Finanza, Studi e Ricerche. Consob*, 51.
- Bauer, A. M. (2015). Tax Avoidance and the Implications of Weak Internal Controls. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 449–486. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12151>
- Bauer, R., Günster, 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), 19–104. <https://doi.org/10.2469/dig.v35.n1.1608>
- Bauer, Rob. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe : The effect on stock returns , firm value. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104.
- Bauer, Rob, Frijns, B., Otten, R., & Tourani-Rad, A. (2008). The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 16(3), 236–251. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.05.001>
- Bauwhede, H. Vander. (2009). On the relation between corporate governance compliance and operating performance. *Accounting and Business Research*, 39(5), 497–513. <https://doi.org/10.1080/00014788.2009.9663380>
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 1(1), 215–238. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036883>
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72–87. <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4308231>
- Beasley, M. S., & Salterio, S. E. (2001). The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience. *Contemporary Accounting Research*, 18(4), 539–570. <https://doi.org/10.1506/RM1J-A0YM-3VMV-TAMV>
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for corporate governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157((5)), 1263–1317.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance. *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>

- Beckmann, D., & Menkhoff, L. (2008). Will women be women? Analyzing the gender difference among financial experts. *KYKLOS*, *61*(3), 364–384. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.2008.00406.x>
- Bedard, J. C., & Graham, L. (2014). Reporting on internal control. In *The Routledge Companion to Auditing* (pp. 311–322). <https://doi.org/10.4324/9780203094921>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00318.x>
- Bellucci, A., Borisov, A., & Zazzaro, A. (2010). Does gender matter in bank – firm relationships? Evidence from small business lending. *Journal of Banking and Finance*, *34*(12), 2968–2984. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.008>
- Beneish, M. D., Billing, M. B., & Hodder, L. D. (2008). Internal Control Weaknesses and Information Uncertainty. *The Accounting Review*, *83*(3), 665–703. <https://doi.org/10.1063/1.2814598>
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance*, *32*(6), 1098–1109. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.016>
- Benson, J., & Clark, F. (1982). A Guide for Instrument Development and Validation. *The American Journal of Occupational Therapy*, *36*(12), 789–800.
- Berglöf, E., & Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, *21*(2), 178–197. <https://doi.org/10.1093/oxrep/gri011>
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation And Private Property*. (New York: Macmillan). <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*. *54*(3), 921–963.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 231–274. <https://doi.org/10.2139/ssrn.133808>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, *14*, 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorp>

- Bhagat, S., Bolton, B., & Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. In *Columbia Law Review* (Vol. 108, Issue 8).
- Bianchi, M., Ciavarella, A., & Novembre, V. (2010). U na valutazione della compliance con il Codice di Autodisciplina delle società quotate Compliance for the Italian listed companies and. *Consob*, April.
- Bianchi, M., Ciavarella, A., Novembre, V., & Signoretti, R. (2012). Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes. *SSRN Electronic Journal*, March. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1581350>
- Bianchi Martini, S., Cinquini, L., Di Stefano, G., & Galeotti, M. (2002). *Introduzione alla valutazione del capitale economico* (FrancoAngeli (ed.)).
- Bianco, M., & Casavola, P. (1999). Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, 43(4–6), 1057–1069. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00114-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00114-7)
- Bilimora, D. (2000). Building the business case for women corporate directors. In R. J. Burke, & M. C. Mattis (Eds.), *Women on corporate boards of directors: International challenges and opportunities* (pp. 25–40). Dordrecht, The Netherlands: Kluwer Academic Publishers (pp. 1994–1995).
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89–108. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(01\)00012-7](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(01)00012-7)
- 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. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361–379. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.09.004>
- Bolton, B., Lian, Q., Rupley, K., & Zhao, J. (2016). Industry contagion effects of internal control material weakness disclosures. *Advances in Accounting*, 34, 27–40. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.07.004>
- Booth, J. R., Cornett, M. M., & Tehranian, H. (2002). Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking and Finance*, 26(10), 1973–1996. <https://doi.org/10.1016/S0378->

- Bowman, E. H. (1984). Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk. *Interfaces (Providence, Rhode Island)*, 14(1), 61–71. <https://doi.org/10.1287/inte.14.1.61>
- Bozec, R., & Bozec, Y. (2012). The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(1), 79–98. <https://doi.org/10.1002/CJAS.201>
- Bozec, R., Dia, M., & Bozec, Y. (2010). Governance-performance relationship: A re-examination using technical efficiency measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684–700. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00624.x>
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371–390. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90038-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90038-8)
- Bronson, S. N., Carcello, J. V., & Raghunandan, K. (2006). Firm Characteristics and Voluntary Management Reports on Internal Control. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 2, 25–39.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Brunello, G., Graziani, C., & Parigi, B. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organizations*, 19.
- Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. (2000). Ownership or Performance: What Determines Board of Directors' Turnover in Italy? *SSRN Electronic Journal, IZA Discussion Paper No. 105*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.224096>
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?. Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. min, & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396–455. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9258-3>
- Cantino, V. (2009). *Misurazione della performance ed attività di controllo*. <http://www.aiea.it/sites/default/files/attivita/sds/cantino.pdf>

