



Economia Aziendale Online

# Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences  
International Quarterly Review

*La qualità della remuneration disclosure  
nelle imprese quotate Italiane*

Rossella Leopizzi, Giuseppe Dammacco

Pavia, LUGLIO 2015  
Vol. 6 - N. 2/2015

[www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)  
[www.economiaaziendale.it](http://www.economiaaziendale.it)

  
PaviaUniversityPress

---

Electronic ISSN 2038-5498  
Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.



## La Qualità della Remuneration Disclosure nelle Imprese Quotate Italiane

Rossella Leopizzi, Giuseppe Dammacco

---

### Abstract

Il presente studio analizza la qualità dell'informativa presente nel documento "Relazione sulla remunerazione" delle imprese quotate presso Borsa Italiana nel segmento STAR. L'obiettivo del presente lavoro è sviluppato su tre livelli di analisi: valutare la qualità della *disclosure* della Relazione sulla remunerazione per gli anni 2011 (*first time adoption*) e 2012; valutare il grado di coerenza tra quanto dichiarato nel 2011 in termini di politica remunerativa prospettata (per il 2012) e quanto rendicontato nel 2012; verificare se e quali elementi di *corporate governance* sono in grado di influenzare la qualità della *remuneration disclosure*. In merito al primo obiettivo, i risultati evidenziano un livello complessivo medio di *compliance* che si attesta intorno al 60% dato di per sé che potrebbe sembrare non soddisfacente se si considera che il campione di riferimento è costituito da imprese impegnate a rispettare standard elevati di qualità e trasparenza. I risultati relativi alla coerenza tra politica remunerativa dichiarata e sistema di remunerazione introdotto dalle imprese evidenziano, altresì, risultati non confortanti (più del 70% delle aziende del campione mostra un livello di incoerenza parziale). I risultati riconducibili al terzo obiettivo della ricerca indicano la presenza di correlazione tra il numero di donne nei cda e la frequenza del numero di riunioni dei cda e la *disclosure quality*.

---

### Abstract

The aim of this paper is to assess the disclosure quality in the document called "The Remuneration Report" covering the years 2011 and 2012 for companies listed on the STAR segment of the Italian Stock Exchange. This aim has been developed on three levels: assessing the disclosure quality in the remuneration report in 2011 (first time adoption) and in 2012; assessing the consistency between what is declared in 2011 about the remuneration policy for 2012 and what has been really done in 2012; establishing whether and which elements of governance are able to influence the quality of disclosure on remuneration system. About the first point, the results show an overall average level of compliance that is around 60% and, therefore, not exciting, especially considering the sample (companies engaged to respect high standards of quality and transparency). Also the results about the consistency of the remuneration policy with respect to the compensation paid is not satisfactory (more than 70% of the sample companies show partial inconsistency). In relation to the third point, the results show the importance of the number of women in the board and the number of meetings of the board, as determinants of disclosure quality.

---

**Keywords:** *remuneration disclosure*, qualità informativa, relazione remunerazione, compensi amministratori.

---

---

Rossella Leopizzi - Dottore di Ricerca di Economia Aziendale  
Dipartimento di Scienze dell'Economia  
Università del Salento - Italy  
E-mail: rossella.leopizzi@unisalento.it  
Giuseppe Dammacco - Ricercatore di Economia Aziendale  
Dipartimento di Studi Aziendali e Giusprivatistici  
Università di Bari - Italy  
E-mail: giuseppe.dammacco@uniba.it

Il presente lavoro, sebbene concepito unitariamente, è attribuibile a Giuseppe Dammacco per i paragrafi 1, 2 e 6 ed a Rossella Leopizzi per i paragrafi 3, 4 e 5.

## 1 – Introduzione

Il tema della remunerazione di amministratori e manager, pur essendo dibattuto da anni, ha recentemente acquisito un particolare rilievo, sia in ambito nazionale che internazionale, a causa della crisi globale<sup>1</sup>.

