

L'influenza degli *external audit* nella relazione tra ESG performance e prezzi azionari. Un'analisi europea

Prof.ssa MARIA FEDERICA IZZO - Dott. GIUSEPPE MARIA BIFULCO^①

ABSTRACT: (THE ROLE OF EXTERNAL AUDIT IN THE RELATIONSHIP BETWEEN ESG PERFORMANCE AND SHARE PRICE. AN EUROPEAN ANALYSIS). Investors have long recognized that environmental, social and governance (ESG) factors are important for company valuation, risk management and regulatory compliance. This paper aims to investigate the effect of environmental, social and governance disclosure (measured through ESG score developed by Thomson Reuters) on market firm performance, measured by stock prices. Moreover, it is under investigation that, despite rising corporate interest in social, environmental, and sustainability issues, market trust remains low due to insufficient evidence to substantiate corporate disclosures. The role of external audits - independent verification processes - is highlighted as a potential "assurance" mechanism for the reliability of corporate ESG disclosures. Recent trends emphasize the importance of external, non-mandatory audits of non-financial reporting to enhance stakeholder trust. Nonetheless, the mere existence of external audits does not guarantee the quality of the information, as these audits can be exploited for "window dressing" purposes. Therefore, the quality of the audit, related to the credibility and procedures of the auditors, becomes crucial. This study aims to explore the relationship between ESG performance (measured through ESG ratings) and stock prices in the European market, examining whether external audit depth influences this relationship. The research analyses data from STOXX Europe 600 companies over seven years (2017-2023), considering the impact of the 2014/95/EU Directive mandating independent audits of non-financial statements. The study highlights how the market rewards companies with high ESG scores by attributing a positive stock value to them. The research finds a negative relationship between ESG scores and stock prices, aligning with the growing focus on sustainability from consumers, regulators, and stakeholders. Trust and credibility in the information provided by companies appear to influence this relationship, while external auditing of ESG reports does not affect investor sentiment. This suggests that non-financial disclosure, based on external audits, does not replace other sources in the investment decision-making process. Additionally, the study underscores the importance of the social and fiduciary dimensions of the company, which are essential for its sustainability. The findings may offer insights for managers, stakeholders, and regulators on the market's perception of ESG policies and the benefits of independent ESG audits.

KEYWORDS: EXTERNAL AUDIT, ESG, SHARE PRICE, STOXX600
DOI: 10.17408/RIREAMFIGMB 010203042025 – ISSN: 1593-1665
Riceruto: 06-11-2024 – Accettato: 05-02-2025

1. Introduzione

Il tema della relazione tra *performance* sociale e *performance* finanziaria d'impresa risulta, ormai da anni, al centro del dibattito accademico internazionale.

Il crescente interesse, poi, delle imprese, dei mercati e dei *policy makers* verso i temi ESG (*environmental, social e governance*) e – più recentemente verso gli SDGs (*Sustainable Development Goals*), ha condotto ad un ampliamento di tale filone di ricerca che ha, quindi, ulteriormente arricchito i confini stessi del concetto di responsabilità sociale, già

^① L'articolo, i risultati dell'analisi e le conclusioni sono il frutto dell'attività congiunta degli autori. Tuttavia, nella redazione del presente scritto, i paragrafi 1, 2 e 3 possono essere attribuiti a Maria Federica Izzo e i paragrafi 4 e 5 a Giuseppe Maria Bifulco.

ampiamente trattato, con ammirevole lungimiranza, da alcuni Maestri dell'Economia aziendale italiana (CORONELLA *et al.*, 2016, 2018).

Anche alla luce di questi contributi, che si intendono qui richiamare con il chiaro intento di valorizzare una tradizione fondante, spesso troppo frettolosamente dimenticata, a favore di una scuola anglosassone che sicuramente ha ben approfondito e trattato il tema della sostenibilità, ma senza acquisirne né la paternità, né il monopolio, il presente studio intende approfondire alcune dinamiche ed effetti dell'agire sociale.

Più nello specifico, oggetto della presente analisi è la relazione tra *performance* sostenibile (misurata tramite il *rating* ESG) e *performance* finanziaria delle aziende quotate nel mercato europeo, esaminando l'eventuale effetto moderatore indotto dai c.d. *external audit*.

Pertanto, è stata sviluppata un'analisi mediante il metodo dei minimi quadrati (anche "modello OLS - *Ordinary Least Square*") su un campione composto da tutte le società quotate incluse nell'indice STOXX Europe 600, che copre circa il 90% della capitalizzazione del mercato europeo. Il periodo di analisi comprende 7 anni: dal 2017 al 2023. La scelta di tale intervallo temporale è dovuta alla volontà di considerare, come anno iniziale, il momento in cui le principali economie europee (Francia, Germania, Italia e Spagna) hanno recepito la Direttiva 2014/95/UE, che ha istituito l'obbligo, per società aventi determinate caratteristiche, della "Dichiarazione non finanziaria" (DNF) e previsto che la stessa debba essere oggetto di revisione indipendente.

La ricerca analizza i dati delle aziende quotate nello "STOXX Europe 600" in sette anni (2017-2023) ed evidenzia come il mercato premi le aziende con punteggi ESG elevati attribuendo loro un valore azionario positivo. La fiducia e la credibilità delle informazioni fornite dalle aziende sembrano influenzare questa relazione, mentre le informazioni riportate dagli *external audit* dei *report* ESG non influiscono sul *sentiment* degli investitori. Ciò suggerisce che la divulgazione non finanziaria, basata su audit esterni, non sostituisce altre fonti nel processo decisionale di investimento. Lo studio, pertanto, intende indagare l'importanza delle dimensioni sociali e fiduciarie dell'azienda, da ritenersi essenziali per la sua sostenibilità.

Ciò posto, la presente analisi si propone, non soltanto di contribuire alla letteratura sul tema della sostenibilità e del valore d'impresa, ma anche di offrire spunti di riflessione a *regulators*, *principle setters* e operatori che – sempre più – appaiono dediti alle tematiche ESG. Sul punto non può non citarsi, tra tutti, l'intervento regolatorio della *Corporate Social Responsibility Directive* (CSRD) e le relative novità che sono destinate a modificare in modo consistente i processi e gli strumenti di rendicontazione interna ed esterna delle imprese.

Da un punto di vista gestionale, i risultati qui presentati potrebbero supportare i *manager* sia nella relazione con il mercato (e gli analisti ad esempio), anche tramite l'acquisizione di informazioni utili sulla percezione del mercato rispetto alle politiche ESG e, ma anche al fine di sviluppare una migliore consapevolezza dei benefici connessi alle attività di verifica svolte da soggetti, esterni ed indipendenti, specializzati in temi ESG. L'integrazione delle tematiche ESG nell'economia è diventata un *diktat* per investitori, governi, autorità di regolamentazione, aziende e organizzazioni non governative, rappresentando un tema di primo piano nel panorama della ricerca accademica attuale, in quanto da molti considerata un prerequisito competitivo e un nodo fondamentale della

strategia aziendale, proprio alla luce degli assunti effetti sulla *performance* aziendale (AOUADI e MARSAT, 2018; BALDINI *et al.*, 2016; NEKHILI *et al.*, 2017).

Tuttavia, i molteplici studi che hanno analizzato la relazione tra *performance* sociale e *performance* finanziaria non hanno condotto ad un'univoca sistematizzazione del fenomeno (CHO *et al.*, 2006; MADSEN e RODGERS, 2015; REVELLI e VIVIANI, 2015; BERNARDI e STARK, 2018; BERETTA *et al.*, 2019) e da più parti si sono sollevate critiche e dubbi circa il concreto – impatto dei temi ESG sui processi di creazione di valore (ciò al di là di mere politiche di *window dressing*), nonché sull'effettiva utilità dei report di sostenibilità (largamente intesi), soprattutto in relazione a variabili critiche come la relativa trasparenza, significatività e affidabilità (MIO, 2013; DANDO E SWIFT, 2003; BOIRAL ET AL., 2018; ADAMS e EVANS, 2004).

Una possibile spiegazione dei suddetti risultati discordanti può essere ricondotta alla mancanza di credibilità dell'informativa fornita, ovvero alla scarsa influenza di alcuni meccanismi di *governance* che dovrebbero mediare, o comunque influenzare, tale relazione. Ciò, tra l'altro, risulterebbe in linea con quanto già evidenziato – da tempo – circa la qualità dell'informativa finanziaria (CAVALIERI, 2006).

A livello internazionale, ad esempio, Dando e Swift (2003) affermano che, nonostante emerga un crescente interesse da parte delle imprese verso le tematiche sociali, ambientali e di sostenibilità, la fiducia dei mercati sia ancora bassa, non essendoci elementi sufficienti ad un riscontro oggettivo di quanto comunicato dalle aziende.

In questo quadro, non può non considerarsi il ruolo degli *external audit*, ossia processi di verifica e valutazione condotti da entità o professionisti indipendenti e che non fanno parte dell'organizzazione che viene auditata, quali potenziali strumenti di “assicurazione” circa la bontà e affidabilità della *disclosure* aziendale².

Al fine di assicurare che il *board* adempia in maniera efficace alle proprie attribuzioni, infatti, i recenti orientamenti in tema di *audit* hanno posto l'accento sull'importanza dei controlli esterni – soprattutto di natura non obbligatoria – applicati alla rendicontazione non finanziaria, affinché quest'ultima sia percepita dagli *stakeholders* come uno strumento informativo più affidabile. Parallelamente, l'interesse crescente degli investitori per la corretta gestione dei rischi ESG ha stimolato la richiesta di dati, opportunamente controllati e validati da parte delle società di revisione contabile e altre aziende professionali (MORIMOTO et al. 2005; MANETTI E BECATTI 2009; HUBER *et al.* 2017; HALES, 2018). Tale fabbisogno appare ancor più forte in relazione all'informativa ESG, nella misura in cui tale rendicontazione è per sua stessa natura fondata principalmente su parametri di natura qualitativa, quali misurazioni e KPI che non sempre rispondono alle strette metriche e verifiche richieste, ad esempio, dai principi di revisione contabile. Gli aspetti qualitativi e discrezionali della rendicontazione ESG risultano ineliminabili e, in un certo senso, rappresentano i reali *driver* di creazione di valore per le imprese. Allo stesso tempo, però, se non ne viene offerta una valutazione credibile, rischiano di esporre l'impresa a dinamiche di erosione di valore, di credibilità e di immagine.

² I termini “rendicontazione” e “*disclosure*”, in questa sede, verranno utilizzati quali sinonimi, pur dovendo segnalare come, ad esempio, Dumay (2016) evidenzia come con il termine *disclosure* debba intendersi la divulgazione e diffusione di informazioni precedentemente segrete o sconosciute agli stakeholder, e non quale mera attività di pubblicazione di dati, informazioni e documenti.