- Capone, D. (2020). Diversità e inclusione nelle banche italiane: un'analisi empirica delle misure a sostegno della presenza femminile nei board. In *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* (Vol. 552). Banca d'Italia. Eurosistema.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Cassar, G., & Gibson, B. (2008). Budgets, internal reports, and manager forecast accuracy. *Contemporary Accounting Research*, 25(3). <https://doi.org/10.1506/car.25.3.3>
- Cavélius, F. (2011). Opening the “black box”: How internal reporting systems contribute to the quality of financial disclosure. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(3), 187–211. <https://doi.org/10.1108/09675421111187665>
- Chakrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investment : Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54(1), 89–114. <https://doi.org/10.1111/1467-6435.00142>
- Chalmers, K., Hay, D., & Khlif, H. (2019). Internal control in accounting research: A review. *Journal of Accounting Literature*, 42(March 2018), 80–103. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.03.002>
- Chan, K. C., Farrell, B., & Lee, P. (2008). Earnings management of firms reporting material internal control weaknesses under section 404 of the Sarbanes-Oxley Act. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 27(2), 161–179. <https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.2.161>
- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4–5), 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00015-6](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00015-6)
- Chen, G. Z., & Keung, E. C. (2018). Corporate diversification, institutional investors and internal control quality. *Accounting and Finance*, 58(3), 751–786. <https://doi.org/10.1111/acfi.12228>
- Chen, H., Dong, W., Han, H., & Zhou, N. (2016). A comprehensive and quantitative internal control index: construction, validation, and impact. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(2), 337–377. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0593-x>
- Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (Frank). (2017). Internal Control and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125–152. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1117008>
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273–289.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001>

- Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., & Xue, J. (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3610–3644.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhs099>
- Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499–536. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00288.x>
- Chen, Yangyang, Knechel, W. R., Marisetty, V. B., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2017). Board independence and internal control weakness: Evidence from SOX 404 disclosures. *Auditing*, 36(2), 45–62. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51577>
- Chen, Yu, Eshleman, J., & Soileau, J. S. (2016). Board Gender Diversity and Internal Control Weaknesses. *Advances in Accounting , Incorporating Advances in International Accounting*, 33, 11–19. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.04.005>
- Cheng, D., & Wu, Y.-Y. (2006). *Evolving Corporate Governance and Equity Prices: The Recent Evidence*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.883716>
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.001>
- Cheng, Q., Goh, B. W., & Kim, J. B. (2017). Internal Control and Operational Efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 6(3), 1102–1139. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12409>
- Cheung, Y. L., Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Zhou, L. (2007). Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2), 86–122. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2007.01009.x>
- Chidambaran, N. K., Palia, D., & Zheng, Y. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Large Governance Changes. In *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1108497>
- Chizema, A. (2008). Institutions and voluntary compliance: The disclosure of individual executive pay in Germany. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 359–374.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00689.x>
- Cho, S., & Rui, O. M. (2009). Exploring the Effects of China ’ s Two-tier Board System and

- Ownership Structure on Firm Performance and Earnings Informativeness. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 852. <https://doi.org/0.2139/ssrn.1111424>
- Ciampaglia, G. M. (2009). *I consiglieri indipendenti nella governance d'impresa e le performance aziendali* (Edizioni Scientifiche Italiane (ed.)).
- Clacher, I., Doriye, E. J., & Hillier, D. (2011). Does Corporate Governance Matter? New Evidence from the United Kingdom. *SSRN Electronic Journal*, 44(November).
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1293188>
- Clarke, C. (2005). The XX factor in the boardroom: Why women make better directors. *Directors Monthly*, 12–14.
- Coates, J. C., & Srinivasan, S. (2014). SOX after ten years: A multidisciplinary review. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 758. <https://doi.org/10.2308/acch-50759>
- Coffee, J. C. (2005). A theory of corporate scandals: Why the USA and Europe differ. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 198–211. <https://doi.org/10.1093/oxrep/gri012>
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-sarbanes-oxley periods. *Accounting Review*, 83(3), 757–787.
<https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23–50.
[https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(00\)00085-4](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(00)00085-4)
- Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler, E. J. (1998). *Appraising Board Room Performance*. January.
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198–211.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.006>
- 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. *Journal of Finance*, 61(2), 655–687. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00851.x>
- Cortesi, A., Tettamanzi, P., & Corno, F. (2009). Empirical evidence on internal control systems and corporate governance in Italy. *Journal of Management and Governance*, 13(1–2), 75–100.
<https://doi.org/10.1007/s10997-008-9071-8>

