



Corso di laurea in Economia e Management

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia Aziendale

Governance aziendale e impatto sociale:
analisi comparativa dell'approccio
shareholder e stakeholder

Prof. Giovanni Fiori
RELATORE

Riccardo De Luca - 269771
CANDIDATO

Anno accademico 2023/2024

Sommario

Introduzione	4
Capitolo I – Fondamenti delle teorie	5
Introduzione.....	5
1.1 Introduzione alla Governance aziendale	6
1.2 La teoria dello shareholder.....	7
1.2.1 Definizione.....	7
1.2.2 Origine e fondamenti	8
1.2.3 Sviluppo.....	10
1.2.4 Ostacoli e problematiche	12
1.3 La teoria degli stakeholder	13
1.3.1 Definizione.....	13
1.3.2 Origine e sviluppo	14
1.3.3 Impatto delle politiche di Corporate Social Responsibility	16
1.4 Sintesi dell’analisi e sviluppi recenti	16
1.4.1 Vantaggi e svantaggi delle teorie	16
1.4.2 Enlightened Shareholder Value.....	17
CAPITOLO 2 - Effetto delle teorie sulla governance aziendale	18
Introduzione	18
2.1 Come le teorie influiscono sulla governance aziendale	19
2.2 Influenze della teoria degli shareholder	21
2.2.1 Struttura organizzativa	21
2.2.2 Strategia.....	23
2.3 Influenze della teoria degli stakeholder	25
2.3.1 Struttura organizzativa	25
2.3.2 Strategia.....	26
CAPITOLO 3 – Effetti sul piano finanziario e sulla performance aziendale	28
Introduzione	28
3.1 Il piano finanziario.....	29
3.1.1 Piano finanziario nella shareholder theory	29
3.1.2 Piano finanziario nella stakeholder theory	30
3.2 La performance aziendale.....	32
3.2.1 Indici finanziari.....	32
3.2.2 Indici non finanziari.....	34
Conclusioni	35
Sitografia	36

Bibliografia 37

Introduzione

In questa tesi si andrà ad approfondire il dibattito esistente e non ancora concluso tra le due più importanti teorie di *governance* aziendale. L'approccio utilizzato sarà quello di analizzare inizialmente le fondamenta teoriche che hanno portato alla nascita di questi approcci. Inoltre, si descriveranno le dinamiche di crescita e di sviluppo delle stesse per mettere in luce gli aspetti legati alla loro applicazione, e quindi ai relativi vantaggi e svantaggi sia dell'aspetto teorico che applicativo. A questo punto, esplorati questi concetti e svolta una sintesi dei risultati, si ha una base solida per passare ad un'analisi degli aspetti più operativi e sulle conseguenze delle teorie in ambito aziendale. Ciò verrà fatto, dapprima, soffermandosi sugli effetti in ambito organizzativo e strategico. Successivamente, nel terzo capitolo, si vedrà anche quali sono gli effetti sull'aspetto finanziario e di performance.

Capitolo I – Fondamenti delle teorie

Introduzione

In questo capitolo, a seguito dell'identificazione del concetto di governance, si approfondiranno le fondamenta, la diffusione e gli ostacoli delle due principali teorie su questa tematica.

Come vedremo, non si tratta soltanto di teorie, ma di chiavi di interpretazione del sistema economico, a partire dal ruolo che l'impresa svolge. Infatti, semplificando in modo estremo, possiamo dire che il dibattito parte dalla definizione di “obiettivo di impresa”. Alcuni economisti, più tradizionali, sono concordi nell'affermare che esso coincida con la massimizzazione del profitto per garantire un ritorno agli investitori. Negli ultimi anni questa impostazione si è evoluta in favore di un orientamento alla cosiddetta *creazione di valore* per gli azionisti. Secondo un'altra prospettiva, invece, vi è un'altra priorità, cioè quella di preoccuparsi dell'impatto sui soggetti esterni all'impresa ma interessati al suo andamento. Ma è davvero una differenza tanto semplice? Certamente no. Nel corso del seguente capitolo si analizzerà il tema ponendo attenzione sull'aspetto teorico, partendo dalla sua genesi. Infine, vi sarà un confronto tra i punti di forza e i punti di debolezza di ciascun approccio per risaltarne le peculiarità in relazione al contesto storico in cui sono nate e in cui hanno ottenuto successo.

Si confronteranno soprattutto tramite la valutazione degli avvenimenti accaduti negli ultimi 40 anni fino ad argomentare anche sulle nuove tendenze. Infatti, queste prospettive – *shareholder e stakeholder*- sono di ampia portata, capaci di persistere nel tempo e di evolversi insieme all'intero sistema economico.

1.1 Introduzione alla Governance aziendale

La parola *governance* deriva dal latino *gubernare* e dal greco antico *kubernân*, verbo che ha il significato di guidare o condurre¹. Per cui si intende l'attività di governo di un paese o di controllo di una società o di un'organizzazione². Applicando questa definizione al contesto aziendale può essere definita come l'insieme di norme, prassi e consuetudini operative che permettono sia ai managers sia ai dipendenti di svolgere la propria attività, definire gli obiettivi e fare scelte per raggiungerli³.

È necessario specificare che in questa analisi ci si soffermerà sul concetto di *governance* applicata ad imprese di grande dimensione. Il motivo di questa direzione è dovuto a due ragioni principali: in primo luogo, il dibattito tra la *shareholder theory* e la *stakeholder theory* è incentrato sulla modalità più corretta di gestione di tali imprese in quanto, queste ultime, data la loro rilevanza economica e il loro impatto sociale, hanno un'influenza significativa sull'interesse generale, molto più delle piccole e medie imprese (PMI). Le grandi imprese, infatti, definibili come *corporations* (da qui il termine *corporate governance*), sono spesso organizzazioni con una rete di relazioni estremamente vasta e capillarizzata che va ben oltre il contesto regionale o nazionale.

La seconda ragione è che la distinzione delle due teorie emerge in relazione al rapporto vigente tra proprietà e gestione. Nelle PMI, e ancor di più nelle imprese familiari, la netta separazione tra questi ruoli è meno marcata o nulla. Di conseguenza, sono anche meno rilevanti i possibili conflitti di interesse tra queste due categorie.

Nelle imprese di grandi dimensioni, al contrario, la *governance* diviene un tema più articolato. Sono presenti, infatti, strutture più complesse che comprendono Consigli di amministrazione e meccanismi di controllo che hanno l'obiettivo di garantire una corretta gestione.

¹ Alessandro Arienzo. *Dalla Corporate Governance Alla Categoria Politica Di Governance*. 1 Jan. 2004, pp. 125–162. Accessed 20 Sept. 2024.

² "Governance Noun - Definition, Pictures, Pronunciation and Usage Notes | Oxford Advanced Learner's Dictionary at OxfordLearnersDictionaries.com." *Oxfordlearnersdictionaries.com*, 2022, www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/governance#:~:text=governance-.

³ Brogi, Marina. *Corporate Governance*. EGEA spa, 11 Oct. 2016.

I principali due approcci alla governance aziendale sono, storicamente, la *shareholder-based view* e la *stakeholder-based view* che verranno approfonditi in modo dettagliato nei punti seguenti del capitolo.

1.2 La teoria dello shareholder

1.2.1 Definizione

La parola *shareholder*, in italiano azionista, viene definito dal vocabolario Treccani come «chi è proprietario di quote azionarie di società il cui capitale è costituito da azioni⁴». Il primo utilizzo conosciuto di questa parola si attesta nel 1755 ed introdotto come sinonimo del termine *stockholder*, di utilizzo più frequente in quegli anni⁵.

La teoria degli *shareholder*, o *shareholder theory*, è una delle teorie più importanti e discusse nell'ambito della gestione aziendale. Ha riscosso successo nella seconda metà del XX secolo e pone al centro del sistema aziendale la figura dell'azionista con l'obiettivo di massimizzarne la ricchezza. Secondo questa prospettiva, l'azionista non è solo il proprietario dell'azienda, ma anche un vero e proprio fornitore di fondi necessari per sostenere le attività d'impresa. Inoltre, assumendosi parte del rischio d'impresa tramite l'investimento di capitale proprio, questa figura diventa cruciale per la nascita, il funzionamento e la sopravvivenza dell'impresa.

Pertanto, seguendo la teoria, i manager devono rendere prioritari la protezione e l'accrescimento degli asset a vantaggio di questa categoria. Si presuppone che, per raggiungere questo obiettivo, bisogna intervenire su due elementi misurabili: il prezzo delle azioni ed i dividendi⁶. Successivamente vedremo in modo concreto su quali leve si può operare per accrescere il valore degli azionisti intervenendo su questi fattori.

⁴ [https://www.treccani.it/enciclopedia/shareholder_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/shareholder_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

⁵ "Definition of SHAREHOLDER." *Merriam-Webster.com*, 2018, www.merriam-webster.com/dictionary/shareholder.

⁶ O'Connell, Maeve, and Anne Marie Ward. "Shareholder Theory/Shareholder Value." *Encyclopedia of Sustainable Management*, vol. 1, 9 Mar. 2020, pp. 1–7. *springer*, https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.

Uno degli elementi maggiormente criticati di questa teoria è la tendenza a trascurare il ruolo di attori chiave, come clienti, fornitori, pubblica amministrazione, istituzioni e la comunità in senso più ampio. Infatti, questi attori possono svolgere un ruolo estremamente importante per il successo di un'impresa e una cattiva relazione con essi può avere conseguenze negative.