Da più parti si è proceduto, infatti, ad inasprire i controlli ed a moltiplicare la quantità di informazioni da fornire al mercato ed agli stakeholder. Tale maggiore trasparenza informativa dovrebbe, mettendo a disposizione del pubblico maggiori informazioni, favorire scelte economiche più consapevoli e razionali e limitare il rischio dovuto alla manipolazione di informazioni da parte degli amministratori a proprio vantaggio (Franzoni, 2007).

La disciplina relativa alle remunerazioni di amministratori e manager nel nostro Paese, specie nelle società quotate, è stata oggetto di numerosi interventi sia legislativi (art. 123 Tuf), sia di normativa secondaria (Delibera Consob 18049/2011) e di autodisciplina (art. 7 codice di autodisciplina) per recepire le raccomandazioni comunitarie 2004/913 e 2009/385 in materia di remunerazione.

Tra l'altro, di recente, l'Assonime ha pubblicato una circolare di commento al nuovo adempimento legislativo previsto per le società quotate e cioè quello di redigere e pubblicare, a partire dall'esercizio chiuso al 2012, un'apposita relazione sulla remunerazione. Tale relazione, che diventa il documento della *remuneration disclosure* per eccellenza, deve, infatti, illustrare sia i criteri utilizzati per la determinazione delle retribuzioni sia i compensi a qualsiasi titolo corrisposti. La politica sulle remunerazioni è, inoltre, oggetto di delibera non vincolante da parte dell'assemblea degli azionisti.

Il presente lavoro, inserendosi nell'ambito del filone di studi che indaga la qualità della *remuneration disclosure*, intende verificare la qualità dell'informativa presente nel documento "Relazione sulla remunerazione" relativa agli anni 2011 e 2012 per le società quotate nel segmento STAR presso la Borsa Italiana.

L'obiettivo è, pertanto, quello di contribuire alla letteratura esistente sulla qualità della *disclosure* fo-

calizzandosi su un documento specifico e di nuova introduzione, sul quale la letteratura non ha ancora indagato.

In particolare, si intende valutare il livello di informativa nell'ambito delle relazioni sulla remunerazione per l'anno 2011, che risulta l'anno della *first adoption* in base alla delibera Consob 23/12/2011, e per il successivo anno 2012, valutando, altresì, la coerenza tra quanto dichiarato nel 2011 in tema di politiche remunerative per l'anno successivo e quanto effettivamente realizzato nel 2012.

Infine, si intende verificare la presenza di relazioni dirette tra le risultanze della *compliance*, la coerenza ed alcuni elementi di *governance* (presenza di amministratori indipendenti, *diversity* nei cda, presenza di comitati per le remunerazioni, numero di riunioni dei cda e dei comitato), in linea con quanto già sviluppato in precedenti studi. I risultati relativi al livello di qualità della *disclosure* e della coerenza evidenziano la rilevanza della presenza di donne nei cda e del numero di riunioni dei cda quale determinante per una migliore qualità informativa.

## 2 – Inquadramento Normativo della Disciplina delle Remunerazioni degli Amministratori per le Società Quotate

La disciplina della remunerazione di amministratori e manager in Italia, con specifico riferimento alle società quotate, è stata oggetto di numerosi interventi, legislativi e regolamentativi, riguardanti il recepimento delle due raccomandazioni comunitarie 2004/913 e 2009/385 in materia di remunerazione.

Invero, gli interventi a livello comunitario sono stati avviati già nel corso del 2003, quando la Commissione Europea ha emanato una Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo intitolata

*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario dell'Unione Europea - Un piano per progredire.*

Nel suddetto documento si suggeriva di fornire idonea pubblicità in merito al sistema retributivo degli amministratori, nonché di sottoporre i piani di *stock options* al preventivo voto dell'assemblea dei soci.