- CoSO. (2013). *Internal Control- Integrated Framework*. www.ic.coso.org
- CoSO, C. of S. O. of the T. C. (1992). *COSO INTERNAL CONTROL – INTEGRATED FRAMEWORK*. www.ic.coso.org
- Craighead, J. A., Magnan, M. L., & Thorne, L. (2004). The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation. *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 369–398. <https://doi.org/10.1506/bpcx-d3fc-y8vy-m541>
- Creswell, J. W. (2012). *Educational Research. Planning, conducting and evaluating quantitative and qualitative research* (Pearson (ed.)). Pearson Education, inc. http://www.ghbook.ir/index.php?name=های رسانه و فرهنگ&option=com_dbook&task=readonline&book_id=13650&page=73&chkhask=ED9C9491B4&Itemid=218&lang=fa&tmpl=component
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222–241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- D’Mello, R., Gao, X., & Jia, Y. (2017). Internal gcontrol and internal capital allocation: evidence from internal capital markets of multi-segment firms. In *Review of Accounting Studies* (Vol. 22, Issue 1). *Review of Accounting Studies*. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9377-8>
- Dahya, J., & McConnell, J. J. (2007). All use subject to JSTOR Terms and Conditions Board Composition , and the Cadbury Committee Recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 535–564.
- Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. (2000). The future of corporate women: Progress toward the executive suite and the boardroom? In *In R. J. Burke, & M. C. Mattis (Eds.), Women on corporate boards of directors: International challenges and opportuni* (pp. 11–23).
- Daily, C. M., & Dalton, D. a N. R. (1994). Research notes and communications corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15(December 1992), 643–654. <https://doi.org/10.2307/256801>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.06.005>
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Jonathan, L. J., & Ellstrand, A. E. (1999). *Number of Directors and*

Financial Performance : A Meta-Analysis Author (s): Dan R . Dalton , Catherine M . Daily , Jonathan L . Johnson and Alan E . Ellstrand Published by : Academy of Management Stable URL : <https://www.jstor.org/stable/256988> REFERENC. 42(6), 674–686.

- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- De Jong, A., DeJong, D. V., Mertens, G., & Wasley, C. E. (2005). The role of self-regulation in corporate governance: Evidence and implications from The Netherlands. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 473–503. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.01.002>
- Decker, C., Seidel, J., & Wattenhofer, R. (2014). *Bitcoin Meets Strong Consistency*. <https://doi.org/10.1145/2833312.2833321>
- Dedman, E. (2002). The Cadbury Committee recommendations on corporate governance - A review of compliance and performance impacts. *International Journal of Management Reviews*, 4(4), 335–352. <https://doi.org/10.1111/1468-2370.00091>
- DeFond, M. L., & Francis, J. R. (2005). Audit research after Sarbanes-Oxley. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 24(SUPPL.), 5–30. <https://doi.org/10.2308/aud.2005.24.supplement.5>
- Demartini, P., Graziani, P., & Monni, S. (2016). Corporate governance e scenari di settore delle imprese. Performance e Sistemi di Controllo Made in Italy. In RomaTrePress (Ed.), *Corporate Governance e scenari di settore delle imprese Performance Sistemi di Controllo Made in Italy* (pp. 36–67). Paola Demartini, Patrizio Graziani, Salvatore monni.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Readings in Applied Microeconomics: The Power of the Market*, 93(6), 383–401. <https://doi.org/10.4324/9780203878460>
- Destefanis, S., & Sena, V. (2007). Patterns of Corporate Governance and Technical Efficiency in Italian Manufacturing. *Managerial and Decision Economics*, 28, 27–40. <https://doi.org/10.1002/mde>
- Deumes, R., & Knechel, W. R. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing*, 27(1), 35–66. <https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.1.35>
- Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R., & Wilkins, M. (2011). Internal control disclosures,

- monitoring, and the cost of debt. *Accounting Review*, 84(4), 1131–1156.
<https://doi.org/10.2308/accr-10043>
- Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and ‘busy’ directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management & Governance*, 12(1), 73–91. <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9044-y>
- Doidge, C., Andrew Karolyi, G., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>
- Donelson, D. C., Ege, M., & McInnis, J. M. (2017). Internal Control Weaknesses and Financial Reporting Fraud. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 36(3), 45–69.
<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416–429.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00692.x>
- Doss, M., & Jonas, G. (2004). Section 404 reports on internal control: Impact on ratings will depend on nature of material weaknesses reported. In *Moody’s Investors Service, Global Credit Research*. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.10.003>
- Doupnik, T. S. (2008). Influence of culture on earnings management: A note. *Abacus*, 44(3), 317–340.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2008.00265.x>
- Dowdell, T. D., Kim, J. C., Klamm, B. K., & Watson, M. W. (2013). Internal control reporting and market liquidity. *Research in Accounting Regulation*, 25(1), 30–40.
<https://doi.org/10.1016/j.racreg.2012.11.009>
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 193–223.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.10.003>
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293.
<https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x>
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540->

- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59, 1553-1583.
<https://doi.org/10.12691/jfe-5-1-3>
- 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.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment an Review. *Academy of Management Journal*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.1159/000169659>
- El Mir, A., & Seboui, S. (2008). Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value. *Corporate Governance*, 8(1), 46–58.
<https://doi.org/10.1108/14720700810853392>
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)
- Epps, R. W., & Guthrie, C. P. (2010). Sarbanes-Oxley 404 material weaknesses and discretionary accruals. *Accounting Forum*, 34(2), 67–75. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2008.11.002>
- Erhard, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102–111.
<https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder activism and CEO pay. *Review of Financial Studies*, 24(2), 535–592. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq113>
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.022>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Value Creating Board: Corporate Governance and Organizational Behaviour*, 90–111.
<https://doi.org/10.4324/9780203888711>
- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the.pdf. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401–425.
- Feng, M., Li, C., & McVay, S. (2009). Internal control and management guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 190–209. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.004>
- Feng, M., Li, C., McVay, S. E., & Skaife, H. (2015). Does ineffective internal control over financial