Nonostante ciò, i sostenitori della teoria sono spesso concordi nell'affermare che vi sia un beneficio anche per questi soggetti, ma solo in via indiretta. La ragione è che un aumento dei profitti non fa altro che generare un effetto a cascata che si riflette positivamente anche sugli *stakeholders*⁷. Ad esempio, un aumento dei profitti può portare gli amministratori ad incrementare la produzione generando effetti positivi a favore di fornitori, dipendenti o imprese di logistica.

In sintesi, sebbene la teoria degli *shareholder* sia spesso criticata per il suo approccio di breve termine orientato ai profitti, essa sostiene che i benefici economici alla fine si riversano su tutti i soggetti coinvolti nel sistema aziendale, anche se in modo meno diretto.

1.2.2 Origine e fondamenti

Per descrivere meglio la teoria degli *shareholder* risulta necessario ripercorrere l'itinerario che l'ha portata in essere.

Le radici di questo approccio risalgono alla teoria dell'economia classica, il cui maggior portavoce è stato Adam Smith, che nel 1776 pubblicò la celebre opera "*Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*", considerato il testo fondatore dell'economia classica i cui ideali sono strettamente legati alla *shareholder theory*. Tramite questa ed altre opere, si manifesta per la prima volta l'idea di economia come scienza autonoma. Il pensiero di Smith pone come obiettivo principale il raggiungimento dell'interesse generale inteso come la somma dell'interesse dei singoli individui. Emerge così l'impronta individualistica di questo pensiero, secondo cui, per

⁷ Tse, Terence. "Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis." *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 3, no. 1, 12 Apr. 2011, pp. 51–63, <https://doi.org/10.1108/17554171111124612>. Accessed 16 Sept. 2019.

raggiungere l'interesse della comunità è necessario che ognuno persegua il benessere personale.

Smith introduce inoltre il concetto di *homo oeconomicus*, secondo cui l'uomo ha una tendenza naturale a ricercare la propria utilità e, conseguentemente, anche quella generale. Dati questi presupposti, i pilastri dell'economia classica sono tre.

Il primo è il concetto di libera iniziativa privata che consente ai cittadini di aspirare alla loro naturale tendenza di realizzare i propri benefici. Il secondo concetto fondamentale è che il mercato ha una naturale tendenza all'equilibrio, agendo tramite la cosiddetta mano invisibile. Questo principio si riferisce al meccanismo secondo cui se ciascuno persegue il beneficio personale, le forze del mercato tendono comunque a generare un condizione di equilibrio. Tale concetto conduce direttamente al terzo punto: la necessaria l'esclusione dello stato come interventore nell'economia data la capacità del mercato di autoregolarsi⁸.

Nonostante Smith abbia delineato un sistema economico basato sull'interesse personale non ha mai suggerito in modo esplicito il primato degli azionisti all'interno delle società moderne. Soltanto in seguito, con la diffusione dell'economia neoclassica, il suo pensiero è stato reinterpretato, e le sue idee sono state utilizzate per giustificare la centralità degli azionisti. Il perseguimento del profitto, che in Smith rappresentava l'interesse dell'individuo-imprenditore, diviene nell'impresa moderna un obiettivo del manager. Questa trasformazione riflette un ampliamento della logica dell'interesse personale, contribuendo indirettamente alla nascita della *shareholder theory*⁹.

Infatti, seppur le due teorie operino in ambiti e contesti storici differenti, entrambe derivano dai capisaldi della scuola di Chicago che ha saputo evolversi senza perdere i suoi principi. La teoria degli *shareholders* riprende e aggiorna temi centrali dell'economia classica quali la libertà di mercato, libertà contrattualistica adattandoli al nuovo ambiente economico e aziendale.

⁸ Smith, Adam. *The Wealth of Nations*. London, W. Strahan and T. Cadell, 1776.

⁹ Sneirson, Judd F. "The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith through the Rise of Financialism." *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, 12 Dec. 2019, pp. 73–85, <https://doi.org/10.1017/9781108658386.011>.

1.2.3 Sviluppo

La diffusione su larga scala dell'approccio shareholder avviene a partire dagli anni 70, in un contesto economico complesso che va descritto per comprenderne meglio le caratteristiche.

Gli Stati Uniti, infatti, si trovano in una fase economica difficoltosa determinata da una serie di fattori quali: calo dei rendimenti delle imprese, stagflazione (una situazione economica di stagnazione economica accompagnata da un'elevata inflazione), aumento della competitività internazionale, peggioramento dei bilanci pubblici e l'impatto della crisi petrolifera¹⁰. Questi eventi misero in luce i limiti delle politiche economiche di matrice keynesiana, che dinanzi a quel momento avevano garantito stabilità e crescita, e del modello dello stato sociale che risultava insostenibile nel quadro dell'economia globale. Questa fase di crisi evidenziò anche un'ampia difficoltà del sistema capitalistico che ormai faticava a rispondere alle nuove sfide internazionali. In questo quadro economico e politico ha svolto un ruolo cruciale il passaggio dal capitalismo manageriale, focalizzato sulla crescita interna e sulla produttività, al capitalismo finanziario. Il capitalismo manageriale ha dominato il XX secolo ed era incentrato maggiormente sulla crescita interna delle imprese e sul miglioramento della produttività. In particolare, le imprese erano guidate da manager con lo scopo di reinvestire i profitti all'interno dell'azienda favorendo, così, la crescita a lungo termine. Tuttavia, dagli anni '70, questo nuovo modello ha spostato progressivamente l'attenzione sui mercati finanziari dando importanza a indici quali il prezzo delle azioni e l'appetibilità di quest'ultime¹¹. La creazione di valore, per gli azionisti, si trasformò nel principale obiettivo delle imprese, mettendo in secondo piano altri stakeholder. La logica sottostante era che massimizzando i profitti per gli azionisti, si sarebbe generata ricchezza per l'intera economia.

¹⁰ Radici, Alberto Maria. *Anni '70: La Prima Recessione Dopo l'Età Dell'oro* | *Starting Finance*. 9 Apr. 2020, startingfinance.com/approfondimenti/anni-70-recessione/.

¹¹ Weinstein, Olivier. "Understanding the Roots of Shareholder Primacy." *The Oxford Handbook of the Corporation*, vol. 6, 28 Feb. 2019, pp. 138–167, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198737063.013.8>.

A questo cambio di direzione hanno contribuito numerosi filosofi ed economisti. Uno dei pionieri fu l'economista Milton Friedman che nel corso degli anni '60 e '70 espresse il suo pensiero in numerosi discorsi pubblici ed opere quali "*Capitalismo e Libertà*" (1962) e nel celebre articolo "*The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*" (1970). Tramite questo scritto, Friedman invitò i dirigenti, in modo deciso, a concentrare i propri sforzi sulla generazione di profitto in quanto agenti dei proprietari dell'impresa. Il perseguimento di altri fini socialmente utili sarebbe stato come «spendere il denaro di qualcun altro per un interesse sociale generale¹²» ed imporre un'ingiusta tassa agli azionisti che avevano investito il loro capitale con l'unico obiettivo di accrescerlo. Collegandosi con questo concetto, è importante citare anche la teoria dell'agenzia, formalizzata da Jensen e Meckling nel 1976. Questa teoria ha aiutato molto nell'applicazione della *shareholder theory* in quanto stabilisce che vi sia una dissociazione tra proprietà e controllo manageriale, introducendo la vigenza del rapporto proprietario-agente. Secondo questa interpretazione i dirigenti di un'impresa sono tenuti a perseguire esclusivamente gli interessi degli azionisti, pena la risoluzione del contratto o il disinvestimento.

A tal proposito, secondo questa teoria, gli azionisti devono cercare di allineare i loro obiettivi con quelli dei manager, soprattutto, tramite incentivi finanziari. Uno strumento molto diffuso è quello delle *stock option*. Il sito della Borsa Italiana le definisce come "Strumenti di incentivazione (solitamente concessi al top management oppure a dipendenti) con l'obiettivo di vincolare una parte del salario all'andamento del titolo sul mercato, stimolando così ad incrementare la propria produttività al fine di migliorare l'efficienza e la redditività del gruppo¹³".

Questi strumenti possono portare ad effetti negativi tra cui il cosiddetto *azzardo morale*. Per *azzardo morale*, riferito al comportamento dei manager, si intende «la condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un

¹² Friedman, Milton. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." *Corporate Ethics and Corporate Governance*, by Milton Friedman, The New York Times Magazine, 1970, pp. 173–178.

¹³ "Stock Option: Cosa Sono E Come Funzionano - Borsa Italiana." *Www.borsaitaliana.it*, 22 Mar. 2019, www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm.

rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirle¹⁴». Applicando la definizione al contesto aziendale, il rischio dell'utilizzo di incentivi finanziari è che i dirigenti facciano scelte troppo rischiose per ottenere un beneficio personale.

Questi ed altri elementi hanno portato effetti sia positivi che negativi nei paesi in cui è stata applicata, cioè Stati Uniti e Regno Unito (ricordiamo che M. Friedman ha prestato consulenze sia al presidente Ronald Reagan che a Margaret Thatcher influenzando notevolmente sulle economie dei due paesi). Infatti, se da un lato, abbiamo assistito a un ventennio di crescita economica a partire degli anni '80 per queste due potenze economiche (e non solo), dall'altro è stata altrettanto disastrosa la crisi a cui hanno portato.