Nel 2004, successivamente, la Raccomandazione comunitaria 913 richiedeva l'esplicitazione delle informazioni inerenti i criteri utilizzati per la determinazione delle remunerazioni e dei compensi singolarmente corrisposti agli amministratori, il voto vincolante o consultivo dell'assemblea ai piani di remunerazione, e l'approvazione preventiva dell'assemblea dei soci sui piani basati su strumenti finanziari.

<sup>1</sup> L'attenzione verso questo tema è cresciuta soprattutto in concomitanza degli eclatanti casi di aziende in cui i top manager percepivano ingenti incentivi immediatamente prima del fallimento dell'impresa in cui operavano. Tali scandali hanno suscitato in molti Paesi l'esigenza di adottare provvedimenti legislativi che regolassero tali aspetti.

Ancor prima del suo recepimento in Italia, buona parte dei capisaldi di tale raccomandazione erano oggetto di disposizioni legislative nel nostro Paese. In particolare, la preventiva approvazione da parte dell'assemblea dei piani di compenso basati sugli strumenti finanziari era prevista dalla legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005 n. 262). Ciò che risultava ancora non attuato era l'obbligo di pubblicazione della politica di remunerazione e la sottoposizione di tale politica al voto da parte dell'assemblea dei soci.

Obiettivo fondamentale della raccomandazione del 2009 è stato quello di indirizzarsi verso l'allineamento delle remunerazioni degli amministratori agli interessi di lungo periodo della società. A tal fine, nella raccomandazione erano individuati alcuni specifici criteri per strutturare i compensi, tra componenti fisse e variabili e meccanismi di correzione delle componenti variabili.

Il recepimento delle raccomandazioni sopra enunciate è avvenuto in Italia<sup>2</sup> attraverso le modifiche al Testo Unico della Finanza, in particolare all'art. 123-ter, nonché mediante l'introduzione dell'art. 7 del Codice di autodisciplina e della delibera Consob 18049/2011.

L'art. 123-ter del Tuf impone alle società quotate nei mercati italiani e in quelli dell'Unione europea, di mettere a disposizione del pubblico, almeno 21 giorni prima del giorno fissato per l'assemblea annuale ordinaria dei soci, una relazione sulla remunerazione, composta da due sezioni: una relativa all'illustrazione della politica della società in materia di remunerazione e una illustrativa, in maniera analitica e nominativa, dei compensi corrisposti. La prima sezione, peraltro, è oggetto di votazione non vincolante da parte dell'assemblea dei soci.

Tale disciplina ha iniziato ad essere attuata nel corso del 2012, in occasione dell'approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2011.

L'art. 7 del Codice di Autodisciplina (oggi articolo 6) prevede:

- l'introduzione di criteri per la redazione di una politica delle remunerazioni degli amministratori;
- la redazione, da parte del Cda, di una relazione sulla politica delle remunerazioni da presentare, con cadenza almeno annuale, all'assemblea degli azionisti;
- la rimodulazione della composizione e compiti del comitato per la remunerazione.

La delibera Consob 18049/2011 ha introdotto uno schema di relazione sulla remunerazione sulla

base di quanto previsto dall'articolo 123-ter del Testo Unico della Finanza.

Inoltre, di recente, Assonime ha pubblicato una circolare di commento (la n. 8 del 2012) al nuovo adempimento legislativo.

Tale circolare, che verrà dettagliatamente analizzata nel prosieguo del lavoro, è stata presa in esame nel presente elaborato, in quanto contenente una serie di linee guida in tema di redazione della relazione sulla remunerazione. L'interpretazione del contenuto di tale circolare è stato necessario per definire uno schema di riferimento rivolto ad investigare il livello di qualità della *remuneration disclosure*. Si precisa sul punto che lo schema di riferimento è stato, pertanto, frutto dello sforzo di interpretazione della tipologia d'informativa che il gruppo di ricerca ha adattato alla struttura dello schema del documento relazione sulla remunerazione previsto dalla delibera Consob 18049/2011.