Tuttavia, è stato evidenziato come la semplice presenza della revisione esterna non rappresenti una assicurazione *ex se* della bontà dell'informativa, potendo la stessa essere comunque strumentalizzata dalle imprese quale attività di *window dressing* (EDGLEY *et al.*, 2010; O'DWYER e OWEN, 2007; BALL *et al.*, 2000). Entra in gioco, dunque, non solo l'esistenza di un *audit* esterno, ma la relativa qualità, evidentemente legata allo *standing*, alle procedure e alle caratteristiche dei soggetti che lo realizzano, e da come lo stesso venga percepito dal mercato.

In questo senso, dunque, all'ESG *performance* (o ESG *score*) ampiamente studiata dalla letteratura, si affianca l'ESG *Audit performance*, ovvero lo *score* che valuta la sostenibilità d'impresa basandosi su audit esterni indipendenti che dovrebbero rafforzare e validare l'informativa aziendale di natura ESG.

Il presente contributo, dunque, intende analizzare, avendo a riferimento il mercato europeo, l'esistenza di una relazione tra la c.d. ESG *performance*, misurata tramite il *rating* ESG – o *rating* di sostenibilità (WANG e SARKIS, 2017) –, e i prezzi azionari, ampliando, tuttavia, il dibattito esistente e verificando se vi siano effetti moderatori legati alla presenza e profondità delle verifiche esterne, condotte da soggetti esterni mediante informazioni verificate ed indipendenti rispetto alla *disclosure* aziendale, che determinano la c.d. ESG *Audit performance*.

L'assunzione di base è quella per cui al crescere di verifiche esterne circa l'affidabilità dell'informativa non finanziaria sia possibile ridurre il *gap* di credibilità tra l'impresa e il mercato.

A tale scopo, dopo un'analisi della letteratura sulla dimensione economica e sociale dell'agire di impresa, volutamente concentrata sul contributo offerto dalla tradizione aziendalistica italiana (par. 2), verrà presentata una analisi della più recente letteratura sul tema della relazione tra performance ESG e valore d'impresa. Tale paragrafo si concluderà con la presentazione delle ipotesi di ricerca analizzate (par. 3). Sarà poi oggetto di disamina la metodologia di analisi, con indicazione del campione, del modello di analisi e delle variabili utilizzate (par. 4). Il successivo paragrafo 5 presenterà i risultati attesi del modello di regressione e le probabili implicazioni.

2. Dimensione economica e sociale dell'agire d'impresa nella tradizione aziendalistica italiana

Negli ultimi anni il concetto di ESG *disclosure*, inteso come sistema di informativa esterna d'impresa sui temi ambientali, sociali e di governance, è diventato un tema di primissimo piano in ambito accademico, aziendale e normativo, anche con recenti innovazioni normative (tra tutte vedasi la CSRD – *Corporate Social Responsibility Directive*) che condurranno – senza dubbio – ad un florido contributo di analisi della letteratura specialistica e non.

Il presente contributo intende studiare un aspetto ben preciso, verificando se l'attenzione ai temi sociali ed ambientali, misurata tramite l'ESG *score*, possa influire sul valore delle azioni delle imprese riconosciute come particolarmente virtuose in tali ambiti.

Presupposto di tale analisi, dunque, è la rilevanza della dimensione sociale nell'agire d'impresa (ottica interna) e nel giudizio che i soggetti esterni possono avere di tale impegno (ottica esterna).

A tal fine, si ritiene utile una riflessione generale, appunto, sulla dimensione sociale dell'attività d'impresa, evidenziando come – molto prima della fioritura internazionale del dibattito sul sistema di responsabilità delle imprese, inteso come insieme di soggetti verso cui l'impresa diviene *accountable*, – alcuni Maestri dell'Economia aziendale italiana abbiano, con ammirevole lungimiranza, trattato il tema del connubio tra obiettivi economici e sociali, nonché della responsabilità sociale d'impresa (per una completa disamina di tale contributo – spesso sottovalutato – si rimanda a CORONELLA *et al.*, 2016, 2018).

Sul punto non può non richiamarsi l'approccio istituzionale e la definizione di impresa quale sistema aperto (MASINI, 1970; FERRERO, 1987) costituito da una rete complessa di molteplici interessi (ZAPPA, 1956; AMADUZZI, 1957a; 1957b; MASINI, 1979; CASSANDRO, 1978) riconducibili a diverse categorie di soggetti. In questo scenario è evidente come il soddisfacimento di tali molteplici categorie di soggetti risulti strumentale rispetto alla sopravvivenza dell'impresa stessa nel tempo (GIANNESI, 1960; CODA, 1988).

E ancora, riconoscere l'azienda quale “istituto economico atto a perdurare” (ZAPPA, 1956, p.37) permette di identificare tanto la dimensione economica dell'agire sociale quanto – nell'ottica di sopravvivenza e di creazione di valore nel tempo (ZAPPA, 1956; CASSANDRO, 1967) – quella etico-sociale (DI TORO, 1993; RICCABONI *et al.*, 1995; RUSCONI, 1997; CORNO, 2002; FERRARIS FRANCESCHI, 2002; RUSCONI e SIGNORI, 2017).

In questa doppio equilibrio, dunque, si possono leggere i contributi che, approfondendo il concetto di economicità (ONIDA, 1961; MASINI, 1970), evidenziano l'importanza della congruità dei prezzi-ricavi conseguiti, prezzi-costi sostenuti, nonché della remunerazione equa del capitale e del lavoro (AIROLDI, BRUNETTI e CODA, 1994) fino ad includere, nelle condizioni di equilibrio dell'impresa, anche l'ambiente esterno (CATTURI 1993).

Citando Coda (2012), dunque, “*il bene dell'azienda è in buona sostanza il concetto di 'bene comune' applicato all'azienda [...] il bene comune di ciascuno istituto si identifica con la realizzazione della missione costituente la sua ragione d'essere, in armonia s'intende con il bene più vasto della società di cui è parte*” (pag. 4).

Catturi (1971), anticipando di quasi trent'anni il contributo di Elkington (1998) sulla definizione della c.d. *triple bottom line* – oggi universalmente riconosciuta come elemento fondante di qualsiasi approccio alla definizione stessa di sostenibilità – ha delineato la tridimensionalità degli obiettivi aziendali, in relazione ai quali l'azienda, oltre ad essere un soggetto economico, deve essere correttamente intesa quale soggetto sociale e politico, che persegue una pluralità di fini e, tra questi, “[...] *il profitto è soltanto uno dei tanti cui l'impresa può tendere*” (CATTURI, 1971, pag. 1820).

Pur evidenziando come le tesi di Catturi (1971) e quelle di Elkington (1998) non risultino esattamente sovrapponibili – Elkington parla, infatti, di tre pilastri: sociale, economico e ambientale, mentre Catturi (1971) parla di obiettivi sociali, economici e politici – non è difficile spingerci a ricondurre gli aspetti di tutela dell'ambiente e della comunità in cui opera l'azienda nell'alveo della sfera politica del suo agire, giungendo così ad una riconciliazione *de facto* delle due posizioni.

Sul punto Di Carlo (2021), ripercorrendo il contributo dei Maestri dell'Economia Aziendale italiana, evidenzia come il perseguimento della dimensione economica sia alla base del raggiungimento di obiettivi non solo economici, ma anche sociali e ambientali. È del tutto evidente il richiamo a Amaduzzi (AMADUZZI, 1957a; 1957b) e alla necessità, nel lungo periodo, di armonizzare e allineare gli interessi specifici dei singoli portatori di interesse con gli interessi dell'azienda stessa. L'impresa, in questo senso, deve creare valore per se stessa e per i vari portatori d'interesse, in un'ottica di breve, medio e lungo termine (con un'eco ben chiara ai contenuti dell'International IR Framework dell'IIRC, 2021). È qui, dunque, che la continuità dell'azienda, "*fonte durevole di comune benessere presente e futuro*" (FERRERO, 1968), deve imporsi sugli interessi particolari e contingenti di soggetti che tendono ad estrarre nel breve periodo benefici dall'attività aziendale, a discapito degli equilibri di lungo periodo. Ciò in quanto la sopravvivenza dell'azienda trascende "gli interessi attuali degli individui o dei gruppi umani che concorrono al suo svolgimento" (ZAPPA, 1956, p.7).

Lungi dalla pretesa di essere stati esaustivi, appare facile riscontrare, nella rapida panoramica fin qui esposta, tutti gli elementi fondanti del dibattito attuale sul fine dell'attività d'impresa, sul suo ruolo nel sistema sociale, sull'impatto dell'agire sociale e sulla creazione di valore per tutti gli stakeholder.

In questo quadro, inoltre, è possibile ricondurre alla fisiologia stessa dell'azienda, quale sistema aperto, economico e dinamico (tra tutti, ZAPPA, 1950, 1959; BERTINI, 1990) che si basa sugli infiniti scambi con l'ambiente in cui la stessa opera (GIANNESI, 1960), le ragioni legate all'evoluzione dell'informativa esterna.

La comunicazione esterna d'impresa, infatti, costituisce da sempre lo strumento che regola le relazioni tra impresa ed ambiente. Ed è proprio nell'ambito (e per il rafforzamento) di tali rapporti con l'ambiente esterno che la comunicazione aziendale si sviluppa e si amplia, al fine di informare (e rendere partecipi) gli interlocutori ritenuti strategici al fine del perseguimento dei fini aziendali.

In questo scenario, dunque, l'assetto complessivo del reporting aziendale si è profondamente modificato, arrivando a formare il c.d. *reporting package*, caratterizzato da aperture sempre più ampie alla rendicontazione non finanziaria o di sostenibilità (Incollingo, 2014).

In conclusione, da un lato è importante riconoscere a Cassandro (1989) il merito di avere per primo trattato il tema del bilancio sociale nel dibattito aziendalistico italiano e, dall'altro, evidenziare come il collegamento tra persone, aziende e collettività, risulta già ampiamente individuabile nei preziosi contributi dei Maestri dell'Economia Aziendale (tra gli altri, AMADUZZI, 1957a; BERTINI, 2014; CASSANDRO, 1969; CODA, 2012; MASINI, 1970; ONIDA, 1971) con i loro richiami sia all'orientamento agli *stakeholder* (SIGNORI e RUSCONI, 2009), che al bene comune (COSTA e RAMUS, 2012).

3. Review della letteratura e sviluppo delle ipotesi

3.1. La scelta del framework di riferimento: la prospettiva dell'*agency theory* e della *signalling theory*

L'informativa esterna d'impresa ed il bilancio di esercizio sono stati oggetto, nell'ultimo ventennio, di una crescente attenzione e di non poche critiche circa i relativi limiti informativi e la reale rilevanza del dato e delle informazioni comunicate (ECCLES e KRZUS, 2010; CUADRADO-BALLESTROS *et al.*, 2017).

In questo ambito è stato da più parti invocato un ampliamento della comunicazione d'impresa verso temi non obbligatori, relativi al concetto di sostenibilità largamente intesa.