Ed ecco che è necessario parlare degli ostacoli che questa teoria ha dovuto affrontare.

1.2.4 Ostacoli e problematiche

A seguito dell'ampia diffusione di questo approccio ci sono stati alcuni avvenimenti che hanno fatto sorgere dei dubbi circa la validità della teoria in termini assoluti. Non si tratta dunque di ostacoli che hanno portato ad un declino totale ma piuttosto alla correzione di alcuni meccanismi e principi.

In primo luogo, la diffusione delle politiche di responsabilità sociale (CSR), ma soprattutto delle idee che le hanno generate, più orientate al collettivismo che all'individualismo.

Secondamente, hanno avuto un impatto cruciale gli scandali finanziari generati dall'orientamento eccessivo al profitto ed alle performance di breve termine. Due noti esempi sono gli scandali di Enron e WorldCom, emblemi del fallimento etico aziendale. Questi scandali hanno minato la fiducia nel mondo degli affari americano e hanno contribuito a un forte calo del mercato azionario. Tuttavia, è necessario specificare che la cattiva condotta dei dirigenti di Enron e WorldCom non era indicata né consentita

¹⁴ Pressacco, Flavio. "Azzardo Morale." <https://www.treccani.it/>, Treccani, 2012, [www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

dalla teoria degli azionisti. La teoria degli azionisti vieta chiaramente le azioni di questi dirigenti.¹⁵ Certamente, però, una centralizzazione del potere così accentuata e un sistema di controllo sulle attività dei manager non hanno giocato a favore.

Ulteriore elemento di intralcio è stata la crisi del 2008, che ha portato ad una revisione delle pratiche di gestione delle *corporations*. In particolare, è stato messo in discussione il ruolo degli azionisti e l'influenza degli stessi sulle decisioni aziendali. Il modello di *stewardship* che introduce partecipazione degli azionisti era stato concepito come soluzione per incentivare la responsabilità e il controllo a lungo termine. Nonostante ciò, la crisi ha dimostrato, al contrario, che il coinvolgimento degli azionisti non sempre garantisce un comportamento responsabile, soprattutto quando essi sono guidati da interessi di breve termine.

Il sistema bancario, in particolare, ha esposto e reso vulnerabili aziende tramite pratiche speculative, dove gli incentivi a breve termine e l'attenzione sugli utili hanno portato ad una presa di rischi eccessiva.¹⁶

A seguito degli eventi descritti in questo paragrafo, si è cercato di analizzare, le modalità in cui aggiustare e far evolvere la *shareholder theory*. Prima di capire come, verrà analizzata allo stesso modo la teoria degli stakeholder.

1.3 La teoria degli stakeholder

1.3.1 Definizione

Con il termine *stakeholders* si definisce «qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione» (Freeman, 1984). Nonostante questa definizione sia accettata, sono molti i dubbi che sorgono in relazione a quali siano gli stakeholder. Per questo vengono classificati in

¹⁵ Carson, Thomas L. "Self-Interest and Business Ethics: Some Lessons of the Recent Corporate Scandals." *Journal of Business Ethics*, vol. 43, no. 4, 2003, pp. 389–394, <https://doi.org/10.1023/a:1023013128621>.

¹⁶ Dignam, Alan J. "The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis." *SSRN Electronic Journal*, 2012, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2207685>.

stakeholders primari e secondari¹⁷. Del primo gruppo fanno parte clienti, dipendenti, comunità locali, fornitori e distributori e gli azionisti. Tra gli stakeholder secondari, invece, troviamo: media, pubblico, *business partners*, competitors, sindacati, finanziatori, ONG, università, governi e gli enti regolatori dell'economia¹⁸. La *stakeholder theory* rappresenta invece un modello estremamente importante in ambito di *governance* aziendale. Nasce in risposta alla teoria precedente, e più tradizionale, che sostiene la centralità degli azionisti. Contrariamente, è orientata ad un bilanciamento più equo delle priorità sia tutelando anche gli altri *stakeholders* sia considerando un orizzonte temporale più lungo. L'impatto di questa teoria è stato notevole ed ha aiutato ad aumentare l'attenzione su questioni fondamentali in merito all'impatto che la gestione delle grandi imprese ha sull'interesse comune. Inoltre, le pressioni sociali e politiche hanno, più o meno direttamente, contribuito allo sviluppo della teoria, evidenziando le problematiche legate all'eccessivo orientamento al profitto ed alle politiche aziendali di breve termine.¹⁹

1.3.2 Origine e sviluppo

Le radici della teoria degli stakeholder risalgono agli anni '60, quando è stato per la prima volta formulato il concetto di stakeholder dallo *Stanford Research Institute* nel 1963. Tale concetto trova però rilevanza nell'ambito della gestione aziendale solo nel 1984, con la pubblicazione dell'opera "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*" di R. Edward Freeman. Si tratta della prima formalizzazione di una teoria che da un lato pone presupposti etici ambiziosi e chiari, e dall'altro gode di una flessibilità tale da poter essere reinterpretata ed evolversi. Freeman espone una forte critica al modello tradizionale (soprattutto negli USA) di *governance* aziendale e si oppone all'idea di profitto come unico obiettivo dell'impresa, caposaldo della

¹⁷ Clarkson, Max B. E. "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance." *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 1, Jan. 1995, pp. 92–117, <https://doi.org/10.2307/258888>.

¹⁸ Friedman, Andrew L, and Samantha Miles. *Stakeholders: Theory and Practice*. Oxford, Oxford University Press, 2006.

¹⁹Fontaine, Charles, et al. *The Stakeholder Theory*. Dec. 2006.
file:///C:/Users/ASUS/OneDrive/Desktop/Tesi/stakeholders-theory.pdf.

shareholder theory introdotto da Friedman. Propone, più che di cambiare, di ampliare la prospettiva anche agli altri soggetti che contribuiscono alla creazione del valore dell'impresa. Ciò implica un'azione su più direzioni per fare in modo di trovare un bilanciamento ottimale.

È importante a citare il lavoro di Donaldson e Preston, teorici che hanno contribuito a rendere la teoria più completa e a risolvere i problemi di operatività (cioè la traduzione della teoria in meccanismi chiari e replicabili), che sono, insieme alla difficoltà di perseguire più obiettivi, l'altra grande critica mossa a questo approccio.

Secondo questi due economisti, la *stakeholder theory* può essere analizzata tramite tre approcci fondamentali: normativo, descrittivo e strumentale. L'approccio normativo si concentra sui principi etici e filosofici sostenendo che le imprese hanno dei veri e propri doveri etici nei confronti degli *stakeholder*, i quali non possono essere ignorati. Il management, inoltre, ha l'obbligo morale di considerare le richieste dei portatori di interesse anche nei casi in cui non abbia un reale interesse.

L'approccio descrittivo, invece, si occupa di analizzare e comprendere il modo in cui i manager si occupano delle relazioni con gli *stakeholder* tramite dei modelli teorici.

Infine, l'approccio strumentale si sofferma sugli effetti della relazione tra gli *stakeholder* e il raggiungimento di obiettivi aziendali. Pertanto, cerca di dimostrare che soddisfare le richieste degli *stakeholders* permette di ottenere vantaggi in termini di performance e strategia competitiva. Inoltre, favorirebbe la creazione di situazioni e rapporti altamente specifici e, pertanto, difficilmente replicabili dai competitors. Quest'ultima è stata, a seguito delle analisi di Donaldson e Preston, la strada da percorrere affinché la teoria prendesse piede nella governance aziendale. Effettivamente, ciò non è molto lontano dalla situazione che si è creata in seguito. Oggi, infatti, perseguire gli interessi degli *stakeholders*, attuare politiche di tutela dell'ambiente e della comunità sono principalmente strategie che portano un vantaggio competitivo²⁰

²⁰ Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston. "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications." *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 1, Jan. 1995, pp. 65–91, www.jstor.org/stable/258887, <https://doi.org/10.2307/258887>.

1.3.3 Impatto delle politiche di Corporate Social Responsibility

La *stakeholder theory* ha goduto della forte spinta etica generata dalle politiche di Corporate Social Responsibility, avvenuta contestualmente al fenomeno della globalizzazione. A giocare un ruolo cruciale sono state le Organizzazioni Non Governative, le quali hanno spinto molte imprese ad integrare le pratiche di CSR sostituendo le istituzioni che hanno tardato ad intervenire sul tema.

Ad oggi, la mancata integrazione delle politiche di CSR alla strategia aziendale rischia di recare danni reputazionali, per cui la loro adozione è diventata un *must* pena conseguenze negative tra cui: possibile perdita di clienti o di attrattività e interventi governativi nel caso in cui gli interventi istituzionali diventassero più rigidi²¹.

1.4 Sintesi dell'analisi e sviluppi recenti

1.4.1 Vantaggi e svantaggi delle teorie

Con il passare del tempo, le due teorie hanno trovato applicazione nelle imprese, facendo emergere le problematiche legate a ciascuna di esse che verranno riepilogate di seguito, insieme ai tratti positivi che le caratterizzano

Analizzando la *shareholder theory* abbiamo notato come i punti di forza siano:

- Obiettivo unico
- Operatività – è semplice da tradurre in sistemi chiari di azione per i manager
- Profittabilità

I punti di debolezza invece:

- Rischiosità data dagli incentivi finanziari e dalla centralizzazione del potere
- Difficile sostenibilità sul lungo termine

Analizzando la *stakeholder theory* invece, tra gli aspetti positivi troviamo:

²¹ Detomasi, David Antony. "The Political Roots of Corporate Social Responsibility." *Journal of Business Ethics*, vol. 82, no. 4, 26 Oct. 2007, pp. 807–819, link.springer.com/article/10.1007/s10551-007-9594-y, <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9594-y>.