- reporting affect a firm's operations? Evidence from firms' inventory management. *Accounting Review*, 90(2), 529–557. <https://doi.org/10.2308/accr-50909>
- Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S., & Cuervo-García, Á. (2004). The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 29–46. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00341.x>
- Fernández, C., & Arrondo, R. (2005). Alternative internal controls as substitutes of the board of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 856–866. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00476.x>
- Fidrmuc, J. P., & Jacob, M. (2010). Culture, Agency Costs, and Dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38(3), 321–339.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56–74. <https://doi.org/10.1016/J.BAR.2016.08.003>
- Foerster, S. R., & Huen, B. C. Y. (2004). Does corporate governance matter to Canadian investors? *Canadian Investment Review*, 17(3), 19–23.
- Fondazione Belisario, & INPS. (2020). *Le donne ai vertici delle imprese 2020*.
- Forker, J. J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111–124. <https://doi.org/10.1080/00014788.1992.9729426>
- Fox, M. B., Gilson, R. J., & Palia, D. (2016). Corporate Governance Changes as a Signal: Contextualizing the Performance Link. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper, No. 323*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2807926>
- Fratini, F., & Tettamanzi, P. (2015). Corporate Governance and Performance : Evidence from Italian Companies. *Open Journal of Business and Management*, 3(April), 199–218.
- Gandia, J. L. (2008). *Determinants of internet-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies*. 32(6), 791–817. <https://doi.org/10.1108/14684520810923944>
- García-Sánchez, I. M., Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2017). Gender diversity, financial expertise and its effects on accounting quality. In *Management Decision* (Vol. 55, Issue 2). <https://doi.org/10.1108/MD-02-2016-0090>
- Gasparri, G. (2013). I controlli interni nelle società quotate: gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti. *Quaderni Giuridici CONSOB, n. 4, Settembre*.

- Ghosh, A., & Lubberink, M. (2017). *Timeliness and Mandated Disclosures on Internal Controls under Section 404*.
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Goh, B. W., & Li, D. (2011). Internal controls and conditional conservatism. *Accounting Review*, 86(3), 975–1005. <https://doi.org/10.2308/accr.00000041>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Goncharov, I., Werner, J. R., & Zimmermann, J. (2006). Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 432–445. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x>
- Gong, G., Ke, B., & Yu, Y. (2009). SOX-Mandated Internal Control Deficiency Disclosure under Section 302 and Earnings Quality: Evidence from Cross-Listed Firms. *SSRN Electronic Journal*, 0572, 814–863. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1028620>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009a). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301–327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009b). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301–327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Green, C. P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102, 19–38. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.12.003>
- Greene, H. W. (2008). *Econometric analysis: Vols. 6th ed., U* (Prentice Hall (ed.); 6th ed., Issue 1). <https://doi.org/10.1093/geront/gnp014>
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In *Bell Journal of Economics* (Vol. 11, Issue 1, pp. 42–64).

- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351–379.
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2004.07.001>
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B., & Weaver, S. W. (2006). Corporate Governance Scores , Tobin ' s Q and Equity Prices : Evidence from Canadian Capital Markets. *Unpublished Working Paper, University of Waterloo, Canada, September*.
[http://accounting.uwaterloo.ca/seminars/old_papers/Duane Kennedy - GKW Governance_Paper_January_30_2006.pdf](http://accounting.uwaterloo.ca/seminars/old_papers/Duane_Kennedy_-_GKW_Governance_Paper_January_30_2006.pdf)
- Gutierrez, I., & Surroca, J. (2012). Revisiting corporate governance through the lens of the Spanish evidence. *Journal of Management and Governance*, 18(4), 1–29. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9250-5>
- Hammersley, J. S., Myers, L. A., & Shakespeare, C. (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies*, 13(1), 141–165.
<https://doi.org/10.1007/s11142-007-9046-z>
- Han, S., Kang, T., Salter, S., & Yoo, Y. H. (2010). A Cross-Country Study on the Effects of National Culture on Earnings Management. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 123–141.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board Diversity and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641–660. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2343-0>
- Hart, O. D. (1983). The Market Mechanism as an Incentive Scheme. *The Bell Journal of Economics*, 14(2), 366. <https://doi.org/10.2307/3003639>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Henry, E. (2006). Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 3(1), 1–19.
<https://doi.org/10.2308/jeta.2006.3.1.1>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2011). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research. *The Accounting Review*, 91(1), 153–178. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1470807>
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on

- Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112.
<http://ir.obihiro.ac.jp/dspace/handle/10322/3933>
- Hillman, A. J., Canella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763.
[https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(02\)00192-7](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(02)00192-7)
- Ho, S. S. M., & Shun Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139–156. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00041-6](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00041-6)
- Hoitash, R., Hoitash, U., & Bedard, J. C. (2008). Internal control quality and audit pricing under the Sarbanes-Oxley Act. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 27(1), 105–126.
<https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.1.105>
- Hoitash, U., Hoitash, R., Bedard, J. C., Hoitash, U., Hoitash, R., & Bedard, J. C. (2009). *Corporate Governance and Internal Control over Financial Reporting : A Comparison of Regulatory Regimes*. 84(3), 839–867. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.839>
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S. firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497–527.
<https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>
- Hooghiemstra, R., Hermes, N., & Emanuels, J. (2015). National Culture and Internal Control Disclosures: A Cross-country Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 357–377. <https://doi.org/10.1111/corg.12099>
- Horst, P. (1941). The prediction of personnel adjustment. *Social Science Research and Council Bulletin*, 48, 431-436.
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795–822. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>
- Hu, G., Yuan, R., & Xiao, J. Z. (2017). Can independent directors improve internal control quality in China? *European Journal of Finance*, 23(7–9), 626–647.
<https://doi.org/10.1080/1351847X.2014.919329>
- Hu, N., Qi, B., Tian, G., Yao, L., & Zeng, Z. (2013). The impact of ineffective internal control on the value relevance of accounting information. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 20(3), 334–347. <https://doi.org/10.1080/16081625.2013.765026>