Tale spinta innovativa si fonda anche su alcune dinamiche di contesto principalmente riferibili a:

- (a) pressioni esterne, come illustrato dalla *stakeholder theory* – che individua nel supporto di tutti gli *stakeholder* aziendali il requisito della creazione di valore nel tempo (DARNALL *et al.*, 2009; DEEGAN e BLOMQUIST, 2006; GRAY *et al.*, 1995 – e dalla *legitimacy theory* – che evidenzia come le scelte del management siano drasticamente influenzate dalla volontà di dimostrare all'esterno come e quanto l'impresa rispetta (ed in alcune condizioni previene) le aspettative della società (O'DONOVAN, 2002);
- (b) spinte e forze istituzionali, come proposto dalla *institutional theory* (DI MAGGIO e POWELL, 1983; MEYER e ROWAN, 1977), che evidenzia come l'incertezza ambientale e le sfide competitive spingano le organizzazioni ad adattarsi e a “conformarsi” a pratiche e strategie implementate dalle altre imprese, anche perché tali comportamenti conducono alla legittimazione e a ritorni in termini reputazionali e di immagine;
- (c) riduzione delle asimmetrie informative tra *management* ed investitori, anche con il conseguente impatto positivo sul costo del capitale, come suggerito dalla *signalling* e dall'*agency theory* (JENSEN e MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1981; FAMA e JENSEN, 1983).

Tali ultime due teorie sono utilizzate nel presente contributo quale *framework* teorico di riferimento, nell'assunto per cui la *performance* di sostenibilità può agire quale elemento positivo e di “segnalazione” al mercato dell'impegno delle imprese in tema ESG, nonché ridurre le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

Più nello specifico, la *signalling theory* (AKERLOF, 1970; SPENCE, 1973; VERRECCHIA, 1983; ROSS, 1977; SKINNER, 1994) indaga le ragioni alla base delle scelte di *disclosure* delle aziende e viene spesso utilizzata per analizzare le scelte di comunicazione volontaria. Le imprese, infatti, trarrebbero vantaggi diretti o indiretti dalla comunicazione volontaria, tra cui una migliore capacità di reperire capitale; una riduzione del rischio, nonché un impatto positivo sulla reputazione.

Secondo la *signalling theory* (RIMMEL, 2021; MITCHELL, 2006), le aziende tendono ad incrementare il numero di informazioni, specialmente quelle inerenti alle tematiche legate alla sostenibilità, per essere maggiormente apprezzate rispetto ai propri concorrenti e per enfatizzare la bontà della propria gestione (o di alcuni aspetti della stessa).

L'incremento dell'informazione fornita dalle aziende risulta, inoltre, anche alla base dell'*agency theory* (JENSEN e MECKLING, 1976), in quanto strumento in possesso dei *manager* per ridurre l'asimmetria informativa. In questo senso, le pressioni degli investitori esterni, come quelli istituzionali, influenzerebbero i comportamenti del *management* aziendale, orientandoli verso la massimizzazione del valore dell'impresa (SHLEIFER e VISHNY, 1986). In questo senso, i *manager* possono utilizzare i comportamenti socialmente responsabili, e la relativa *disclosure*, per ridurre il conflitto di agenzia tra le parti interessate (JO e HARJOTO, 2011). In questo scenario è stato, inoltre, sostenuto come la presenza di revisori esterni possa facilitare tali meccanismi di controllo, agendo come ulteriore meccanismo di monitoraggio dell'operato dei *manager*, nell'interesse della tutela degli azionisti (ARIF *et al.*, 2021).

3.2. ESG performance e corporate market value

Il dibattito su se e come i fattori e le *performance* ESG possano influenzare la performance finanziaria, intesa in termini di capitalizzazione di mercato (KARAGIORGOS, 2010; YOON *et al.*, 2018), di un'impresa e il suo valore ha da tempo diviso la letteratura aziendalistica. Coerentemente con quanto spesso succede in relazione a temi così discussi, tuttavia, le conclusioni che ne sono derivate sono state tutt'altro che unanimi (vedi Clark & Viehs, 2014; Margolis *et al.*, 2009). Nei primi contributi si dava per lo più per scontato che gli investimenti ESG (inizialmente connessi al concetto di responsabilità sociale) comportassero esclusivamente costi aggiuntivi, riducendo quindi il valore dell'impresa (tra tutti, chiaramente, FRIEDMAN, 1970) e precludendo iniziative imprenditoriali che avrebbero potuto consentire un maggiore ritorno economico. Contributi successivi alla teoria dell'impresa considerano le attività ESG come potenzialmente in grado di aumentare il valore aziendale (ad esempio, HUANG, 2019; AOUADI e MARSAT, 2018; JO e HARJOTO, 2011; LINS *et al.*, 2017; MERVELSKEMPER e STREIT, 2017; MALIK, 2015; PORTER, 1991; PORTER e KRAMER, 2011; PORTER e VAN DER LINDE, 1995; ROBERTS, 2004). Ad esempio, all'interno della *resource based view*, le attività ESG sono intese come strumenti che possono migliorare l'attività del management e la capacità dell'impresa di attrarre risorse umane qualificate. Inoltre, tali attività possono incrementare la reputazione dell'impresa e rafforzarne le relazioni con gli *stakeholder* (AWAYSHEH *et al.*, 2020; FATEMI *et al.*, 2018; BRANCO e RODRIGUES, 2006).

Attualmente il tema dello sviluppo sostenibile, e del ruolo che, per il relativo raggiungimento, giocano le imprese, è diventato pressochè onnipresente, tanto nel dibattito accademico, quanto in quello politico e sociale.

Parallelamente, anche come conseguenza delle crisi finanziarie e della pandemia COVID-19, è aumentata la numerosità degli studi che si interrogano circa il potenziale impatto della *performance* ESG sul valore di mercato delle aziende (BROADSTOCK *et al.*, 2020; TAMPAKOUDIS *et al.*, 2021; ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; DEMERS *et al.*, 2021).

Il contributo della ricerca accademica sul tema si fonda, in via principale, sulla teoria degli *stakeholder*, ma è necessario evidenziare come, fin da quando Moskowitz (1972) ha esplorato per la prima volta la relazione tra le due variabili, non si è ancora giunti ad una conclusione universalmente riconosciuta e condivisa.

Cochran e Wood (1984) hanno dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva e significativa tra CSR e valore di mercato delle imprese e Chen *et al.* (2001) hanno verificato l'esistenza di un effetto inibitorio della *performance* CSR/ESG sul rischio di ribasso del prezzo delle azioni. Sul punto, la ricerca empirica di Mishra e Modi (2013) ha concluso come una buona CSR possa aiutare a ridurre i rischi non sistemici, mentre Mervelskemper and Streit's (2017) si focalizzano sulla ESG *disclosure*, evidenziandone i benefici in termini di valore, indipendentemente dalla forma prescelta (report *stand alone* o integrato).

Fatemi *et al.* (2018) hanno verificato il ruolo di moderatore della *disclosure* in tema ESG all'interno della relazione tra ESG *performance* e valore delle imprese, dimostrando come la *disclosure* ESG aiuti l'azienda ad attenuare gli effetti negativi legati ad una *performance* negativa.

Secondo i risultati della ricerca di Albuquerque *et al.* (2019), inoltre, quando un'azienda aumenta la differenziazione del prodotto attraverso investimenti nella responsabilità sociale, maggiore è tale investimento, minore sarà il rischio sistemico dell'azienda, comportando, in definitiva, un impatto positivo sul valore dell'azienda.

Diversamente da quanto affermato da Damodaran e Cornell (2020), secondo i quali "l'evidenza che i mercati incorporino la responsabilità sociale nella determinazione dei prezzi è debole", diversi studi hanno dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva e significativa tra *performance* sociale e *performance* finanziaria (PAVA e KRAUSZ, 1996), anche misurata in termini di rendimento del capitale (NOLLET *et al.*, 2016), nonché di volatilità dei prezzi e rendimenti azionari (JAKOBSSON e LUNDBERG, 2018; GLADYSEK *et al.*, 2012; BECCHETTI *et al.*, 2012).

Nonostante il dibattito accademico, nel corso degli ultimi due decenni molte aziende, soprattutto grandi multinazionali, hanno intensificato gli sforzi per rendicontare in materia ESG al fine di legittimare il proprio comportamento e migliorare la propria reputazione.

Alla luce di ciò, nel presente studio si propone la seguente ipotesi (HP1):

HP1. La performance non finanziaria (misurata mediante il punteggio ESG) è positivamente correlata al prezzo delle azioni.

3.3. Il ruolo degli audit esterni

Alla luce di quanto fino ad ora illustrato, la *performance* non finanziaria – o, più correttamente pre-finanziaria – ha da tempo iniziato a ricoprire un ruolo crescente nelle valutazioni realizzate dagli operatori dei mercati finanziari (AMEL-ZADEH e SERAFEIM, 2018; DHALIWAL *et al.*, 2012), insieme (e oltre) i parametri valutativi tradizionali e più propriamente finanziari.

Tuttavia, la molteplicità di indicatori utilizzati e l'estensione delle informazioni fornite, unitamente alla necessità di valutarne la significatività e l'affidabilità, comportano una complessità valutativa per la quale non sempre gli operatori di mercato hanno strumenti adeguati.

La natura tradizionalmente volontaria e non obbligatoria della rendicontazione di stampo ESG, nonché le sue caratteristiche prevalentemente qualitative – esposte teoricamente ad un maggior rischio di manipolazione –, hanno, nel tempo, fornito incentivi alle imprese ad intraprendere politiche distorsive di *greenwashing* (DELMAS e BURBANO, 2011;

BANSAL e CLELLAND, 2004; RAMUS e MONTIEL, 2005; BOWEN, 2014) ed esclusivamente orientate alla creazione di una immagine positiva (MARQUIS, et al., 2016; KIM e LYON, 2015; LAUFER, 2003), minando la fiducia degli *stakeholders* e degli operatori di mercato tanto nello strumento del *reporting* di sostenibilità, quanto nei *rating* stessi che su tale documentazione si fondano (almeno in maniera preponderante).

Il *gap* di credibilità di tale tipo di informativa ha, di conseguenza, aumentato la richiesta di una validazione esterna della rendicontazione non finanziaria (KOLK, 2008; PEREGO e KOLK, 2012; SIMNETT *et al.*, 2009; JUNIOR *et al.*, 2014; MORIMOTO *et al.* 2005; MANETTI E BECATTI 2009; HUBER *et al.* 2017; HALES 2018), nella convinzione per cui, come dimostrato da parte della letteratura, le informazioni presentate al mercato siano più credibili se sottoposte a un esame indipendente da parte di un revisore esterno (MIO, 2013; DANDO e SWIFT, 2003; BOIRAL *et al.*, 2018; CHENG *et al.*, 2015; HODGE *et al.*, 2009; ROMERO *et al.*, 2014; WONG e MILLINGTON, 2014; MORONEY *et al.*, 2012).

Tale esigenza è ampiamente condivisa e trattata dai *policy makers* che, a livello europeo, hanno – in diversi momenti e con diverse gradazioni – richiesto e regolamentato l'intervento dei revisori in relazione alla *disclosure* non finanziaria delle imprese. Recentemente, la Corporate Social Responsibility Directive ha, ad esempio, introdotto la previsione della *limited* e, successivamente, della *reasonable assurance*, per l'informativa prodotta in tema di responsabilità, con la previsione per cui la Commissione europea adotterà standard vincolanti per la prima entro ottobre 2026, ed entro ottobre 2028 per la seconda.