- Eticità (inteso come interesse delle conseguenze delle scelte manageriali)
- Strategia di lungo termine
- Favore degli stakeholders (inteso come vantaggio competitivo)

Tra quelli negativi vi sono:

- funzione multi-obiettivo e conseguentemente disorientamento della strategia
- Mancanza di operatività (più difficile da attuare)

Nonostante le differenze e la distanza netta da un punto di vista teorico, l'elemento che hanno in comune le teorie è di godere di una certa flessibilità. I principi alla base di esse sono infatti molto generici e l'aver trovato fino ad ora applicazione in determinate forme non implica l'impossibilità di evolversi e trovare nuovi metodi di applicazione più avanzati.

La tendenza degli ultimi anni è di bilanciare i due approcci cercando di integrarli mantenendo gli aspetti positivi propri di ciascuna di esse.

1.4.2 Enlightened Shareholder Value

Il concetto di Enlightened Shareholder Value (ESV) è stato introdotto per la prima volta nel *Companies Act* del Regno Unito del 2006, in particolare nella Sezione 172. Può essere definita come un approccio alla *governance* aziendale che concilia la massimizzazione dei profitti che mantiene però un interesse nei confronti degli *stakeholders*.²² Ci si accorge infatti che per generare valore a lungo termine per gli azionisti, è essenziale valorizzare l'impatto delle attività aziendali su soggetti come dipendenti, comunità locali e ambiente. La cura della relazione con gli *stakeholders* diviene quindi un mezzo per ottenere valore e non più un obiettivo.

Come scrive Virginia Harper Ho, professoressa di legge presso la CityU:

²² Keay, Andrew. "Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's "Enlightened Shareholder Value Approach."" *Sydney Law Review*, vol. 29, no. 4, 1 Dec. 2007, p. 577. Accessed 20 Sept. 2024.

«sotto questa concezione, l'attenzione agli interessi tradizionali degli stakeholder, come l'effetto delle operazioni aziendali sull'ambiente, i dipendenti o le comunità locali, viene vista come cruciale per generare la ricchezza degli azionisti a lungo termine²³».

In pratica, l'ESV amplia l'obiettivo proprio della *shareholder primacy*, affermando che questa nuova declinazione della teoria possa migliorare le performance finanziarie dell'azienda e ridurre i rischi, soprattutto in un'ottica di lungo periodo.

CAPITOLO 2 - Effetto delle teorie sulla governance aziendale

Introduzione

Il secondo capitolo di questa tesi approfondisce l'impatto concreto di queste teorie sulla governance aziendale e analizza in che modo ciascuna influenza l'organizzazione

²³ Harper Ho, Virginia E. ““Enlightened Shareholder Value”: Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide.” *SSRN Electronic Journal*, vol. 36, no. 1, 2010, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1476116>.

aziendale e la strategia. Si esaminerà come i principi della teoria dello shareholder e della teoria dello stakeholder si riflettano in particolar modo nella struttura organizzativa, nel processo decisionale e nei piani strategici delle imprese.

Si inizierà capendo in che modo le teorie influenzino la governance, capendo quali sono le leve a cui puntano per il raggiungimento degli obiettivi. Successivamente si andrà a capire gli effetti del perseguimento di queste direzioni.

Vedremo come la teoria dello shareholder tende a promuovere una struttura organizzativa tendenzialmente più gerarchica, in cui il management è principalmente responsabile nei confronti degli azionisti. Questo modello incentiva una forte attenzione alla creazione di valore finanziario nel breve termine, con piani strategici spesso orientati al miglioramento dei risultati economici e all'aumento del valore delle azioni. Esploreremo il modo in cui questo approccio contribuisce alla definizione degli obiettivi aziendali e delle decisioni strategiche.

Dall'altro lato, la teoria dello stakeholder mira ad una gestione più inclusiva, dove si chiede ai dirigenti di bilanciare bisogni ed aspettative di più centri di interesse. Questo comporta un approccio più complesso alla governance, con una struttura organizzativa che incoraggi la partecipazione con diversi attori e ponderi interessi differenti.

Infine, verrà fornita anche una comparazione tra i risultati derivanti dall'applicazione dei due approcci teorici. Si analizzeranno i benefici e le criticità, evidenziando le situazioni in cui un modello risulti più efficace rispetto all'altro, tenendo conto del contesto in cui opera l'azienda.

2.1 Come le teorie influiscono sulla governance aziendale

Per capire in che modo le teorie sono state messe in pratica nel corso del tempo e di quali sono le peculiarità di ciascuna da un punto di vista strutturale e strategico, serve

prima fare una breve analisi. Lo scopo di tale analisi è capire in modo più chiaro come si traducono in senso pragmatico gli obiettivi di ciascun approccio.

Nel caso della *shareholder theory*, abbiamo ampiamente spiegato come l'obiettivo sia per i manager di massimizzare il valore in favore degli investitori. Per ottenere questo scopo gli elementi fondamentali su cui fare leva sono due: il prezzo delle azioni ed i dividendi.

Il prezzo delle azioni è considerabile come una porzione del valore attuale dell'impresa (VA), che è il risultato dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (CF) utilizzando come tasso la differenza tra tasso di costo del capitale (r) e tasso di crescita (g)²⁴.

$$VA = \frac{CF}{r - g}$$

Osservando la formula, emerge che le modalità possibili per accrescere il prezzo delle azioni sono tre:

Aumentare i flussi di cassa futuri, che si può fare attraverso strategie come l'espansione delle attività, miglioramento dell'efficienza operativa, e la riduzione dei costi

Aumentare il tasso di crescita, le strategie possono includere espansioni organiche o acquisizioni.

Diminuire il tasso di costo del capitale, riducendo il debito o migliorando la gestione del capitale stesso.

Il secondo elemento da considerare è la distribuzione dei dividendi. Quest'ultima avviene a seguito dell'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea ordinaria della società e della delibera di distribuzione degli utili²⁵. Per questa ragione, dipende dalle politiche interne di distribuzione dell'utile netto che possono essere orientate o alla premiazione degli azionisti o al reinvestimento per sostenere lo sviluppo dell'impresa.

²⁴ Tse, Terence. "Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis." *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 3, no. 1, 12 Apr. 2011, pp. 51–63, <https://doi.org/10.1108/17554171111124612>. Accessed 16 Sept. 2019.

²⁵ "Dividendo - Glossario Finanziario - Borsa Italiana." *Borsaitaliana.it*, 2024, www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividendo.html. Accessed 20 Sept. 2024.

Nella *stakeholder theory*, invece, le priorità sono diverse e più bilanciate. Ma soprattutto non sempre vi sono dei veri e propri criteri numerici che determinano il raggiungimento dell'obiettivo di bilanciare gli interessi di tutti gli *stakeholders*. Se l'intervento su fattori quali flussi di cassa, costo del capitale e distribuzione degli utili è importante per la sopravvivenza dell'impresa e la tutela degli azionisti, lo sono anche altri fattori.

Ma stabilire degli obiettivi chiari, in questo caso, è più difficile dato che può differire molto, da impresa a impresa, la presenza più o meno influente dei diversi stakeholder.

Dunque, il primo passo per il raggiungimento dell'obiettivo d'impresa implica l'identificazione degli stakeholder rilevanti per l'impresa. Si deve valutare attentamente qual è l'influenza degli attori esterni sulla creazione di valore. Solo a questo punto è possibile pesare in modo corretto i diversi interessi e generare una strategia coerente.

Successivamente, è necessario il coinvolgimento degli *stakeholders* nelle decisioni aziendali in modo da poter comunicare con essi e comprenderne le esigenze oppure manifestarle. Questa operazione richiede numerosi sforzi e una struttura organizzativa apposita e, generalmente più complessa.

2.2 Influenze della teoria degli shareholder

2.2.1 Struttura organizzativa

La teoria dello *shareholder* ha trasformato profondamente la struttura organizzativa delle imprese che l'hanno adottata, soprattutto nei contesti anglosassoni, in cui ha avuto maggior successo. Questa teoria, come sottolineato in precedenza, ha spostato (negli anni '80) il focus dalla crescita interna e dall'investimento nel capitale umano, al cosiddetto *downsize and distribute*. Questo modello si concentra sulla riduzione della forza lavoro e distribuzione degli utili agli azionisti, enfatizzando il raggiungimento di risultati finanziari immediati a discapito di investimenti a lungo termine come, ad esempio, la crescita dell'organizzazione e lo sviluppo del personale.

Gli elementi centrali derivanti da questa trasformazione sono: la centralizzazione delle decisioni e l'incentivazione del management attraverso compensi legati alle performance finanziarie²⁶. Questi meccanismi hanno dato origine a modelli organizzativi in cui il Consiglio di amministrazione (CdA) e i dirigenti esecutivi detengono il controllo pressoché totale delle decisioni.