- Huafang, X., & Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604–619. <https://doi.org/10.1108/02686900710759406>
- Huse, M., & Solberg, A. G. (2006). Gender-related boardroom dynamics How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review*, 21(2), 113–130. <https://doi.org/10.1108/09649420610650693>
- Hussainey, K. S. M. (2004). *A Study of the ability of (partially) automated disclosure scores to explain the information content of annual report narratives for future earnings*. Manchester School of Accounting and Finance.
- Ittonen, K., Miettinen, J., & Vähämaa, S. (2010). Does Female Representation in Audit Committees Affect Audit Fees ? *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 49(3–4), 113–139. <http://ssrn.com/abstract=1314243>
- Jaggi, B., Mitra, S., & Hossain, M. (2014). Earnings quality, internal control weaknesses and industry-specialist audits. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(1). <https://doi.org/10.1007/s11156-013-0431-3>
- Järvinen, T., & Myllymäki, E. R. (2016). Real earnings management before and after reporting SOX 404 material weaknesses. *Accounting Horizons*, 30(1), 119–141. <https://doi.org/10.2308/acch-51310>
- Jensen, K. L., & Payne, J. L. (2003). Management Trade-Offs of Internal Control and External Auditor Expertise. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 99–119. <https://doi.org/https://doi.org/10.2308/aud.2003.22.2.99>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition*, 283–303. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.023>
- Ji, Xu dong, Lu, W., & Qu, W. (2015). Determinants and economic consequences of voluntary disclosure of internal control weaknesses in China. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1), 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.001>

- Ji, Xudong, Lu, W., & Qu, W. (2016). Internal control weakness and accounting conservatism in China. *Managerial Auditing Journal*, 31(6–7), 688–726. <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2015-1234>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunnelling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27. https://doi.org/10.1142/9789814439367_0005
- Kanellos, T., & Karathanassis, G. (2007). Corporate Governance and Firm Performance: Results from Greek Firms Toudas S. Kanellos 1 and Karathanassis George 2. *Corporate Governance*, 1–22.
- Kang, K. H., Lee, S., & Huh, C. (2010). Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), 72–82. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.05.006>
- Kassarjian, H. H. (1977). Content Analysis in Consumer Research. *Journal of Consumer Research*, 4(1), 8–18. <https://doi.org/10.1086/208674>
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: Measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740–760. <https://doi.org/10.1108/02686900710819625>
- Khlif, H., Ahmed, K., & Souissi, M. (2017). Ownership structure and voluntary disclosure: A synthesis of empirical studies. *Australian Journal of Management*, 42(3), 376–403. <https://doi.org/10.1177/0312896216641475>
- Kim, J. B., Song, B. Y., & Zhang, L. (2011). Internal control weakness and bank loan contracting: Evidence from SOX section 404 disclosures. *Accounting Review*, 86(4), 1157–1188. <https://doi.org/10.2308/accr-10036>
- Kinney, J., & Shepardson, M. (2010). Do control effectiveness disclosures require internal control audits. *SSRN Electronic Journal*.
- Kinney, W. R., Martin, R. D., & Shepardson, M. L. (2013). Reflections on a decade of SOX 404(b) audit production and alternatives. *Accounting Horizons*, 27(4), 799–813. <https://doi.org/10.2308/acch-10362>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275–304.

- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Testing the museum versus cradle tropical biological diversity hypothesis. Moreau&Bell_2013_Evolution_6.PDF. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769–784. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00469.x>
- Konrad, A. M., & Erkut, S. (2008). Critical Mass :: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards. *Organizational Dynamics*, 37(January), 145–164. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.005>
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241–276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Kouwenberg, R., & Phunnarungsi, V. (2013). Corporate governance, violations and market reactions. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21, 881–898. <https://doi.org/10.1016/j.pac>
- Krippendorff, K. (2004). Reliability in Content Analysis. *Human Communication Research*, 30(3), 411–433. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2958.2004.tb00738.x>
- Krishnan, J. (2005). Audit committee quality and internal control: An empirical analysis. *Accounting Review*, 80(2), 649–675. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.649>
- Krishnan, J., Sami, H., & Zhou, H. (2008). Investo Perceptions of auditor repèort under Section 404 of Sarbanes Oxley Act. In U. of T. Temple University, Lehigh University (Ed.), *American Accounting Assosiation*. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50334>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Andrei, S., & Shleifer, A. (2002). Investor protection and corporate control. *Journal of Corporate Finance*, LVII(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.002>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law en finance. In *Journal of Political Economy* (Vol. 106, Issue 6, pp. 1113–1155).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. In *Journal of Finance* (Vol. 52, Issue 3, pp. 1131–1150).
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Lancaster, B. (1999). Defining and Interpreting Suppressor Effects: Advantages and Limitations. *Advances in Social Science Methodology*, 139–148. <http://eric.ed.gov/?id=ED426097>
- Leftwich, R., Watts, R., & Zimmerman, J. (1981). Discussion of Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting. *Journal of Accounting Research*, 19, 50–77.
<https://doi.org/10.2307/2490986>
- Lenard, M. J., Petruska, K. A., Alam, P., & Yu, B. (2016). Internal control weaknesses and evidence of real activities manipulation. *Dvances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 33(October 2018), 47–58. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.04.008>
- Leng, J., & Ding, Y. (2011). Internal Control Disclosure and Corporate Governance: Empirical Research from Chinese Listed Companies. *Technology and Investment*, 02(04), 286–294.
<https://doi.org/10.4236/ti.2011.24029>
- Leone, A. J. (2007). Factors related to internal control disclosure: A discussion of Ashbaugh, Collins, and Kinney (2007) and Doyle, Ge, and McVay (2007). *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 224–237. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.002>
- Levine, R. (2004). The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence. In *World Bank, Washington, D.C.* (No. 3404; World Bank Policy Research Working Paper, Issue 4). <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14239> License: CC BY 3.0 IGO
- Li, C., & Wang, Q. (2006). SOX 404 Assessments and Financial Reporting Errors. *SSRN Electronic Journal*, 66045(785). <https://doi.org/10.2139/ssrn.926180>
- Li, L., Tian, G., & Qi, B. (2012). Auditors' unqualified opinions on internal controls and accrual quality. *Nankai Business Review International*, 3(4), 332–353.
<https://doi.org/10.1108/20408741211283719>
- Li, Y., Yu, J., Zhang, Z., & Zheng, S. X. (2016). The effect of internal control weakness on firm valuation: Evidence from SOX Section 404 disclosures. *Finance Research Letters*, 17, 17–24.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.01.001>
- Lin, C., Ma, Y., & Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: Evidence from China's

publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*, 30(3), 193–209.
<https://doi.org/10.1002/mde.1447>

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance: Business source. *Business Lawyer*, 42(1), 59–78.

<http://web.a.ebscohost.com.eserv.uum.edu.my/bsi/detail?vid=19&sid=e3a1315c-d940-4744-b224-1ce498b43ead@sessionmgr4005&hid=4114&bdata=JnNpdGU9YnNpLWxpdmU=#db=bth&AN=5963897>

Lu, H., Richardson, G., & Salterio, S. (2011). Direct and indirect effects of internal control weaknesses on accrual quality: Evidence from a unique Canadian regulatory setting. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 675–707. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01058.x>

Macchioni, R., Sannino, G., Ginesti, G., & Drago, C. (2013). Firms' disclosure compliance with IASB's Management Commentary framework: an empirical investigation. *Rivista Italiana Di Ragioneria e Di Economia Aziendale*, 113(7/8/9), 279–300.

Mackey, A., & Gass, S. (2005). *Second Language Research. Methodology and Design* (Vol. 66). Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.

Mallin, C. (2007). Corporate Governance. In P. O. University (Ed.), *Air and Space Law* (2nd., Vol. 32, Issue 3).

Mallin, Chris. (2004). Trustees, institutional investors and ultimate beneficiaries. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 239–241. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00366.x>

Mangena, M., & Taurigana, V. (2007). Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/02686900910975387>

Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206–224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>

Martino, D., & Regoliosi, C. (2018). *CORPORATE GOVERNANCE AND MARKET VALUATION: THE ROLE OF THE INTERNAL CONTROL SYSTEM* (No. 2; Collana Del Dipartimento Di Economia Aziendale Università Degli Studi Di RomaTre).

- Martino, D., Regoliosi, C., & Numero, W. P. (2018). *CORPORATE GOVERNANCE AND MARKET VALUATION : THE ROLE OF THE INTERNAL CONTROL SYSTEM*.
- Mazzotta, R. (2007). *La corporate governance e le performance aziendali. Un'analisi sulle società italiane quotate in borsa* (FrancoAngeli (ed.)).
- Mazzotta, R., & Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 419–448. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9230-9>
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872. <https://doi.org/10.5465/256342>
- McMullen, D. ., Raghunandan, K., & Rama, D. V. (1996). Internal control reports and financial reporting problems. *Accounting Horizons*, 10(4), 67–75. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2012-0018>
- McShane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does enterprise risk management increase firm value? *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 26(4), 641–658. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409160>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification ? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- Mendes, V., & Alves, C. (2004a). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 290–301. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edselc&AN=edselc.2-52.0-3042854566&site=eds-live>
- Mendes, V., & Alves, C. (2004b). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 290–301.
- Mercer, M. (2004). How do investors assess the credibility of management disclosures? *Accounting Horizons*, 18(3), 185–196. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.3.185>
- Michaels, A. (2003). Costs rise as U.S. businesses act to meet governance laws. *U.S. Edition. Financial Times*.
- Michelon, G., Beretta, S. E., & Bozzolan, S. (2009). Disclosure on Internal Control Systems as Substitute of Alternative Governance Mechanisms. *SSRN Electronic Journal*, June 2008.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.1316323>