In generale, l'*assurance* è intesa, dunque, quale l'attestazione fornita da soggetti esterni specializzati, sulla base di principi e standard di verifica professionali esplicitamente richiamati, che riguarda: (a) il rispetto di enunciati postulati di redazione; (b) la qualità e completezza del report; (c) l'adeguatezza dei sistemi, dei processi e delle procedure; (d) l'esistenza delle competenze adeguate nel mettere a disposizione dati e informazioni alla base delle performance aziendali.

È del tutto evidente come tale attività possa intendersi parte integrante dell'*agency theory*, ed in questo senso si leggano gli studi focalizzati sulla domanda dei *managers* per la *voluntary assurance* (WATTS e ZIMMERMAN; 1983 e GORTON e MULLINEAUX, 1987).

Ricerche precedenti hanno dimostrato come la presenza di una attività di *assurance* relativamente alla *disclosure* non finanziaria incrementi la percezione degli *stakeholder* circa l'affidabilità dei report ESG (SIMNETT *et al.*, 2009; WALLAGE, 2000) e risulti influenzata tanto dal paese, quanto da specifici fattori propri delle imprese (FAROOQ e DE VILLIERS, 2017).

Tuttavia, soprattutto a livello internazionale, le evidenze empiriche non risultano univoche, dimostrando come gli *stakeholder* non necessariamente percepiscano l'attività di *assurance* dei revisori come affidabile, considerandola talvolta una potenziale attività di *window dressing* e sollevando dubbi sull'indipendenza dell'*assuror* (EDGLEY *et al.*, 2010; O'DWYER e OWEN, 2007; BALL *et al.*, 2000).

In questo senso, il presente contributo intende ampliare tale visione, considerando non già la semplice esistenza (o meno) di una *assurance* esterna (normalmente declinata attraverso una variabile *dummy*), ma la qualità dell'*audit* esistente. Ciò al fine di verificare se l'asimmetria informativa tra aziende e mercato possa essere mitigata grazie non solo alla presenza di una verifica esterna (volontaria o – a tendere – obbligatoria), ma anche da

ulteriori *report* prodotti da un soggetto esterno ed indipendente alla realtà aziendale auditata che migliorino lo *score* dell'audit stesso e, conseguentemente, la performance ESG da esso misurata.

Per quanto a conoscenza degli scriventi, non ci sono studi che si siano concentrati sull'impatto che le informazioni aggiuntive presenti negli *external audit* (e non già la sola presenza di una qualche *assurance*) possono avere sulla credibilità delle dichiarazioni rilasciate dalle società e, in definitiva, sulla sua *performance*.

Alla luce di ciò, nel presente studio, si cerca di dirimere quale sia, rispetto al campione d'analisi, il ruolo degli *external audit* rispetto alla Dichiarazione Non Finanziaria nel rapporto tra *performance* sociale e *performance* finanziaria, utilizzando le informazioni presenti negli *external audit* come variabile di moderazione applicata alla stima dell'ESG *performance* e proponendo la seguente ipotesi (HP2):

HP2. *La presenza di informazioni aggiuntive riportate negli external audit agisce quale variabile di moderazione tra la performance ESG e il prezzo delle azioni dell'impresa.*

4. Metodologia

4.1. Descrizione del campione

Ai fini dello sviluppo del modello di analisi proposto si è proceduto a costruire un campione composto da tutte le società quotate incluse nell'indice STOXX Europe 600, che coprono circa il 90% della capitalizzazione del mercato europeo, nel periodo 2017-2023. La scelta di tale intervallo temporale è dovuta alla volontà di considerare come anno iniziale il momento comune in cui le principali economie europee (Francia, Germania, Italia e Spagna) hanno recepito la Direttiva Europea 95/2014, la c.d. cosiddetta *Non Financial Reporting Directive (NFRD)*, che ha esteso il campo di applicazione della Dichiarazione non finanziaria.

Tramite la banca dati Refinitiv (Thomson Reuters), sono stati estratti alcuni dati finanziari, quali la capitalizzazione di mercato delle società considerate, il prezzo e l'utile per azione (EPS) (BARTH e CLINCH, 2009; LEE *et al.*, 2014; OHLSON, 1995), nonché il totale delle attività e il numero di dipendenti (largamente utilizzato come *proxy* per la dimensione aziendale), il rendimento del capitale proprio (ROE), il ritorno sul capitale investito operativo netto (ROI), il ritorno sugli *asset* (ROA), e il reddito operativo (EBIT). Inoltre, al fine di considerare una *proxy* dell'indebitamento delle società analizzate, è stato estratto anche il coefficiente di indebitamento D/E (DONG *et al.*, 2022). Infine, alla luce della domanda di ricerca del presente contributo è stata estratta l'ESG *score*³⁾ ed il CSR

³⁾ Nella presentazione di Refinitiv Workspace (in precedenza, Thomson Reuters), si rappresenta come: “The Thomson Reuters ESG Scores were designed to transparently and objectively measure a company’s relative ESG performance across ten themes (emissions, environmental product innovation, human rights, shareholders, etc.) based on company reported data. We also provide an overall score which is discounted for ESG controversies that materially impact the corporations. [...] Thomson Reuters ESG scores [...] are a robust indicator of companies’ ESG performance where company size and transparency biases are minimal. Key enhancements over the legacy equal weighted ASSET4 ratings are: (1) ESG controversies overlay; (2) Industry and Country benchmarks at the data point scoring level; (3) Automatically adjusted Category scores based on the size and impact of each category and (4) Percentile Rank scoring methodology where hidden layers of calculations are eliminated”.

Sustainability External Audit Score⁽⁴⁾, ossia – rispettivamente – una misura della performance sostenibile delle società analizzate ed una variabile che esprime la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa di un'azienda basandosi su *audit report* prodotti da soggetti esterni ed indipendenti rispetto all'azienda analizzata.

Di seguito si riportano le statistiche descrittive (Tabella 1) e la matrice di correlazione delle variabili considerate nell'analisi (Tabella 2).

Tabella 1. Statistiche descrittive delle variabili adottate nell'analisi

Variabile	Osservazioni	Media	Deviazione Standard	Minimo	Massimo
Capitalizzazione di mercato	1.918	23,76824	1,306594	19,53982	28,50568
ESG score	1.918	74,98	11,35779	30,86962	95,73202
ROE	1.895	0,1513273	0,3104717	-3,298	10,3485
ROI	1.614	0,3711667	2,706625	-25,71198	57,42857
ROA	1.821	0,0494845	0,0526304	-0,1952	0,41288
Ebit (ln)	1.886	21,41411	1,352079	16,72881	25,08013
EPS	1.913	5,520133	42,33141	-49,4634	1.589,79
D/E	1.902	1,28091	4,753747	0	195,8086
Totale attività (ln)	1.917	24,35983	1,724794	20,19834	29,04426
Numero di dipendenti (ln)	1.916	10,24634	1,568013	4,234107	13,41919

⁽⁴⁾ Si riporta di seguito la descrizione fornita da Refinitiv Workspace per tale variabile: “Does the company have an external auditor of its CSR/HE&S/Sustainability report?”

- in scope are the data on external audit of the company's CSR data or extra financial report is considered
- consider an audit in the form of a review done by a university, academic, expert, external panel or a research center
- web-based CSR reports that are externally audited
- integrated annual report having external audit statements for its environmental and social data?

Tabella 2. Correlazioni delle variabili adottate nell'analisi

Variabile	Capitalizzazione di mercato	ESG score	ROE	ROI	ROA	Ebit (ln)	EPS	D/E	Totale attività (ln)	Numero di dipendenti (ln)
Capitalizzazione di mercato	1,000									
ESG score	0,2388	1,000								
ROE	0,1398	-0,0022	1,000	-						
ROI	-0,0165	-0,0286	0,0039	1,000						
ROA	0,2467	-0,0854	0,4321	-0,0515	1,000					
Ebit (ln)	0,8384	0,3534	0,1006	0,0093	0,0721	1,000				
EPS	0,1227	-0,0344	0,0297	-0,0093	0,1241	0,1051	1,000			
D/E	-0,0134	-0,0178	0,0711	-0,0039	-0,0901	0,0288	-0,010	1,000		
Totale attività (ln)	0,6037	0,3228	-0,0606	0,0373	-0,3336	0,8038	0,0324	0,0754	1,000	
Numero di dipendenti (ln)	0,3714	0,3551	0,0354	0,0018	-0,0601	0,4947	0,0234	0,0001	0,4160	1,000

4.2. Il modello di analisi

L'obiettivo del presente contributo, come già illustrato, è verificare se l'ESG *score* abbia un'influenza sul prezzo delle azioni e se la *performance* ESG quantificata mediante gli *external audit* possa moderare tale relazione.

A tal fine è stata sviluppata una versione modificata del modello di Ohlson (1995), il quale permette di verificare la relazione tra il valore di mercato di un'azienda e le relative informazioni finanziarie e non finanziarie, anche per ampi orizzonti temporali (LEE *et al.*, 2014).

La scelta di tale modello è giustificata dal fatto che il modello assume che il valore di mercato di un'azienda è determinato non solo da fondamentali aventi carattere finanziario, ma anche da elementi non finanziari. È del tutto evidente come tale impostazione teorica si sia ben prestata all'impiego dei fattori ESG quali possibili co-determinanti del valore di mercato delle azioni (DE KLERK *et al.*, 2015).

All'interno di tale quadro di riferimento, l'analisi qui proposta è stata eseguita su un campione esteso in formato *panel data*. Al fine di individuare il miglior modello utilizzabile per dati in formato *panel*, è stato eseguito il test di Hasman (1978). Il valore del *chi-square* risultante dal test, pari a 0,00, non è risultato significativo, il che implica che il modello a effetti fissi possa spiegare efficacemente le relazioni delle ipotesi. Alla stessa conclusione si è addiventato dopo aver implementato il Breusch e Pagan test (BUSTAMANTE, 2019). Tutti i test condotti hanno confermato la correttezza dell'utilizzo del modello a effetti fissi.

Alla luce di tali conclusioni si è stimato il modello seguente (1):

$$P_i = \alpha + \beta_1 * ESG_{it} + \delta X_{it} + \gamma_i + c_i + \varepsilon_{it}$$

dove P indica la variabile dipendente (il valore di mercato alla fine dell'anno t+1, espressa in forma logaritmica); ESG è la variabile che esprime l'ESG *score* (tale variabile assume un valore vicino a 1 se il punteggio ESG è alto e vicino a 0 nel caso opposto); X_{it} esprime il vettore delle variabili di controllo, che include il totale delle attività e il numero

di dipendenti (entrambe le variabili sono in logaritmo naturale), l'EBIT (in logaritmo naturale), il ROE, il ROA, il ROI, l'EPS; γ_i rappresenta il c.d. *fixed effect*; c_i misura gli effetti fissi dell'impresa e ε_{it} il termine di errore.