In questo contesto, si inserisce il già citato il rapporto di agenzia tra azionisti e dirigenti, che determina la supremazia del CdA per le scelte aziendali. Questo rapporto mette in evidenza il conflitto di interesse potenziale tra i dirigenti, che di fatto sono incentivati a prendere decisioni a breve termine per ottenere bonus, e gli azionisti, che potrebbero avere un orizzonte temporale più lungo.

La separazione della carica di CEO da quella di presidente del CDA è stata, infatti, implementata come meccanismo di controllo per evitare conflitti di interesse ed aumentare la trasparenza²⁷.

Questi elementi di discussione, insieme agli elementi presenti nella sezione 2.1 suggeriscono che una *corporation* che persegue la *shareholder primacy* tende ad avere una caratteristica fondamentale: l'orientamento all'efficienza operativa. Per raggiungere tale efficienza risulta necessario adattare anche la struttura organizzativa.

Richiamando il testo “Organizzazione Aziendale” di Richard L. Draft, nel caso in cui un'organizzazione sia progettata per massimizzare l'efficienza, manifesta alcune caratteristiche tipiche.

- Elevata centralizzazione del potere: permette di semplificare il processo decisionale in quanto spetta a una cerchia ristretta di individui
- Gerarchia rigida e forte presenza di regole: che favorisce un flusso rapido delle decisioni e delle informazioni.

²⁶ Lazonick, William, and Mary O'Sullivan. “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance.” *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, Jan. 2000, pp. 13–35, www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/030851400360541, <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.

²⁷ Sinha, Rajeeva. “Corporate Governance and Shareholder Value Analysis.” *Global Business Review*, vol. 7, no. 1, Feb. 2006, pp. 1–16, <https://doi.org/10.1177/097215090500700101>.

- Comunicazione verticale e sistemi di *reporting*: garantiscono un monitoraggio delle attività e favoriscono l'allineamento dell'organizzazione agli obiettivi aziendali
- Compiti specializzati: una divisione del lavoro specifica e ruoli ben definiti aumentano l'efficienza tramite la ripetitività e standardizzazione delle attività²⁸.

2.2.2 Strategia

A questo punto, bisogna analizzare quali siano le strategie di *corporate* più adatte a questo tipo di approccio e che comportano l'aumento del valore azionario e dell'utile netto in ottica di distribuzione dei dividendi.

Come scrivono David J. Collins e Cynthia A. Montgomery nel loro articolo "*Competing on Resources: Strategy in 1990*", le imprese che adottano una strategia orientata alla *shareholder primacy* si concentrano spesso sulla massimizzazione l'efficienza operativa utilizzando risorse interne chiave. Queste aziende cercano di ottenere un vantaggio competitivo immediato migliorando le risorse esistenti, piuttosto che investire in nuove²⁹.

Inoltre, è stato evidenziato più volte come la pianificazione strategica in questo contesto tende a essere più reattiva che proattiva, puntando strettamente ai risultati di breve termine. Le decisioni, dunque, vengono prese rapidamente per massimizzare gli utili, rispondendo a esigenze immediate degli azionisti³⁰.

Partendo da questi presupposti, è evidente come l'orientamento delle strategie di business non sia la creazione di valore per il cliente ma piuttosto il raggiungimento di

²⁸ Daft, Richard L, et al. *Organizzazione Aziendale*. Santarcangelo Di Romagna (Rimini), Maggioli, 2021, pp. 87–129.

²⁹ Collis, David J, and Cynthia A Montgomery. "Competing on Resource Strategy in the 1990s." *Long Range Planning*, vol. 28, no. 5, Oct. 1995, p. 131, [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)90366-6](https://doi.org/10.1016/0024-6301(95)90366-6).

³⁰ Hax, Arnoldo C., and Nicolas S. Majluf. "The Corporate Strategic Planning Process." *Interfaces*, vol. 14, no. 1, Feb. 1984, pp. 47–60, <https://doi.org/10.1287/inte.14.1.47>.

efficienza. Ciò si traduce spesso in una strategia di leadership di costo. Quest'ultima è una strategia di business che punta alla minimizzazione dei costi di produzione in modo da avere un margine di profitto maggiore rispetto ai *competitors*.

Le modalità affinché si realizzi una leadership di costo sono principalmente quattro:

- Outsourcing ed esternalizzazione di attività;
- Reingegnerizzazione della catena del valore;
- Delocalizzazione e riposizionamento strategico della filiera produttiva;
- Razionalizzazione della struttura produttiva³¹.

In termini di strategie di corporate, raramente si perseguono soluzioni legate all'ambito delle acquisizioni strategiche in quanto spesso il risultato è più vantaggioso in termini di valore azionario per le società acquisite che non per la società che acquisisce. Generalmente il risultato ottenuto da tali operazioni è un aumento della dimensione aziendale solo in alcuni casi ha effetti positivi sul tasso di crescita³². Per cui le strategie espansive, in questo caso, vanno valutate attentamente e tenendo conto dei rischi e dei costi a cui si incorre effettuando investimenti in acquisizioni.

Nonostante questa classificazione, non significa che un'impresa che ha l'obiettivo di massimizzare il profitto non possa seguire altre strategie. Sono numerosissime le imprese che non seguono questo percorso. Nonostante ciò, è necessario puntualizzare che un approccio che mira all'efficienza operativa raramente riesce a puntare anche all'apprendimento di nuove soluzioni e quindi a strategie quali la differenziazione di prodotto o alle strategie di collaborazione.

³¹ Caroli, Matteo. *Economia E Gestione Sostenibile Delle Imprese*. McGraw-Hill, 2021.

³² Firth, Michael. "The Profitability of Takeovers and Mergers." *The Economic Journal*, vol. 89, no. 354, June 1979, p. 316, <https://doi.org/10.2307/2231604>. Accessed 8 May 2019.

2.3 Influenze della teoria degli stakeholder

2.3.1 Struttura organizzativa

Abbiamo visto nel punto 2.1 come l'obiettivo della *stakeholder theory* di tutelare l'interesse degli attori interessati al buon andamento dell'impresa si sia tradotto in inclusione degli stakeholders nelle decisioni aziendali e in generale di un'attenzione per l'impatto sull'ambiente esterno. A tal proposito adesso analizzeremo quali sono i risvolti sulla struttura organizzativa.

Decisamente, gli interessi che a cui tende questa teoria sono moltissimi, essendo moltissime le possibili esigenze e problematiche degli stakeholders. Questo richiede un assetto organizzativo flessibile che permetta di adattarsi alle richieste degli stakeholders. A sostenere questa ipotesi sono Andrew L. Friedman e Samantha Miles nell'articolo "*Developing Stakeholder Theory*" che recita «Il modello evidenzia l'importanza di distinguere le diverse tipologie di stakeholder e le loro diverse relazioni con l'organizzazione, che possono essere necessarie o contingenti, richiedendo una struttura flessibile»³³. Tutti questi indizi portano a pensare che un'organizzazione di questo tipo sia orientata all'apprendimento ed alla flessibilità, in cui domina una struttura orizzontale, dove le responsabilità sono distribuite in modo più equo. Le caratteristiche legate a questa struttura organizzativa includono:

- Responsabilizzazione e condivisione dei compiti: il lavoro in team favorisce la creazione di un ambiente collaborativo nel quale il contributo di ciascun membro è valorizzato
- Gerarchia poco accentuata e con poche regole: questo facilita la capacità di decidere in modo più rapida ed efficiente.
- Comunicazione orizzontale tra le diverse funzioni aziendali: ciò permette una trasparenza e collaborazione tra funzioni differenti, utile a rispondere in modo coerente alle esigenze poste dagli stakeholders.
- Sfruttamento di team e ruoli integrativi

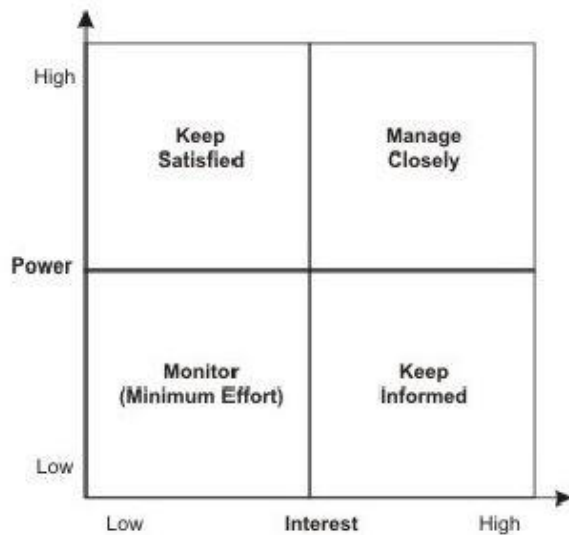
³³ Friedman, Andrew L., and Samantha Miles. "Developing Stakeholder Theory." *Journal of Management Studies*, vol. 39, no. 1, Jan. 2002, pp. 1–21, onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-6486.00280.

- Decentralizzazione del potere: permette la presa di decisioni ed autonomia a dipendenti che non fanno parte del top management³⁴

Nonostante si sia giunti a queste conclusioni, va specificato che le dinamiche descritte siano soltanto una tendenza organizzativa e non dei meccanismi organizzativi necessari. Inoltre, come già affermato, essendo l'impresa *stakeholder-oriented* di carattere multi-obiettivo, si trova a generare strutture estremamente complesse e altamente specifiche per la singola impresa.