- Michelon, G., Bozzolan, S., & Beretta, S. (2015). Internal control reports and financial reporting problems. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 138–164.
<https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-0242473397&partnerID=40&md5=06db3b1e064a8eb7b7c394db710ca811>
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). Economics, Organization and Management, London: Prentice-Hall.
In P.-H. Mouvement (Ed.), *Journal of Economics & Management Strategy*.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ?
The Journal of Finance, 45(1), 31–48.
- Nair, V. B., & Cremers, M. K. J. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*, 60(6), 2859_2894.
- Nakashima, M., & Ziebart, D. A. (2016). Tone at the top and shifts in earnings management: Evidence from Japan. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 8(2).
- Neely, A., Mills, J., Platts, K., Gregory, M., & Richards, H. (1996). Performance measurement system design: Should process based approaches be adopted? *International Journal of Production Economics*, 46–47, 423–431. [https://doi.org/10.1016/S0925-5273\(96\)00080-1](https://doi.org/10.1016/S0925-5273(96)00080-1)
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics and Finance*, 37, 184–202.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.022>
- Nimmer, R. T., & Krauthaus, P. A. (1992). Information as a Commodity: New Imperatives of Commercial Law. *Law and Contemporary Problems*, 55(3), 103.
<https://doi.org/10.2307/1191865>
- Nishizaki, R., Takano, Y., & Takeda, F. (2014). Information Content of Internal Control Weaknesses: The Evidence from Japan. *International Journal of Accounting*, 49(1), 1–26.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.01.009>
- Nowak, E., Rott, R., & Mahr, T. G. (2016). The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes: Empirical Evidence from the German Stock Market. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 172(3), 475.
<https://doi.org/10.1628/093245616x14605537965067>
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*.

- Ogneva, M., Subramanyam, K. R., & Raghunandan, K. (2006). Internal control weakness and cost of equity: Evidence from SOX section 404 disclosures. *Accounting Review*, 82(5), 1255–1297. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.5.1255>
- Onori, A. (2016). Gli Organi di controllo aziendale. Irrapporti di collaborazione del “Sistema di Controllo Interno.” *Fondazione Nazionale Dei Commercialisti*.
- Pandey, S., & Elliott, W. (2010). Suppressor Variables in Social Work Research: Ways to Identify in Multiple Regression Models. *Journal of the Society for Social Work and Research*, 1(1), 28–40. <https://doi.org/10.5243/jsswr.2010.2>
- Parker, R. J., Dao, M., Huang, H., & Yan, Y. (2017). Disclosing material weakness in internal controls : Does the gender of audit committee members matter ? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 24(3–4), 410–423. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1057190>
- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5–33. <https://doi.org/10.1080/09638180701265820>
- Perez de Toledo, E. (2011). The Relationship Between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1535073>
- Peterson, C. A., & Philpot, J. (2007). Women’s roles on U.S. Fortune 500 boards: Director expertise and committee memberships. *Journal of Business Ethics*, 72(2), 177–196. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9164-8>
- Pinello, A. S., & Skaife, H. A. (2008). The Predictability of Earnings After the Implementation of SOX 404. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1086647>
- Piotroski, J. D., & Wong, T. J. (2013). *Institutions and Information Environment of Chinese Listed Firms* (Issue November).
- Porter, M. E. (1992). Capital choices: Changing The Way America Invests In Industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 4–16.
- Powell, S. S. (2005). Costs of Sarbanes-Oxley are out of control. *Letters to the Editor. Wall Street Journal*. <https://doi.org/10.19030/iber.v7i10.3301>
- Price, R., Román, F. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76–96.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.005>

- Ray, D. M. (2005). Corporate Boards and Corporate Democracy. *Journal of Corporate Citizenship*, 20, 93–105. <https://doi.org/10.9774/gleaf.4700.2005.wi.00011>
- Rediker, K. J. (1995). Boards of Directors and Substitution effects of Alternative Governance Mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(16), 85–99. <https://doi.org/10.1161/01.cir.16.2.270>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00791.x>
- Roe, M. J. (1994). *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Romano, R. (2005). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance Linked references are available on JSTOR for this article : Article The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, 114(7), 1521–1611. <http://www.jstor.org/stable/4135760>
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202–222. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.03.003>
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 229–250. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00004-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00004-4)
- Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497–524. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.11.002>
- S.J.Gray. (1988). Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. *Abacus*, 24(1), 1–15. [file:///Users/sophiefriedrich/Dropbox/Uni Semester/SS16/bachelorarbeit/Gray 1988 - Towards a Theory of Cultural.pdf](file:///Users/sophiefriedrich/Dropbox/Uni%20Semester/SS16/bachelorarbeit/Gray%201988%20-%20Towards%20a%20Theory%20of%20Cultural.pdf)
- Schneider, A., & Church, B. K. (2008). The effect of auditors' internal control opinions on loan decisions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(1), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.11.004>
- Schneider, A., Gramling, A., Hermanson, D., & Ye, Z. S. (2009). A Review of Academic Literature