Il coefficiente β misura l'effetto dell'ESG *score* sulla capitalizzazione di mercato

Nel caso di specie, HP1 prevede che β sia positivo e significativo, il che significa che all'aumentare del punteggio ESG, il valore di mercato delle società dovrebbe aumentare.

Per mostrare a quali condizioni la relazione ipotizzata sia più forte o più debole, è stato identificato, in base alla letteratura analizzata, un meccanismo di *audit* – ossia il CSR Sustainability External Audit Score – potenzialmente idoneo ad influenzare la precedente relazione, essendo utilizzato dagli *shareholders* e dagli *stakeholders* per comprendere meglio come un'azienda gestisce le proprie responsabilità sociali e ambientali.

È stato, dunque, stimato il seguente modello (2):

$$P_i = \alpha + \beta_1 \theta * ESGS_t + \delta X_{it} + \gamma_i + c_i + \varepsilon_{it}$$

dove θ è la variabile di moderazione che esprime la *performance* ESG quantificata mediante le informazioni presenti negli *external audit*.

Tutte le altre variabili risultano coerenti con lo sviluppo del modello (1).

In base all'analisi della letteratura di riferimento ed alla luce dei contenuti della HP2, si prevede che il coefficiente θ influenzi positivamente la relazione tra valore di mercato e ESG *score*, nell'assunto che una verifica sulle attività sostenibili perpetuate dall'azienda condotta da un soggetto indipendente ed esterno agisca quale valido meccanismo volto alla riduzione dei costi di agenzia, alla risoluzione dei conflitti di interesse ed al miglioramento dell'informativa ESG in termini di credibilità e fiducia da parte del mercato.

4.3. Le variabili utilizzate

Variabili indipendenti

ESG *score*. L'ESG *score* sviluppato da Thomson Reuter rappresenta un giudizio sintetico che misura la *performance* di una società dal punto vista ambientale, sociale e di *governance*, utilizzando, per ciascun pilastro una serie di sottoindici, ognuno dei quali cattura diverse dimensioni della qualità dell'azienda in termini di ESG.

Il sottoindice ambientale monitora: (i) l'uso delle risorse; (ii) le immissioni e (iii) il processo di innovazione (produzione eco-sostenibile, risposte al cambiamento climatico; etc.). I fattori sociali inclusi nel punteggio ESG sono valutati considerando (i) la forza lavoro; (ii) i diritti umani; (iii) la comunità e (iv) la responsabilità nel processo produttivo.

I fattori di *governance* inclusi nel punteggio ESG, infine, si riferiscono (i) alla struttura e composizione quali/quantitativa del *management*; (ii) agli azionisti e (iii) alla strategia di CSR.

L'ESG *score* varia tra un minimo di 0 (minima qualità ESG) e un massimo di 100 (massima qualità ESG).

In relazione al campione analizzato, il punteggio ESG medio è risultato pari a 74,9, con un punteggio minimo di 30,8 e uno massimo di 95,7.

CSR Sustainability External Audit Score. È una variabile che indica un punteggio che valuta la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa di un'azienda, basandosi su *audit report* esterni ed indipendenti. Il *range* di valori di tale variabile si esprime nell'intervallo 0 – 100, in cui tanto più è elevato lo *score* tanto maggiore sarà la qualità della performance sostenibile.

Variabile dipendente

La variabile dipendente del modello è rappresentata dal valore di mercato delle società, variabile raccolta ed analizzata in un momento temporale differente, osservando il valore di mercato per singola società dell'ultimo giorno di negoziazione dell'anno “t +1”, al fine di considerare un *lag time effect* comunque limitato alla luce della pressante attenzione dei mercati ai dati ESG. Data la natura del *database* Thomson Reuter e le modalità di calcolo dello *score*, infatti, i relativi dati risultano aggiornati continuamente.

Variabili di controllo

Per controllare l'eterogeneità delle singole imprese, i modelli (1) e (2) sono stati stimati includendo i c.d. effetti fissi (*fixed effects*) funzionali a testare l'eteroschedasticità e controllare tutte le caratteristiche variabili nel tempo relativamente all'impresa e alle sue caratteristiche, compreso il paese di operatività ed il settore di riferimento. Sono inclusi anche gli effetti fissi annuali, che controllano gli *shock* aggregati annuali.

Al fine di tenere in opportuna considerazione le dimensioni aziendali – che possono influenzare l'ammontare di risorse disponibili per un'impresa destinate agli investimenti collegati alla sostenibilità (WADDOCK e GRAVES, 1997) – è stato considerato il totale delle attività ed il numero di dipendenti (entrambi in logaritmo naturale).

La dimensione aziendale, infatti, è una delle variabili esplicative maggiormente utilizzate negli studi empirici che fanno riferimento, come quello in oggetto, all'*Agency Theory*. Ciò, evidentemente, perché nelle imprese di maggiori dimensioni i problemi di agenzia sono maggiormente avvertiti, alla luce delle asimmetrie informative tra azionisti (comprese le minoranze), management e finanziatori (FAMA e MILLER, 1972; JENSEN e MECKLING, 1976). Allo stesso tempo, tuttavia, è certamente da considerarsi che all'aumentare delle dimensioni aziendali – e dunque delle asimmetrie informative e dei costi di agenzia – sia ipotizzabile un incremento dei meccanismi interni di controllo, quali ad esempio i comitati endo-consiliari, volti, appunto, al contenimento di tali distorsioni (WALLACE e KREUTSFELDT, 1991).

Sempre a livello di impresa sono state considerate le variabili dell'EBIT (in logaritmo naturale), del ROE, del ROA, del ROI e dall'EPS, espressive della redditività dell'impresa e necessarie per sterilizzare l'impatto della performance finanziaria sui prezzi azionari al fine di estrapolare l'impatto della *performance* ESG sui prezzi azionari (AGMON, 1972).

Inoltre, al fine di considerare l'indebitamento aziendale, è stato inserito nel vettore delle variabili di controllo anche il rapporto D/E (DONG *et al.*, 2022).

4.4. La regressione

La tabella 3 riporta i risultati dell'ipotesi 1.

Tabella 3. I risultati della regressione. HP1

	(1) CompanyMarketCap (ln)
ESGScore	0.00698*** (0.00201)
ReturnOnEquityActual	-0.0123 (0.0420)
ReturnOnInvestedCapitalAct	0.000709 (0.00416)
ReturnOnAssetsActual	4.115*** (0.435)
EBITMeanln	0.343*** (0.0277)
EarningsPerShareReportedMe	-0.00125*** (0.000267)
TotalDebtPercentageofTotalE	-0.00255 (0.00215)
TotalAssetsln	0.228*** (0.0268)
NumeroofEmployeesln	-0.0553** (0.0273)
_cons	10.83*** (0.527)
N	1521

Robust standard errors in parentesi

***, **, *, Significatività dell'1%, 5%, 10%

Dall'analisi della tabella risulta immediatamente percepibile la relazione significativa e positiva tra l'ESG *score* (ESGS) e il valore di mercato delle società.

Per scongiurare problemi di multicollinearità, soprattutto tra la variabile indipendente e le variabili di controllo, abbiamo calcolato i VIF della regressione. Dall'analisi è emerso che non esistono VIF superiori a 5. Questo risultato, secondo la letteratura di riferimento (GUJARATI, 2009), indica che non esiste multicollinearità tra le variabili utilizzate nell'analisi. Dai valori assunti dai coefficienti di correlazione non risultano potenziali problemi del modello econometrico per quanto attiene la multicollinearità, in quanto in nessun caso i coefficienti si sono attestati su valori ritenuti convenzionalmente inaccettabili (GUJARATI, 2009).

I risultati presentati nella Tabella 3, in definitiva, permettono di supportare l'ipotesi n. 1 (HP1) e risultano coerenti con il filone della letteratura che riconosce l'esistenza di una relazione positiva tra risultati ESG (o comunque la CSR *performance*) e la capitalizzazione di mercato.

Per meglio comprendere la relazione tra ESG *score* e la capitalizzazione di mercato si è proceduto a verificare l'ipotesi HP2, aggiungendo l'effetto della variabile relativa agli *external audit*.

Tabella 4. I risultati della regressione. HP2

	(1) <i>CompanyMarketCap (ln)</i>
0 * ESGS	0.00556*** (0.00180)
ReturnOnEquityActual	-0.0186 (0.0421)
ReturnOnInvestedCapitalAct	0.000318 (0.00416)
ReturnOnAssetsActual	4.067*** (0.435)
EBITMeanln	0.350*** (0.0276)
EarningsPerShareReportedMe	-0.00124*** (0.000267)
TotalDebtPercentageofTotalE	-0.00313 (0.00215)
TotalAssetsln	0.225*** (0.0269)
NumberofEmployeesln	-0.0548** (0.0274)
_cons	10.97*** (0.525)
N	1521

Robust standard errors in parentesi

***, **, *, Significatività dell'1%, 5%, 10%

Dalla lettura ed interpretazione della Tabella 4 si evince che indipendentemente dalla classificazione della *performance* ESG condotta mediante *report* prodotti da soggetti esterni ed indipendenti, la relazione tra ESG *score* e capitalizzazione di mercato resta invariata, ossia positiva e significativa. Pertanto, il punteggio ESG derivante da *report* ed informazioni prodotte dagli *external audit* non modifica la relazione tra *performance* ESG e apprezzamento del mercato, dato che la relazione è comunque significativa all'1% (***). La mancanza di un effetto di moderazione, quindi, suggerisce l'assenza di una diretta influenza sulle scelte di investimento degli *shareholders* imputabile ai *report* degli *external audit*.

Per corroborare i risultati delle analisi principali sono stati eseguiti alcuni controlli di robustezza (*robustness check*). Questi controlli aggiuntivi dimostrano come i risultati risultino i medesimi indipendentemente dalle diverse assunzioni effettuate in questa sede.

Come primo controllo di robustezza è stato ristretto il campione eliminando i valori posti agli estremi della distribuzione (*censoring*). In particolare, è stato analizzato l'effetto dell'ESG *score* sulla capitalizzazione di mercato (considerando anche la qualità della revisione esterna sulla *disclosure* non finanziaria) considerando una riduzione della dimensione del campione dovuta a una *censoring* del 5%. Pur assumendo tale diversa riduzione del campione, il risultato del modello non appare variato rispetto ai risultati sueposti.

Inoltre, poiché i risultati potrebbero essere influenzati dalla scelta delle variabili di controllo, è stata eseguita l'analisi considerando la sensibilità dei risultati all'esclusione di alcune variabili di controllo rilevanti (totale delle attività, EPS, EBIT). I risultati dell'analisi basata sull'esclusione di alcune variabili di controllo rimangono i medesimi dei risultati di base, permettendo di concludere positivamente circa la bontà e la tenuta del modello.

5. Discussione dei risultati, conclusioni e prospettive future di ricerca

Avendo riguardo allo scenario competitivo attuale e alle scelte di comunicazione adottate dalle imprese – e sempre più normate dal regolatore – è del tutto evidente il processo di arricchimento della *disclosure* aziendale e di ampliamento del sistema di *corporate reporting*, che si apre ad un numero crescente di documenti diversamente definiti, quali bilanci sociali, report di sostenibilità, bilanci di impatto, etc..