2.3.2 Strategia

La pianificazione strategica è uno degli argomenti più delicati quando si tratta la teoria degli stakeholder. Infatti, non è semplice impostare una strategia che bilanci interessi differenti e che soprattutto non derivano solo dall'ambiente interno ma anche da quello esterno. Per questo motivo è spesso utilizzata la matrice degli *stakeholders*, raffigurata di seguito:



Stakeholder Matrix. www.humanwareonline.com/project-management/center/analisi-degli-stakeholder/

³⁴ Daft, Richard L, et al. *Organizzazione Aziendale*. Santarcangelo Di Romagna (Rimini), Maggioli, 2021, pp. 87–129.

Si tratta di una matrice che valuta l'importanza degli stakeholders in base a due variabili: l'interesse che si ha nei confronti del portatore di interessi e il potere che esso detiene.³⁵

Oltre al bilanciamento degli interessi, ci sono altri fattori da tenere a mente per una strategia propria di questo tipo di governance.

In primo luogo, l'integrazione della responsabilità sociale d'impresa (CSR) che si riflette nella scelta di pratiche sostenibili e rispetto delle normative etiche. Questo concetto si inserisce nel contesto della strategia in quanto contribuisce alla creazione di valore della stessa migliorandone la reputazione.

Un altro aspetto chiave è l'orientamento a scelte strategiche di lungo termine che mirino alla fidelizzazione dei clienti o dei fornitori. Oltretutto, stabilire un buon rapporto con questi stakeholder contribuisce alla solidità operativa ed, in generale, alla resilienza della stessa. Le strategie di business che si rifanno a questi principi sono la differenziazione e le strategie di collaborazione.

La strategia di differenziazione mira a creare un'offerta unica che permette di distinguere l'impresa dai competitors e generare una clientela più fedele. Necessita di quattro condizioni:

- Unicità dell'offerta, per cui il prodotto si distingue rispetto agli altri presenti sul mercato;
- Valore dei fattori di unicità, e cioè la necessità che i fattori unici del prodotto siano riconosciuti dal cliente target;
- Percezione del valore da parte del cliente;
- Sostenibilità economica del prodotto da parte del cliente.³⁶

Invece, le strategie di collaborazione mirano a sfruttare al meglio i rapporti con gli stakeholder, partner, ONG e così via. Sono strategie di tipo collaborativo che quindi

³⁵ Polonsky, Michael. "Incorporating the Natural Environment in Corporate Strategy: A Stakeholder Approach." *Journal of Business Strategies*, vol. 12, no. 2, 1 Jan. 1970, pp. 151–168, <https://doi.org/10.54155/jbs.12.2.151-168>. Accessed 14 Oct. 2021.

³⁶ Caroli, Matteo. *Economia E Gestione Sostenibile Delle Imprese*. McGraw-Hill, 2021.

sono agevolate da un approccio alla *governance* fondato sulla buona relazione con gli attori esterni. Esse si dividono in tre tipologie:

- Strategie di collaborazione orizzontale, quando la cooperazione avviene con imprese che operano nello stesso mercato.
- Strategie di collaborazione verticale, tra imprese che fanno parte della stessa filiera produttiva. Dunque, ci si riferisce a collaborazioni che siano a monte, con i fornitori, o a valle, con i clienti.
- Strategie di collaborazione laterale o trasversale, tra imprese che si occupano di business differenti oppure con organizzazioni senza fine imprenditoriale (università, centri di ricerca, ...).

CAPITOLO 3 – Effetti sul piano finanziario e sulla performance aziendale

Introduzione

Nel contesto della *governance* aziendale, il piano finanziario e la performance aziendale giocano un ruolo centrale per la realizzazione degli obiettivi d'impresa nell'analisi dei risultati. Questo capitolo analizza come le teorie dello shareholder e dello stakeholder influenzino l'elaborazione del piano finanziario ed il raggiungimento della performance, in particolare attraverso l'uso di indici finanziari e non finanziari.

Questo capitolo si propone di esplorare le differenze fondamentali tra i due modelli in relazione alla gestione delle risorse finanziarie, nonché il loro impatto sulle metriche di performance aziendale, con particolare attenzione agli indici finanziari, agli indici non finanziari per monitorare e migliorare la performance globale dell'azienda.

3.1 Il piano finanziario

Per *piano finanziario* si intende un documento che stabilisce le modalità in cui l'azienda utilizzerà le proprie risorse finanziarie per sostenere le attività operative, gli investimenti e la crescita. Uno dei compiti più importanti del piano finanziario è di definire l'allocazione delle risorse in investimenti e progetti, influenzando notevolmente la direzione dell'impresa. Esso include previsioni su entrate, costi, margini di profitto, investimenti in capitale umano e infrastrutture, e strategie di finanziamento (equity, debito, liquidità).

Si compone di alcuni elementi fondamentali, che sono:

- **Prospetto dei flussi di cassa:** si tratta del documento più importante che valuta la liquidità. Al suo interno è presente anche la stima del valore residuo tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri utilizzando il tasso di crescita del settore
- **Il piano degli investimenti:** comprende informazioni sugli investimenti futuri e sulla struttura del capitale, bilanciando debito e capitale proprio per ottimizzare i costi e gestire il rischio
- **Il conto economico previsionale riclassificato:** presenta i risultati futuri attesi, soffermandosi su voci come EBITDA ed utile netto per stimare la redditività

3.1.1 Piano finanziario nella *shareholder theory*

Per quanto concerne la pianificazione finanziaria, gli obiettivi della *shareholder theory* si traducono nel tentativo di gestire il capitale ed allocare risorse in modo da garantire rendimenti superiori rispetto al costo del capitale.

Per raggiungere questo scopo si tiene conto di alcuni elementi fondamentali:

1. Un'attenta ottimizzazione della struttura di capitale, quindi il corretto bilanciamento di capitale proprio e di debito, con l'obiettivo di ridurre il WACC (Weighted Average Cost of Capital), cioè il costo medio ponderato del capitale. Conseguenza diretta di questa operazione è l'aumento di profittabilità degli investimenti.

Inoltre, bisogna anche una costante valutazione dei margini operativi e della redditività degli asset³⁷.

2. Sfruttamento delle fluttuazioni di mercato tramite pratiche quali:

market timing per sfruttare a proprio vantaggio le condizioni del mercato. In particolare, ci si riferisce all'emissione di azioni o titoli di debito durante le fasi favorevoli per finanziarsi a basso costo ed all'acquisto delle stesse nella situazione sfavorevole dei mercati finanziari

Altra pratica diffusa è il *catering*, che consiste nell'adattamento delle politiche finanziarie (ad esempio riacquisto di azioni proprie e distribuzione dei dividendi) per soddisfare le aspettative del mercato³⁸.

3.1.2 Piano finanziario nella stakeholder theory

La stesura del piano finanziario in una *corporation* si distingue per il fatto di tenere in considerazione gli impatti sociali e ambientali delle scelte finanziarie. Ciò di cui bisogna tener conto, dunque, sono una serie di fattori.

In primis, è richiesto un bilanciamento tra il raggiungimento degli obiettivi finanziari con la promozione della sostenibilità economica, ambientale e sociale. Serve dunque un allineamento con gli obiettivi di Corporate Social Responsibility, ad esempio, investendo in tecnologie ad impatto minimo o adottando pratiche lavorative etiche.

Un altro fattore cruciale per la costruzione di un piano finanziario che rispetti gli interessi degli *stakeholders* è la distribuzione equa dei rischi e dei benefici finanziari. Questo può portare ad una valutazione più attenta di scelte come il taglio dei costi di produzione, che potrebbe risultare dannoso per il personale impiegato o diminuire il valore creato per i clienti. Oppure, potrebbe tradursi nella scelta di progetti ed

³⁷ Largani, Mahmoud Samadi, et al. "A Review of the Application of the Concept of Shareholder Value Added (SVA) in Financial Decisions." *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol. 40, 2012, pp. 490–497, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.221>.

³⁸ Backer, Malcolm. "Capital Market-Driven Corporate Finance on JSTOR." *Jstor.org*, 2024, www.jstor.org/stable/42939938. Accessed 21 Sept. 2024.

investimenti con un rischio non eccessivo, in modo da portare l'interesse di azionisti, dipendenti e creditori.

Terzo criterio rilevante è la trasparenza in merito a risultati, previsioni e decisioni comunicandoli apertamente con tutti gli *stakeholders*. Per mantenere questo rapporto è fondamentale la presenza di un forte sistema di controllo interno delle variabili di interesse. A tal proposito sarebbe opportuna anche l'inclusione di meccanismi che permettano la partecipazione attiva degli attori interessati (principalmente di dipendenti e clienti) al processo decisionale.

Avendo approfondito questi preconcetti, vediamo come influenzano la gestione del capitale e le strategie di finanziamento.

Riguardo la gestione del capitale in un'impresa stakeholder-centrica gli autori Bradford Cornell e Alan C. Shapiro individuano come fondamentali i concetti di "capitale organizzativo" e "passività organizzative". Questo approccio determina che il capitale organizzativo include sia il valore tangibile sia valore delle promesse implicite espresse agli stakeholder, così come a clienti e dipendenti. Tali promesse, se rispettate, possono contribuire all'aumento del valore complessivo percepito dovuto all'ottenimento di una buona reputazione.³⁹

Anche le strategie di finanziamento in un'azienda stakeholder includono decisioni che tengono conto degli impatti etici, sociali e ambientali. L'impresa ha l'obiettivo di finanziare nuovi progetti tramite investimenti responsabili, ad esempio, utilizzando green bonds o altri strumenti finanziari sostenibili. Un'alternativa può essere la ricerca di finanziamenti da parte di fondi di investimento che condividano i valori di sostenibilità e responsabilità sociale.