- on Internal Control Reporting Under SOX. *Journal of Accounting Literature*, 28, 1.
- Shao, L., Kwok, C. C., & Guedhami, O. (2010). National Culture, Firm Characteristics, and Dividend Policy. *Journal of International Business Studies*, 41, 1391–1414.
<https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1627518>
- Shaukat, A., & Padgett, C. (2011). The UK Code of Corporate Governance: Link Between Compliance and Firm Performance. *SSRN Electronic Journal*, 44(0), 1–30.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.934313>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance Andrei. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Singer, Z., & You, H. (2011). The Effect of Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act on Financial Reporting Quality. *SSRN Electronic Journal*, 1–56. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1052541>
- Solomon, J., Solomon, A., & Park, C. Y. (2002). The evolving role of institutional investors in South Korean corporate governance: Some empirical evidence. *Corporate Governance*, 10(3), 211–224. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00285>
- Spira, L. F., & Page, M. (2003). Risk management: The reinvention of internal control and the changing role of internal audit. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16(4), 640–661.
<https://doi.org/10.1108/09513570310492335>
- Steger, T., & Stiglbauer, M. (2016). The German corporate governance code and its adoption by listed SMEs—just another “Procrustes bed”? *Problems and Perspectives in Management*, 14(3), 494–503. [https://doi.org/10.21511/ppm.14\(3-2\).2016.05](https://doi.org/10.21511/ppm.14(3-2).2016.05)
- Stephenson, C. (2004). Leveraging diversity to maximum advantage: The business case for appointing more women to boards. *Ivey Business Journal*, 69(1), 1–5.
- Summary, E. (2004). Enterprise Risk Management-Integrated Framework. In *CoSO, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*. www.ic.coso.org
- Sun, Y. (2016). Internal Control Weakness Disclosure and Firm Investment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 31(2), 277–307. <https://doi.org/10.1177/0148558X15598027>
- Talaulicar, T., & Werder, A. V. (2008). Patterns of compliance with the German corporate governance code. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 255–273.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00696.x>

- Tariq, Y. Bin, & Abbas, Z. (2013). Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance. *Economic Modelling*, 35(February), 565–575. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.015>
- Tejedo-Romero, F., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2017). Women directors and disclosure of intellectual capital information. *European Research on Management and Business Economics*, 23(3), 123–131. <https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2017.06.003>
- Thompson, F. T., & Levine, D. U. (1997). Thompson & Levine Ex supressor vars.pdf. In *Multiple Linear Regression Viewpoints* (Vol. 24).
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards : From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102, 299–317. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z>
- Tsoutsoura, A. (2004). *Working Paper Series Title Corporate Social Responsibility and Financial Performance* (UC Berkeley Working Paper Series Title). <https://escholarship.org/uc/item/111799p2>
- Ud Din, N., Cheng, X., Ahmad, B., Sheikh, M. F., Adedigba, O. G., Zhao, Y., & Nazneen, S. (2020). Gender diversity in the audit committee and the efficiency of internal control and financial reporting quality. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 0(0), 1–20. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1820357>
- Uemura, H. (2012). The Relationship between Material Weaknesses in Internal Controls over Financial Reporting and Executive Turnover : Evidence from Japan. *Working Paper Graduate School of Commerce and Management Center for Japanese Business Studies, Hitotsubashi University*, 141.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and " rm. *Journal of Financial Economics*, 53, 113–142.
- van de Poel, K., & Vanstraelen, A. (2011). Management reporting on internal control and accruals quality: Insights from a “Comply-or-Explain” internal control regime. *Auditing*, 30(3), 181–209. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10052>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Volpin, P. F. (2001). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover

- in Italy. *SSRN Electronic Journal*, 257–282. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Weiss, D. (2014). Internal controls in family-owned firms. *European Accounting Review*, 23(3), 463–482. <https://doi.org/10.1080/09638180.2013.821814>
- Williamson, O. E. (1983). Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 351–366. <https://doi.org/10.1086/467039>
- Williamson, R., & Stulz, R. (2001). Culture, Openness, and Finance. In *National Bureau of Economic Research* (No. 8222; Issue March).
- Wiseman, R. M., Cuevas-Rodríguez, G., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Towards a social theory of agency. *Journal of Management Studies*, 49(1), 202–222. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2011.01016.x>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (M. M. P. Cambridge (ed.)).
- Xu, L., & Tang, A. P. (2015). Internal control material weakness, analysts accuracy and bias, and brokerage reputation. In *Handbook of Financial Econometrics and Statistics* (Vol. 39, pp. 1719–1751). https://doi.org/10.1007/978-1-4614-7750-1_63
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 40, pp. 185–211).
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1–15. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x>
- Zhang, I. X. (2007). Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 74–115. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.02.002>
- Zhang, Y., Zhou, J., & Zhou, N. (2007). Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 300–327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.03.001>
- Zheka, V. V. (2011). Does Corporate Governance Causally Predict Firm Performance? Panel Data and Instrumental Variables Evidence. *SSRN Electronic Journal*, 38(067), 1–62. <https://doi.org/10.2139/ssrn.877913>
- Zhou, H., Chen, H., & Cheng, Z. (2016). Internal control, corporate life cycle, and firm performance.

International Finance Review, 17, 189–209. <https://doi.org/10.1108/S1569-376720160000017013>

Zingales, L. (1998). Corporate Governance. In Palgrave MacMillan: Basingstoke. (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00046>