Se, da un lato, da più parti si evidenzia come tale processo possa rendere l'azienda più *accountable* verso i diversi portatori di interesse ed il processo di rendicontazione aziendale più completo e trasparente, dall'altro viene anche rilevato un approccio cauto dei mercati in relazione all'effettiva bontà di tale *disclosure*, non essendoci elementi sufficienti ad un riscontro oggettivo di quanto comunicato dalle aziende, anche in termini di coerenza, completezza e credibilità (ADAMS e EVANS, 2004).

Lo studio proposto si inserisce proprio in tale dibattito, indagando se una quantificazione della *performance* ESG basata esclusivamente su documentazione generata da soggetti esperti indipendenti ed esterni all'azienda sottoposta a revisione costituisca una possibile interazione rispetto alla *disclosure* non finanziaria emessa dalle aziende.

Ciò anche alla luce della letteratura sull'*Agency Theory* rispetto alla quale si ricorda come i *manager* richiedano sempre più insistentemente la *voluntary assurance* in modo da ridurre i problemi ed i costi dovuti all'asimmetria informativa (WATTS e ZIMMERMAN; 1983 e GORTON e MULLINEAUX, 1987).

Sul punto appare interessante notare come diversi studi abbiano dimostrato empiricamente che l'attività di *assurance* relativamente alla *disclosure* non finanziaria incrementa la percezione degli *stakeholder* circa l'affidabilità dei report ESG (SIMNETT *et al.*, 2009; WALLAGE, 2000)

Tale visione, come già discusso, è contrastata dalle considerazioni mosse da diversi studiosi (tra tutti: EDGLEY *et al.*, 2010; O'DWYER e OWEN, 2007; BALL *et al.*, 2000) i quali evidenziano alcuni profili di incertezza dovuti alla percezione da parte degli *stakeholder* dell'attività di *assurance* (non sempre ritenuta affidabile), etichettata anche come una potenziale attività di *window dressing*.

Proprio in questo *field* vuole inserirsi il presente contributo, cercando di scandagliare ulteriormente il tema attraverso lo studio degli effetti legati alla qualità dell'attività di revisione sulla *non financial disclosure*.

L'evidenza empirica, proposta nel presente studio in relazione al campione utilizzato e alle variabili impiegate nello sviluppo del modello econometrico, ha dimostrato una tendenza del mercato a riconoscere un premio positivo in termini di prezzo di borsa alle imprese con più ampio ESG *score*.

La HP1, infatti, risulta verificata, evidenziando una relazione negativa tra ESG *score* e prezzi azionari.

Tale conclusione appare in linea con la crescente pressione dei consumatori, dei *regulators* e dei diversi *stakeholders* aziendali su tali temi, spesso indicati come elemento di *discrimen* per alcune classi di investitori (istituzionali e non).

La ragione di tali risultati, inoltre, potrebbe ricondursi anche alla credibilità della relativa *disclosure* ed al grado di fiducia del mercato circa la veridicità delle informazioni comunicate dalle imprese e dalla reputazione in tema di *score*.

Sembrerebbero entrate in gioco, dunque, variabili relazionali e fiduciarie.

Proprio su tale aspetto, abbiamo cercato, dunque, di indagare le influenze della qualità dell'attività di revisione sulla *disclosure* non finanziaria (HP2) non cogliendo, però, alcun effetto di moderazione rispetto alla prima ipotesi. Infatti, anche considerando il punteggio ESG delle singole aziende basato esclusivamente su *external audit*, la relazione testata nella prima ipotesi non cambia.

Tale evidenza, porta dunque a concludere che il *sentiment* degli investitori non è influenzato dalla quantificazione della *performance* ESG basata esclusivamente su informazioni (*rectius report*) esterni ed indipendenti e che, pertanto, la *disclosure* non finanziaria prodotta dalle aziende non è surclassata da altre tipologie informative nel processo di *investment decision*.

Ciò implica che, nel processo decisionale degli investitori, la qualità e il contenuto della *disclosure* non finanziaria fornita dalle imprese mantengono un ruolo centrale, senza essere subordinati o moderati dall'attività di revisione esterna. Ciò da un lato rappresenta un riconoscimento della qualità della reportistica di carattere non finanziario delle aziende, ma dall'altro mette in luce i limiti dell'attività di revisione (o, comunque, della verificabilità) esperibile su tali documenti, probabilmente connessi, a loro volta, alla mancanza di *guidelines* specifiche di redazione. Nella parte iniziale del presente lavoro si è inteso evidenziare come la dimensione sociale dell'agire d'impresa sia sempre stata indicata come elemento rilevante per gli equilibri della gestione. Le relazioni interne ed esterne che l'impresa continuamente intesse per la propria sopravvivenza, infatti, definiscono l'impresa stessa come soggetto a valenza "inevitabilmente" sociale.

All'interno di tale rete di relazioni, transazioni a carattere patrimoniale e non, collaborazioni e contrasti (AMADUZZI, 1957a), la dimensione fiduciaria non è seconda a quella competitiva (MION e TESSARI, 2021). In questo senso la "credibilità" dell'informativa sociale e l'approccio integrato alla pianificazione, gestione e comunicazione della stessa possono sicuramente rappresentare le chiavi di un nuovo e più corretto approccio ai temi ESG, che permettano quell'impatto positivo sui mercati finanziari non riscontrato nel contributo in oggetto.

Anche in questo senso devono leggersi le riflessioni condotte nell'apertura del presente contributo in relazione alle nuove previsioni della *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

In conclusione, i risultati di questo studio offrono implicazioni pratiche e teoriche per *manager*, *stakeholder* e autorità di regolamentazione. In particolare, i *manager* possono, da un lato, acquisire informazioni utili sulla percezione del mercato rispetto alle politiche ESG e, dall'altro, sviluppare una migliore consapevolezza dei benefici connessi agli *external audit*.

L'analisi, poi, presenta spunti di riflessione di carattere politico e regolatorio, alla luce della più volte citata *Corporate Sustainability Reporting Directive*. Infatti, lo studio si muove in un periodo temporale coperto dalla precedente NFD e, pertanto, i risultati presentati vanno contestualizzati in uno scenario caratterizzato da una *disclosure* non finanziaria limitata e non perfettamente regolamentata. Proprio tali limiti riguardanti le linee guida nella redazione dell'informativa non finanziaria possono essere alla base dell'influenza dei *report* degli *external audit* nella dinamica decisionale degli operatori del mercato. Sul punto, ad esempio, risulterà interessante successivamente alla sua entrata in vigore, ampliare l'analisi qui sviluppata considerando la reazione delle imprese ai nuovi obblighi di *disclosure*, anche alla luce delle previsioni in tema di principi di rendicontazione ed *assurance*.

Da ultimo, l'articolo si colloca in un *field* ampiamente discusso dagli studiosi di economia aziendale, ma cerca di affrontare un tema ancora poco dibattuto, qual è l'impatto delle informazioni "esterne" all'azienda nelle dinamiche di apprezzamento. Lontani dal ritenere di aver solcato un terreno totalmente inesplorato, si ritiene che le considerazioni esposte nel presente articolo possano inserirsi nel vivace, ed estremamente attuale, dibattito riguardante l'importanza della *performance* sostenibile nelle dinamiche aziendali.

Nonostante queste evidenze, il nostro contributo presenta alcuni limiti.

Nell'analisi condotta, è stata presa in considerazione la *performance* ESG quantificata in base agli *external audit* senza però indagare la qualità dell'attività di revisione non finanziaria e possibili fenomeni dovuti alla relazione tra le stesse società di revisione e le imprese analizzate. Infatti, la *tenure* del contratto di revisione, il conferimento di ulteriori incarichi e la reputazione della società di revisione potrebbero variare i risultati ottenuti o, quantomeno, fornire una diversa lettura delle considerazioni proposti in tale sede.

Ulteriori approfondimenti potrebbero essere, inoltre, sviluppati in relazione alla variabile ESG *score*, in questo frangente testata quale variabile monolitica, mentre potrebbero essere testati gli effetti disgiunti (o meno) delle tre componenti della stessa (*Environment*, *Social* e *Governance scores*) sui prezzi azionari.

Inoltre, i risultati dell'analisi empirica sono concettualmente estendibili a tutte le economie europee, ben rappresentate dalle aziende presenti nel campione indagato. Infatti, il tessuto economico europeo, a differenza di quello statunitense, è composto da aziende aventi una struttura proprietaria concentrata, in cui una o poche entità (ad esempio, famiglie, individui o altre società), che detengono il controllo della maggioranza del capitale sociale. Tale fattispecie determina una particolare configurazione del governo societario in cui le scelte strategiche e operative sono influenzate dagli azionisti di controllo, determinando un problema di agenzia di tipo II. Invece, nel contesto

statunitense, in cui prevale una struttura proprietaria diffusa, si riscontrano problematiche gestionali racchiuse nel problema di agenzia di tipo I, che riguarda il conflitto tra *manager* ed azionisti.

Tale ontologica differenza tra gli assetti proprietari, pertanto, limita fortemente l'applicazione *tout court* delle conclusioni illustrate nel presente lavoro anche in contesti economici differenti da quello europeo. Infine, dal punto di vista metodologico, il modello di Ohlson (1995), sebbene sia, come già esposto, tra i più utilizzati, presenta alcuni limiti. Infatti, questo si basa su variabili contabili, che possono essere influenzate da fattispecie di *earnings management*, che potrebbero determinare una rappresentazione distorta (o, addirittura, falsa) della situazione economica reale dell'impresa. Inoltre, il modello di Ohlson non tiene conto dei cambiamenti dinamici nel valore di mercato in risposta a fenomeni esogeni quali eventi geopolitici, nuove informazioni e cambiamenti normativi. Ciò, in un ambiente economico in continua evoluzione, potrebbe non essere in grado di fornire previsioni accurate nel lungo periodo.

MARIA FEDERICA IZZO
*Professore Ordinario
di Economia Aziendale*

Università San Raffaele Roma
Dipartimento di Scienze Umane
e Promozione della Qualità della Vita

GIUSEPPE MARIA BIFULCO
Assegnista di ricerca

Università degli Studi di Milano-Bicocca
Dipartimento di Economia, Management e Statistica

Bibliografia

- ADAMS C. A., EVANS R. (2004), "Accountability, completeness, credibility and the audit expectations gap", in *The Journal of Corporate Citizenship*, n. 14, pagg. 97-115.
- AGMON T. (1972), The relations among equity markets: A study of share price co-movements in the United States, United Kingdom, Germany and Japan, in *The Journal of Finance*, n. 27(4), pagg. 839-855.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna
- AKERLOF G. (1970), "The market for "lemons": Quality and the market mechanism", in *The Quarterly Journal of Economics*, n. 84(3), pagg. 488-500.
- ALBUQUERQUE R., KOSKINEN, Y., ZHANG, C. (2019), Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence, in *Management Science*, 65 (10), pagg. 4451-4469.
- AMADUZZI A. (1957a), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Editrice Viscontea, Milano.
- AMADUZZI A. (1957b), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino
- AMEL-ZADEH A., SERAFEIM G. (2018). "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey", in *Financial Analysis Journal*, 74, pagg. 87-103.
- ANDERSON J., FRANKLE A. (1980), "Voluntary Social Report: An Iso-Beta Portfolio Analysis", in *Accounting Review*, n. 55, pagg. 468-479.