³⁹ Cornell, Bradford, and Alan C. Shapiro. "Corporate Stakeholders and Corporate Finance." *Financial Management*, vol. 16, no. 1, 1987, pp. 5–14.

3.2 La performance aziendale

Con il termine *performance* si intende il «rendimento nella realizzazione concreta di un'attività, di un comportamento, di una situazione determinata»⁴⁰. L'analisi del suddetto rendimento è estremamente rilevante e serve a capire se l'azienda sia più o meno vicina al raggiungimento degli obiettivi. Il fatto che la performance sia una misura di raggiungimento degli obiettivi significa che al variare degli obiettivi, varia anche il metodo di misurazione degli stessi. Questo è il motivo per cui diversi approcci alla governance, con orientamenti distinti, non possono essere valutati e confrontati tramite l'utilizzo di indici comuni. Per confrontarli nel modo appropriato è più importante capire che esistono indici differenti (o anche comuni, ma a cui viene data un'importanza diversa) e capire di quali si tratta.

L'analisi della performance aziendale avviene tramite l'utilizzo di indici numerici di diverse tipologie. Abbiamo: indici finanziari, indici non finanziari ed indici di sostenibilità. Nel caso dell'analisi della performance di imprese con approccio orientato agli shareholder i primi sono certamente i più rilevanti in quanto aiutano a calcolare in modo più preciso elementi come la redditività per gli azionisti. Con un approccio *stakeholder-oriented*, sebbene gli indici finanziari mantengano la loro utilità, è altrettanto importante l'utilizzo di indici non finanziari e di sostenibilità, che aiutano a capire se gli altri obiettivi legati all'impatto sociale e ambientale siano rispettati.

3.2.1 Indici finanziari

La performance finanziaria viene valutata tramite i cosiddetti indici finanziari, cioè degli indicatori quantitativi che rispecchiano la redditività, l'efficienza e la solidità finanziaria di un'impresa. Si rivelano, dunque, fondamentali per comprendere come e quanto l'azienda crei valore per azionisti, nella *shareholder theory*, o per gli stakeholder nella *stakeholder theory*. I più rilevanti sono: ROE, ROI, EPS, il flusso di cassa operativo e WACC.

⁴⁰ https://www.treccani.it/Enciclopedia/Performance_%28Dizionario-Di-Economia-e-Finanza%29/, <https://www.treccani.it/>.

Il *return on equity* (ROE) è la redditività degli azionisti. Si calcola come rapporto tra l'utile ed il patrimonio netto, cioè il capitale investito dagli azionisti.

Il *return on investment* (ROI) indica la redditività del capitale investito e risulta dal rapporto tra il reddito operativo (EBIT) ed il capitale investito operativo netto (CION)⁴¹. Questo indicatore tiene conto sia del capitale proprio che del debito, per cui si tratta di un indicatore più completo.

L'*earning per share* (EPS), invece rappresenta il profitto netto generato per ogni azione in circolazione. Si calcola come rapporto tra l'utile netto ed il numero di azioni in circolazione. Questo indicatore è cruciale nella teoria dello shareholder, in quanto misura direttamente il ritorno sugli investimenti per gli azionisti.

Il flusso di cassa operativo, infine, è dato dalla differenza tra ricavi operativi e spese operative. Dà un'indicazione sulla stabilità finanziaria e sulla capacità di rispondere alle obbligazioni di breve termine. Ciò ha molta rilevanza nella creazione di un rapporto fiduciario con stakeholder come fornitori o finanziatori.

Infine, il *weighted average cost of capital* (WACC) viene utilizzato per calcolare il costo del capitale analizzando tutti i suoi componenti. Perciò aiuta a determinare se valga la pena perseguire un rendimento atteso.

Oltre ai tradizionali indici come quelli appena descritti ve ne sono certamente altri. Un esempio è lo Shareholder Value Added (SVA) che secondo alcuni economisti è un metodo molto efficace per la valutazione delle decisioni finanziarie aziendali in ottica di massimizzazione del valore per gli azionisti. Questo indicatore misura la differenza tra il profitto operativo netto (NOPAT) e il costo medio ponderato del capitale (WACC).

$$\text{SVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capitale investito})$$

Pertanto, la sua funzione è di evidenziare come solo i progetti che generano un ritorno superiore al costo del capitale contribuiscono alla creazione di valore per gli azionisti. Questo tipo di criterio si basa sul valore economico, come l'Economic Value Added

⁴¹ Fiori, Giovanni, and Riccardo Tiscini. *Economia Aziendale*. Milano, Egea, 2014.

(EVA), il Cash Value Added (CVA) e il Market Value Added (MVA) per cui è talvolta ritenuto più efficace rispetto a misure contabili tradizionali⁴².

3.2.2 Indici non finanziari

Con il passare degli anni e la crescente pressione sociale sui temi di rispetto dell'ambiente, della comunità e dei dipendenti, si è diffuso l'utilizzo del *non financial reporting* (NFR). Il *non financial reporting* è un insieme di indicatori che riflettono l'impatto delle attività d'impresa in aree come la sostenibilità ambientale, la responsabilità sociale d'impresa (CSR), il benessere dei dipendenti e la governance⁴³. Queste metriche includono misurazioni che dipendono dal tipo di impresa o dal tipo di informazione che si vuole ottenere. Inoltre, si tratta di indicatori che, al contrario di quelli finanziari, non hanno regole e formule precise, generalmente riconosciute e, per così dire, tradizionali. Ne esistono per questa ragione di diverse categorie:

- Indicatori sulla soddisfazione de dipendenti
- Indicatori sullo sviluppo sostenibile (e rispetto dei Sustainable Development goals)
- Indicatori sulla relazione con i clienti
- Indicatori sull'efficienza operativa
- Indicatori sulla reputazione ambientale, e molti altri ancora.⁴⁴

Se questi strumenti informativi, fino a qualche anno fa, erano totalmente facoltativi, oggi sono diventati criteri quasi obbligatori per rappresentare sia le dinamiche interne

⁴² Largani, Mahmoud Samadi, et al. "A Review of the Application of the Concept of Shareholder Value Added (SVA) in Financial Decisions." *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol. 40, 2012, pp. 490–497, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.221>.

⁴³ Turzo, Teresa, et al. "Non-Financial Reporting Research and Practice: Lessons from the Last Decade." *Journal of Cleaner Production*, vol. 345, Apr. 2022, p. 131154, <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131154>.

⁴⁴ Bava, Fabrizio, and Alain Devalle. "La Relazione Sulla Gestione: Gli Indicatori Non Finanziari." <https://www.qualitiamo.com/Index.htm>, www.qualitiamo.com/documenti/indicatorinonfinanziari.pdf.

all'impresa sia il rapporto con l'ambiente esterno. La motivazione principale è che contribuiscono a comunicare informazioni specifiche e contribuiscono alla diminuzione dell'asimmetria informativa. Essi sono dunque una delle numerose conseguenze della spinta alla governance aziendale da parte delle teorie orientate al benessere degli stakeholder, che, seppur trova manifestazione oggi, ha un'origine ben lontana e già descritta.

Conclusioni

L'analisi svolta ci ha permesso di comprendere il dibattito sulle teorie di governance, esplorandone le radici storiche e concettuali, fino ad arrivare alle valutazioni delle loro performance pratiche. Abbiamo visto come il nucleo di esse sia sostanzialmente differente sia in ambito prettamente teorico che in termini applicativi. Ma ciò non deve ingannare facendoci pensare che due posizioni così distanti non abbiano ragione di essere confrontate ed influenzate a vicenda. Al contrario, si è visto come questa sia la soluzione più ovvia date le problematiche manifestatesi negli anni di entrambi gli approcci. Infatti, secondo l'autore, aderire o orientarsi rigidamente ad un unico approccio comporterebbe conseguenze negative, rendendo necessario un equilibrio dinamico tra le varie correnti di pensiero. Questa interazione non è solo una probabilità, ma una necessità affinché si migliori l'efficacia della governance. Un altro ruolo fondamentale a tal proposito è quello delle istituzioni, le quali dovrebbero intervenire

per prevenire che, da un lato, si ripresentino situazioni di opportunismo manageriale, e dall'altro, che si sfrutti l'utilizzo dell'eticità solo come uno strumento di facciata. L'uso strumentale c'è stato nel corso degli anni, ed è innegabile. Ma bisogna evitare in tutti i modi che si giunga ad avere modelli di governance che pur di trovare un punto di incontro generino fenomeni di dubbia utilità sociale. Si fa da esempio quello del *greenwashing*. L'obiettivo non è quello di elevarsi a soggetti che perseguono meramente l'aspetto etico, ma nemmeno fare in modo che si ripresentino situazioni e crisi già affrontate.

Sitografia

Alessandro Arienzo. *Dalla Corporate Governance Alla Categoria Politica Di Governance*. 1 Jan. 2004, pp. 125–162, www.fedoa.unina.it/241/1/articolo_governance.PDF. Accessed 20 Sept. 2024.

“Analisi Degli Stakeholder | Project Management Center.” *Project Management Center*, 4 May 2014, www.humanwareonline.com/project-management/center/analisi-degli-stakeholder/. Accessed 21 Sept. 2024.

Bava, Fabrizio, and Alain Devalle. “La Relazione Sulla Gestione: Gli Indicatori Non Finanziari.” <https://www.qualitiamo.com/Index.htm>, www.qualitiamo.com/documenti/indicatorinonfinanziari.pdf

Baker, Malcolm. “Capital Market-Driven Corporate Finance.” *Annual Review of Financial Economics*, vol. 1, 2009, pp. 181–205. *JSTOR*, <http://www.jstor.org/stable/42939938>. Accessed 23 Sept. 2024.

“Definition of SHAREHOLDER.” *Merriam-Webster.com*, 2018, www.merriam-webster.com/dictionary/shareholder.

“Dividendo - Glossario Finanziario - Borsa Italiana.” *Borsaitaliana.it*, 2024, www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividendo.html. Accessed 20 Sept. 2024.

“Governance Noun - Definition, Pictures, Pronunciation and Usage Notes | Oxford Advanced Learner’s Dictionary at OxfordLearnersDictionaries.com.” *Oxfordlearnersdictionaries.com*, 2022, www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/governance#:~:text=governance -.

Stakeholder Matrix. www.humanwareonline.com/project-management/center/analisi-degli-stakeholder/.

“Stock Option: Cosa Sono E Come Funzionano - Borsa Italiana.” *Www.borsaitaliana.it*, 22 Mar. 2019, www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm.

Pressacco, Flavio. “Azzardo Morale.” <https://Www.treccani.it/>, Treccani, 2012, [www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

Michelon, Giovanna. “Performance”. https://Www.treccani.it/Enciclopedia/Performance_%28Dizionario-Di-Economia-e-Finanza%29/, <https://www.treccani.it/>.

Bibliografia

Brogi, Marina. *Corporate Governance*. EGEA spa, 11 Oct. 2016.

Caroli, Matteo. *Economia E Gestione Sostenibile Delle Imprese*. McGraw-Hill, 2021.

Carson, Thomas L. “Self-Interest and Business Ethics: Some Lessons of the Recent Corporate Scandals.” *Journal of Business Ethics*, vol. 43, no. 4, 2003, pp. 389–394, <https://doi.org/10.1023/a:1023013128621>.

Clarke, Thomas, et al. *The Oxford Handbook of the Corporation*. Oxford University Press, 21 Feb. 2019, pp. 139–167.

Clarkson, Max B. E. “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance.” *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 1, Jan. 1995, pp. 92–117, <https://doi.org/10.2307/258888>.

Collis, David J, and Cynthia A Montgomery. “Competing on Resource Strategy in the 1990s.” *Long Range Planning*, vol. 28, no. 5, Oct. 1995, p. 131, [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)90366-6](https://doi.org/10.1016/0024-6301(95)90366-6).

Cornell, Bradford, and Alan C. Shapiro. “Corporate Stakeholders and Corporate Finance.” *Financial Management*, vol. 16, no. 1, 1987, pp. 5–14.

D'Orazio, Emilio. "Responsabilità Sociale Ed Etica D'impresa." *POLITEIA*, 2003, pp. 3–27.

ISSN 1128-2401.

Daft, Richard L, et al. *Organizzazione Aziendale*. Santarcangelo Di Romagna (Rimini), Maggioli, 2021, pp. 87–129.

Detomasi, David Antony. "The Political Roots of Corporate Social Responsibility." *Journal of Business Ethics*, vol. 82, no. 4, 26 Oct. 2007, pp. 807–819, link.springer.com/article/10.1007/s10551-007-9594-y, <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9594-y>.

Dignam, Alan J. "The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis." *SSRN Electronic Journal*, 2012, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2207685>.

Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston. "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications." *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 1, Jan. 1995, pp. 65–91, www.jstor.org/stable/258887, <https://doi.org/10.2307/258887>.

Fassin, Yves. "The Stakeholder Model Refined." *Journal of Business Ethics*, vol. 84, no. 1, 27 Mar. 2008, pp. 113–135, <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9677-4>.

Fiori, Giovanni, and Riccardo Tiscini. *Economia Aziendale*. Milano, Egea, 2014.

Firth, Michael. "The Profitability of Takeovers and Mergers." *The Economic Journal*, vol. 89, no. 354, June 1979, p. 316, <https://doi.org/10.2307/2231604>. Accessed 8 May 2019.

Fontaine, Charles, et al. *The Stakeholder Theory*. Dec. 2006. <file:///C:/Users/ASUS/OneDrive/Desktop/Tesi/stakeholders-theory.pdf>.

Freeman, R Edward. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, Pitman, 1984.

Friedman, Andrew L, and Samantha Miles. *Stakeholders: Theory and Practice*. Oxford, Oxford University Press, 2006.

Friedman, Andrew L., and Samantha Miles. "Developing Stakeholder Theory." *Journal of Management Studies*, vol. 39, no. 1, Jan. 2002, pp. 1–21, onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-6486.00280.

Friedman, Milton. *Capitalism and Freedom*. Chicago, University of Chicago Press, 1962.

---. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." *Corporate Ethics and Corporate Governance*, by Milton Friedman, The New York Times Magazine, 1970, pp. 173–178.

Goyal, Lakshmi. "Stakeholder Theory: Revisiting the Origins." *Journal of Public Affairs*, vol. 22, no. 3, 27 Nov. 2020, onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/pa.2559, <https://doi.org/10.1002/pa.2559>.

Harper Ho, Virginia E. "'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide." *SSRN Electronic Journal*, vol. 36, no. 1, 2010, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1476116>.

Hax, Arnaldo C., and Nicolas S. Majluf. "The Corporate Strategic Planning Process." *Interfaces*, vol. 14, no. 1, Feb. 1984, pp. 47–60, <https://doi.org/10.1287/inte.14.1.47>.

Keay, Andrew. "Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach.'" *Sydney Law Review*, vol. 29, no. 4, 1 Dec. 2007, p. 577. Accessed 20 Sept. 2024.

Kemper, Alison, and Roger L. Martin. "After the Fall: The Global Financial Crisis as a Test of Corporate Social Responsibility Theories." *European Management Review*, vol. 7, no. 4, Dec. 2010, pp. 229–239, <https://doi.org/10.1057/emr.2010.18>. Accessed 16 Apr. 2019.

Largani, Mahmoud Samadi, et al. "A Review of the Application of the Concept of Shareholder Value Added (SVA) in Financial Decisions." *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol. 40, 2012, pp. 490–497, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.221>.

Lazonick, William, and Mary O'Sullivan. "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance." *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, Jan. 2000, pp. 13–35, www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/030851400360541, <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.

O'Brien, Justin, et al. *The Oxford Handbook of the Corporation*. Oxford, United Kingdom; New York, Ny, Oxford University Press, 2019.

Chapter 6.

O'Connell, Maeve, and Anne Marie Ward. "Shareholder Theory/Shareholder Value." *Encyclopedia of Sustainable Management*, vol. 1, 9 Mar. 2020, pp. 1–7. *springer*, https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.

Polonsky, Michael. "Incorporating the Natural Environment in Corporate Strategy: A Stakeholder Approach." *Journal of Business Strategies*, vol. 12, no. 2, 1 Jan. 1990, pp. 151–168, <https://doi.org/10.54155/jbs.12.2.151-168>. Accessed 14 Oct. 2021.

Radici, Alberto Maria. *Anni '70: La Prima Recessione Dopo l'Età Dell'oro | Starting Finance*. 9 Apr. 2020, startingfinance.com/approfondimenti/anni-70-recessione/.

Sacconi, Lorenzo. *Il Modello Di Impresa All'origine Della Crisi E l'Alternativa Dell'impresa Socialmente Responsabile*. 2014.

ISSN 2039-2206.

Shital Jhunjhunwala. *Corporate Governance*. Palgrave Macmillan, 2023.

Sinha, Rajeeva. "Corporate Governance and Shareholder Value Analysis." *Global Business Review*, vol. 7, no. 1, Feb. 2006, pp. 1–16, <https://doi.org/10.1177/097215090500700101>.

Smith, Adam. *The Wealth of Nations*. London, W. Strahan and T. Cadell, 1776.

Sneirson, Judd F. "The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith through the Rise of Financialism." *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, 12 Dec. 2019, pp. 73–85, <https://doi.org/10.1017/9781108658386.011>.

Soppe, Aloy. "Sustainable Corporate Finance." *Journal of Business Ethics*, vol. 53, no. 1/2, Aug. 2004, pp. 213–224, <https://doi.org/10.1023/b:busi.0000039410.18373.12>.

Tse, Terence. "Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis." *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 3, no. 1, 12 Apr. 2011, pp. 51–63, <https://doi.org/10.1108/17554171111124612>. Accessed 16 Sept. 2019.

Turzo, Teresa, et al. "Non-Financial Reporting Research and Practice: Lessons from the Last Decade." *Journal of Cleaner Production*, vol. 345, Apr. 2022, p. 131154, <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131154>.

Weinstein, Olivier. "Understanding the Roots of Shareholder Primacy." *The Oxford Handbook of the Corporation*, vol. 6, 28 Feb. 2019, pp. 138–167, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198737063.013.8>.