AOUADI A., MARSAT S. (2018), "Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data", in *Journal of Business Ethics*, n. 151(4), pagg. 1027-1047.

ARIF M., SAJJAD A., FAROOQ S., ABRAR M., E JOYO A. S. (2021), "The impact of audit committee attributes on the quality and quantity of environmental, social and governance (ESG) disclosures", in *Corporate Governance*, n. 21(3), pagg. 497-514.

AWAYSHEH A., HERON R. A., PERRY T., WILSON, J. I. (2020), "On the relation between corporate social responsibility and financial performance", in *Strategic Management Journal*, 41(6), pagg. 965-987. <https://doi.org/10.1002/smj.3122>.

BALDINI M., DAL MASO L., LIBERATORE G., MAZZI F., TERZANI S. (2016), "Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure", in *Journal of Business Ethics*, n. 150(1), pagg. 79-98.

BALL A., OWEN D. L., GRAY R. (2000), "External transparency or internal capture? The role of third-party statements in adding value to corporate environmental reports", in *Business Strategy and the Environment*, n. 9, pagg. 1-23.

BANSAL P., CLELLAND I. (2004), "Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment", in *Academy of Management Journal*, 47(1): pagg. 93-103.

BARTH M. E., CLINCH G. (2009), "Scale effects in capital markets-based accounting research", in *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 36(3), pagg. 253-288.

BECCHETTI L., CICIRETTI R., HASAN I., KOBEISSI N. (2012), "Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value", in *Journal of Business Research*, n. 65 (11), pagg. 1628-1635.

BERETTA V., DEMARTINI C., TRUCCO S. (2019), "Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting?", *Journal of Intellectual Capital*, n. 20, pagg. 100-124.

BERNARDI C., STARK A. (2018), "Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts", in *British Accounting Review*, n. 50(1), pagg. 16-31.

BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.

BERTINI U. (2014), *La corporate governance, fattore di superamento della crisi e sviluppo dell'economia, Prospettive all'inaugurazione dell'anno accademico dell'Unicusano*.

BOIRAL O., GUILLAUMIE L., HERAS-SAIZARBITORIA I., TAYO TENE C. V. (2018), Adoption and Outcomes of ISO 14001: A Systematic Review, *International Journal of Management Reviews*, n. 20, pagg. 411-432.

BOWEN F. (2014), *After Greenwashing: Symbolic Corporate Environmentalism and Society*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

BRANCO M., RODRIGUES L. (2006), Corporate social responsibility and resource-based perspectives, in *Journal of Business Ethics*, 69, 111-132.

BROADSTOCK D. C., CHAN K., CHENG L. T., WANG X. (2020), "The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China", in *Finance Research Letters*, 38.

BUSTAMANTE C. V. (2019), "Strategic choices: Accelerated startups' outsourcing decisions", in *Journal of Business Research*, n. 105, pagg. 359-369.

CASSANDRO P. E. (1967), "Il profitto dell'impresa e la sua determinazione", in *Rassegna economica*, No. 5, published later in *Scritti Vari (1929-1990)*, Ricerche a cura di Giuseppe Spallini. Cacucci, Bari, 1992, pagg. 780-805.

CASSANDRO P. E. (1978), "Sul concetto di impresa come comunità". *Rassegna Economica*, No. 1, pubblicato in *Scritti Vari (1929-1990)*, Ricerche a cura di Giuseppe Spallini. Cacucci, Bari, 1992, pagg. 1199-1205.

CASSANDRO P. E. (1989), "Sul cosiddetto bilancio sociale dell'impresa", in *Rivista di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 7/8, pubblicato successivamente in *Scritti Vari (1929-1990)*, Ricerche a cura di Giuseppe Spallini. Cacucci, Bari, 1992, pagg. 1692-1701.

CATTURI G. (1971), "L'impresa come organismo tridimensionale e i suoi obiettivi alternativi al profitto" in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.6.

CATTURI G. (1993), "Sul contenuto scientifico dell'ecologia aziendale" in *Scritti in onore di Carlo Masini*, Egea, Milano.

CAVALIERI E. (2006), *Aspetti critici dell'informazione esterna d'azienda*, in *Riferimenti storici e processi evolutivi dell'informativa di bilancio tra dottrina e prassi*, Atti del VIII Convegno Nazionale SIDREA, RIREA, Roma, pagg. 416-417.

CHEN J., HONG H., STEIN J. C. (2001), "Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices", in *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.

CHENG M. M., GREEN W. J., KO J. C. (2015), "The Impact of Strategic Relevance and Assurance of Sustainability Indicators on Investors Decisions", in *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34, pagg. 131-162.

CHO C. H., PATTEN D. M., ROBERTS R. W. (2006), "Corporate political strategy: An examination of the relation between political expenditures, environmental performance, and environmental disclosure", in *Journal of Business Ethics*, n. 67(2), pagg.139-154.

CLARK G. L., VIEHS M. (2014), The implications of corporate social responsibility for investors: An overview and evaluation of the existing CSR literature. (Working paper) University of Oxford.

COCHRAN P. L., WOOD R. A. (1984), "Corporate social responsibility and financial performance", in *The Academy of Management Journal*, 27(1), pagg. 42-56.

CODA V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino

CODA V. (2012), "Capire e fare il bene dell'azienda", in *Il bene dell'azienda. Scritti in onore di Vittorio Coda*, Giuffrè, Milano.

CORNO F. (2002), *L'etica del governo dell'impresa: convergenza tra il pensiero laico e dottrina sociale*, Guerini e associati, Milano.

CORONELLA S., CAPUTO F., LEOPIZZI R., VENTURELLI A. (2018), "Corporate social responsibility in Economia Aziendale scholars' theories: A taxonomic perspective", in *Meditari Accountancy Research*, n. 26(4), pagg. 640-656.

CORONELLA S., MIO C., LEOPIZZI R., VENTURELLI A., CAPUTO F. (2016), "Matching Economia Aziendale and Corporate Social Responsibility: roots and frontiers", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 9/10/11/12, pagg. 322-342.

COSTA E., RAMUS T. (2012), "The Italian Economia Aziendale and Catholic Social Teaching: How to apply the Common Good Principle at the Managerial Level", in *Journal of Business Ethics*, n. 106, pagg. 103-116.

CUADRADO-BALLESTEROS B., GARCÍA-SANCHEZ I. M., MARTÍNEZ-FERRERO J. (2017), "The impact of board structure on CSR practices on the international scale", in *European Journal of International Management*, n. 11(6), pagg. 633-659.

DAMODARAN A., CORNELL D. (2020), *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?*, NYU Stern School of Business.

DANDO N., SWIFT T. (2003), "Transparency and assurance minding the credibility gap", in *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), pagg. 195-200.

DARNALL N., SEOL I., SARKIS J. (2009), "Perceived stakeholder influences and organizations' use of environmental audits", in *Accounting Organization Society*, n.34 (2), pagg. 170-187.

DE KLERK M., DE VILLIERS C., VAN STADEN C. (2015), "The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom", in *Pacific Accounting Review*, n. 27(2), pagg. 208-228.

DEEGAN C., BLOMQUIST C. (2006), "Stakeholder influence on corporate reporting: An exploration of the interaction between WWF-Australia and the Australian minerals industry", in *Accounting, Organizations and Society*, n.31(4), pagg. 343-372.

DELMAS M. A., BURBANO V. C. (2011), "The Drivers of Greenwashing", in *California Management Review*, 54, pagg. 64-87.

DEMERS E., HENDRIKSE J., JOOS P., LEV B. (2021), "ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), pagg. 433-462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>.

DHALIWAL D. S., RADHAKRISHNAN S., TSANG A. (2012), "Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure", in *Accounting Review*, 87, pagg. 723-759.

DI CARLO E. (2021), "Il bene dell'azienda come terza via al dilemma shareholder vs stakeholder", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 9/10/11/12, pagg. 278-295.

DI MAGGIO P. J., POWELL W. W. (1983), "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", in *American Sociological Review*, n. 48(2), pagg. 147-160.

DI TORO P. (1993), *L'etica nella gestione d'impresa: studio sulla dimensione culturale dell'azienda, e sulla "qualità" del suo "modo di essere"*, Cedam, Padova.

DONG Y., LIANG C., WANYIN Z. (2022), "Board diversity and firm performance: Impact of ESG activities in China", in *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1), pagg. 1592-1609.

DUMAY J. C. (2016), "A critical reflection on the future of intellectual capital: from reporting to disclosure", in *Journal of Intellectual Capital*, n. 17(1), pagg. 168-184.

ECCLES R. G., KRZUS M. P. (2010), *One report: integrated reporting for a sustainable strategy*, Wiley, Hoboken, NJ.

EDGLEY R. C., JONES M. J., SOLOMON J. F. (2010), "Stakeholder inclusivity in social and environmental report assurance", in *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 23, n. 4, pagg. 532-557;

ELKINGTON J. (1998), *Cannibals with forks. In The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, New Society Publishers: Gabriola, BC.

- FAMA E. F., JENSEN M. (1983), "Separation of ownership and control", in *Journal of Law and Economics*, n. 26(2), pagg. 301-326.
- FAMA E. F., MILLER M. H. (1972), *The theory of finance*. Holt Rinehart & Winston.
- FAROOQ M. B., De VILLIERS C. (2017), "The market for sustainability assurance services: A comprehensive review of the literature and future avenues for research", in *Pacific Accounting Review*, 29, pagg. 79-106.
- FATEMI A., GLAUM M., KAISER S., (2018), "ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure", in *Global Finance Journal*, 38, pagg. 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>.
- FERRARIS FRANCESCHI R. (2002), "Etica ed economicità", in Cavalieri E. (a cura di), *Economia ed etica aziendale*, Giappichelli, Torino.
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1987), *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano.
- FRIEDMAN M. (1970), "The social responsibility of business is to increase its profits", in *New York Times Magazine* (September 13, reprinted from (1962).
- GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria*, I Vol., Le aziende agricole, Corsi, Pisa.
- GLADYSEK O., CHIPETA C. (2012), "The Impact of Socially Responsible Investment Index Constituent Announcements on Firm Price: Evidence from the JSE", in *South African Journal of Economic and Management Sciences*, n. 15 (4), pagg. 429-439.
- GORTON G., MULLINEAUX D. J. (1987), "The joint production of confidence: endogenous regulation and nineteenth century commercial-bank clearinghouses", in *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol. 19 No. 4, pagg. 457-568.
- GRAY R., KOUHY R., LAVERS S. (1995), "Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure", in *Accounting Audit and Accountability Journal*, n. 8, pagg. 47-77.
- GUJARATI N. D. (2009), *Basic Econometrics*. Tata McGraw-Hill Education.
- HALES J. (2018), The Future of Accounting is Now. The CPA Journal, (July 2018), <https://www.cpajournal.com/2018/07/16/the-future-of-accounting-isnow/>.
- HAUSMAN J. (1978), "Specification tests in econometrics", in *Econometrica*, n. 46, pagg. 69-85.
- HODGE K., SUBRAMANIAM N., STEWART J. (2009), "Assurance of sustainability reports: Impact on report users' confidence and perceptions of information credibility", in *Australian Account. Review*, 19, pagg. 178-194.
- HUANG D. Z. X., (2021). "Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation", in *Accounting & Finance*, 61(1), pagg. 335-360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- HUBER B., COMSTOCK M., POLK D. (2017), ESG reports and ratings: What they are, why they matter (Vol. 44). <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>
- INCOLLINGO A. (2014), *Le prime esperienze di bilancio integrato. Analisi e riflessioni*, Giappichelli, Torino.
- JAKOBSSON R., LUNDBERG L. (2018), *The Effect of ESG Performance on Share Price Volatility*, UMEA School of Business, Economics and Statistics.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of financial economics*, n. 3(4), pagg. 305-360.
- JO H., HARJOTO M. A. (2011), "Corporate governance and firm value: The Impact of Corporate Social Responsibility", in *Journal of Business Ethics*, v. 103, pagg. 351-383.
- JUNIOR R. M., BEST P. J., COTTER J. (2014), "Sustainability Reporting and Assurance: A Historical Analysis on a World-Wide Phenomenon", in *Journal of Business Ethics*, 120, pagg. 1-11.
- KARAGIORGOS T. (2010), "Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis on Greek companies", in *European Research Studies*, XIII(4), pagg. 85-108.
- KIM E. H., LYON T. P. (2015), "Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure", in *Organizational Science*, 26, pagg. 705-723.
- KOLK A. (2008), "Sustainability, accountability and corporate governance: Exploring multinationals' reporting practices", in *Business Strategy and the Environment*, 17, pagg. 1-15.
- LAUFER W. S. (2003), "Social Accountability and Corporate Greenwashing", in *Journal of Business Ethics*, n. 43, pagg. 253-261.
- LEE S. C., CHEN J. L., TSAI M. S. (2014), "An empirical investigation of the ohlson model—A panel cointegration approach", in *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, n. 8(2), pagg. 35-51.
- LINS K. V., SERVAES H., TAMAYO A., (2017), Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis, in *The Journal of Finance*, 72(4), pagg. 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>.
- MADSEN P. M., RODGER Z. J. (2015), "Looking good by doing good: The antecedents and consequences of stakeholder attention to corporate disaster relief", in *Strategic Management Journal*, 36(5), pagg. 776-794.

- MALIK M. (2015), "Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature", in *Journal of Business Ethics*, 127, pagg. 419-438.
- MANETTI G., BECATTI L. (2009), "Assurance services for sustainability reports: Standards and empirical evidence", in *Journal of Business Ethics*, 87 (1): pagg. 289-298.
- MARGOLIS J. D., ELFENBEIN H. A., WALSH J. P. (2009), *Does it pay to be good and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*. Harvard University.
- MARQUIS C., TOFFEL M. W., ZHOU Y. (2016), "Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing", in *Organizational Science*, 27, pagg. 483-504.
- MASINI C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Milano.
- MASINI C. (1979), *Lavoro e risparmio*, Seconda edizione, Utet, Torino.
- MERVELSKEMPER L., STREIT D. (2017), "Enhancing market valuation of ESG performance: Is integrated reporting keeping its promise?", in *Business Strategy and the Environment*, 26(4), pagg. 536-549.
- MERVELSKEMPER L., STREIT D., (2017), Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? in *Business Strategy and the Environment*, 26(4), pagg. 536-549. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>.
- MEYER J. W., ROWAN B. (1977), "Institutional organizations: formal structure as myth and ceremony", in *American Journal of Sociology*, n.83(2), pagg. 340-363.
- MIO C. (2013), "Materiality and Assurance: Building the Link", in Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., *Towards integrated reporting: concepts, elements and principles*, Springer, London, UK.
- MION G., TESSARI R. (2021), "Oltre l'ibrido: l'integrazione tra economicità e socialità negli obiettivi d'azienda", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 1/2/3/4, pagg. 66-85.
- MISHRA S., MODI S. (2013), "Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk", in *Journal of Business Ethics*, 117(2), pagg. 431-448.
- MITCHELL J. (2006), "Selective reporting of financial ratios in Australian annual reports: Evidence from a voluntary reporting environment", in *Accounting Research Journal*, Vol. 19(1), pagg. 5-30.
- MORIMOTO R., ASH J., HOPE E. C. (2005), "Corporate social responsibility audit: From theory to practice", in *Journal of Business Ethics*, n. 62 (4), pagg. 315-325.
- MORONEY R., WINDSOR C., AW Y. T. (2012), "Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: An empirical analysis", in *Accounting Finance*, 52, pagg. 903-939.
- MOSKOWITZ M. R. (1972), "Choosing socially responsible stocks", in *Business and Society Review*, 1, pagg. 71-75.
- NEKHILI M., NAGATI H., CHITTOU T., REBOLLEDO C. (2017), "Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms", in *Journal of Business Research*, n. 77, pagg. 41-52.
- NOLLET J., FILIS G., MITROKOSTAS E. (2016), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Non-Linear and Dissaggregated Approach", in *Economic Modelling*, n. 52 (Part B), pagg. 400-407.
- O'DONOVAN G. (2002), "Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory", in *Accounting Audit and Accountability Journal*, n.15 (3), pagg. 344-371.
- O'DWYER B., OWEN D. L. (2007), "Seeking stakeholder-centric sustainability assurance", in *Journal of Corporate Citizenship*, n. 25, pagg. 77-94.
- OHLSON J.B.A. (1995), "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", in *Contemporary Accounting Research*, n.11(2), pagg. 661-687.
- ONIDA P. (1961), "Economicità, efficienza e socialità nell'amministrazione d'impresa", in *Rivista Italiana di Ragioneria*, n. 61 (3/4).
- ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Milano.
- PAVA L., KRAUSZ J. (1996), "The association between corporate social responsibility and financial performance", in *Journal of Business Ethics*, n. 15, pagg. 321-357.
- PEREGO A., KOLK, A. (2012), "Multinationals' Accountability on Sustainability: The Evolution of Third-party Assurance of Sustainability Reports", in *Journal of Business Ethics*, n. 110, pagg. 173-190.
- PORTER M. E. (1991), "Towards a dynamic theory of strategy", in *Strategic Management Journal*, 12, pagg. 95-117.
- PORTER M. E., KRAMER M. R. (2011), "Creating shared value", in *Harvard Business Review*, 89, pagg. 62-77.
- PORTER M. E., VAN DER LINDE C. (1995), "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", in *Journal of Economic Perspectives*, 9, pagg. 97-118.
- RAMUS C. A., MONTIEL I. (2005), "When are corporate environmental policies a form of greenwashing?", in *Business and Society*, 44(4), pagg. 377-414.
- REVELLI C., VIVIANI J. L. (2015), "Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis", in *Business Ethics: A European Review*, n.24(2), pagg. 158-185.
- RICCABONI A., CATTURI G., CODA V., SORCI P. (1995), *Etica ed obiettivi d'impresa*, Cedam, Padova.
- RIMMEL F. (2021), *Accounting for Sustainability*, Routledge.

- ROBERTS J. (2004), *The modern firm: Organizational design for performance and growth*. Oxford: Oxford University Press.
- ROMERO S., FERNANDEZ-FEIJOO B., RUIZ S. (2014), "Perceptions of quality of assurance statements for sustainability reports", in *Social Responsibility Journal*, 10, pagg. 480-499.
- ROSS S. A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", in *The bell journal of economics*, pagg. 23-40.
- RUSCONI G. (1997), *Etica e impresa. Un'analisi economico-aziendale*, Clueb, Bologna.
- RUSCONI G., SIGNORI S. (2017), *Etica e impresa*, in BALLUCCHI F. e FURLOTTI K., *La responsabilità sociale delle imprese. Un percorso verso lo sviluppo sostenibile. Profili di governance e accountability*, Giappichelli, Torino.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. (1986), "Large shareholders and corporate control", in *Journal of political economy*, n. 94(3), pagg. 461-488.
- SIGNORI S., RUSCONI G. (2009), "Ethical thinking in traditional Italian Economia Aziendale and the stakeholder management theory: The search for possible interactions", in *Journal of Business Ethics*, n. 89(3), pagg. 303-318.
- SIMNETT R., VANSTRAELEN A., CHUA W. F. (2009), "Assurance on sustainability reports: an international comparison", in *The Accounting Review*, Vol. 84 No. 3, pagg. 937-967.
- SKINNER D. J. (1994), "Why firms voluntarily disclose bad news", in *Journal of accounting research*, n. 32 (1), pagg. 38-60.
- SPENCE M. (1973), "Job market signaling", in *Quarterly Journal of Economics* n. 87(3), pagg. 355-374.
- TAMPAKOUDIS L., NOULAS A., KIOSSES N., DROGALAS G. (2021), "The effect of esg on value creation from mergers and acquisitions. what changed during the Covid-19 pandemic?", in *Corporate Governance*, n. 21(6), pp. 1117-1141.
- VERRECCHIA R. E. (1983), "Discretionary disclosure", in *Journal of accounting and economics*, n. 5, pagg. 179-194.
- WADDOCK S. A., GRAVES S. M. (1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", in *Strategic Management Journal*, n. 18 (4), pagg. 303-319.
- WALLACE W. A., KREUTSFELDT R. V. (1991), "Distinctive characteristics of entities with an internal audit department and the association of the quality of such departments with errors", in *Contemporary Accounting Research*, n. 72(2), pagg. 485-512.
- WALLAGE P. (2000), "Assurance on sustainability reporting: an auditor's view", in *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 19(S1), pagg. 53-65.
- WANG Z., SARKIS J. (2017), "Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance", in *Journal of Cleaner Production*, n. 162(20), pagg. 1607-1616.
- WATTS R. L., ZIMMERMAN J. L. (1983), "Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence", in *Journal of Law and Economics*, 26(3), pagg. 613-633.
- WILLIAMSON O. E. (1981), "The modern corporation: origins, evolution, attributes", in *Journal of Economic Literature*, n. 19(4), pagg. 1537-1568.
- WONG R., MILLINGTON A. (2014), "Corporate social disclosures: A user perspective on assurance", in *Accounting, Audit and Accountability Journal*, 27, pagg. 863-887.
- YOON B., LEE J. H., BYUN R. (2018), "Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea", in *Sustainability*, 10(10), pag. 3635.
- ZAPPA G. (1950), *Il reddito di impresa: scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano.
- ZAPPA G. (1956), *Le produzioni delle economie delle imprese*, Giuffrè, Milano.
- ZAPPA G. (1959), "La nozione di sistema; le sue vaste applicazioni; i diversi sistemi dei valori nell'economia di ogni azienda", in *Il Risparmio*, n. 7(11), pagg. 1679-91.