### 3 – Analisi della Letteratura sulla Qualità dell'Informativa

Il tema dei compensi ad amministratori e manager assume una posizione rilevante nell'ambito della *governance* delle società, in quanto potrebbe essere contestualmente fonte di conflitto di interessi e strumento idoneo ad attenuare tale conflitto.

Non essendo questa la sede per affrontare approfondimenti sul tema, si rimanda alla vastissima letteratura in tema teoria dell'agenzia (Jensen e Mackling, 1976; Jensen e Murphy, 1990; Jensen e Murphy, 1990) e in tema di remunerazione di amministratori e manager, che ha in particolare riguardato il rapporto tra compensi e performance aziendali (Murphy, 1999; Ferrarini e Moloney, 2005; Santosuosso, 2006; Franzoni, 2007). E' fondamentale, in tale contesto, che vi sia una profonda e spontanea trasparenza delle informazioni inerenti i sistemi di remunerazione, al di là delle predisposizioni normative che, come visto precedentemente, stanno comunque adeguandosi alle esigenze del mercato e delle varie categorie di stakeholder.

La suddetta trasparenza consente la comprensione del grado di coinvolgimento e di motivazione dei vertici aziendali e la relativa equità di trattamento, nonché la distribuzione della ricchezza generata dall'azienda tra coloro che maggiormente hanno concorso con la loro attività a generarla. In definitiva, la trasparenza sulle remunerazioni è fattore cruciale per la generazione di consensi e fiducia soprattutto in un contesto, quale quello attuale, caratterizzato da mercati fortemente instabili, soprattutto in seguito agli scandali finanziari degli ultimi anni, uno su tutti il caso Enron, frutto di comportamenti sleali e opportunistici da parte di grossi manager (Di Pietra, 2012).

<sup>2</sup> Per un approfondimento su tutti gli interventi nel nostro ordinamento in tema di remunerazione degli amministratori di società quotate si vedano Beghetto (2012: 70 e ss.) e Del Linz (2012: 451 e ss.).

Uno studio negli USA ha analizzato gli effetti della riforma sui sistemi di incentivazione in seguito agli scandali finanziari in USA. Ne è venuto fuori una profonda esigenza di avere sistemi incentivanti orientati al lungo periodo, di avere comitati per la remunerazione più indipendenti, con maggiore esperienza e di dare maggiore spazio alla trasparenza nel senso di comunicare con un adeguato sistema di *disclosure* il sistema di incentivazione all'esterno (Matsumura e Shin, 2005).

I risultati di studi precedenti, inoltre, (Healy, 2001; Han e Wild, 2000; Leuz e Verrecchia, 2000; Verrecchia, 2000) mostrano che la soddisfazione delle esigenze informative degli stakeholder è il primo motore che influenza la qualità e quantità della *disclosure*.

La *disclosure quality*, infatti, appare determinante nel colmare il gap informativo tra le aziende e gli stakeholder, interessati ad una serie di notizie di natura quali-quantitativa. Una *disclosure* di qualità riduce maggiormente tale *gap* informativo e soddisfa appieno le esigenze degli stakeholder. Ciò sia che si tratti di documenti obbligatori, quali quelli economico-finanziari, sia che si tratti di documenti volontari o di informazioni volontarie all'interno di report obbligatori

Infatti, la nozione di *disclosure* rimanda alla componente esplicativo-descrittiva della comunicazione. In particolare si distingue dal concetto di *disclosure* obbligatoria, cioè relativa ad informazioni rese obbligatorie dalla normativa vigente da quello di *disclosure* volontaria, cioè relativa a qualsiasi informazione comunicata in eccesso (Meek *et al.*, 1995).

La letteratura sul tema si è sviluppata sotto diversi profili: quello degli effetti generati dalla *disclosure quality* (Barry e Brown, 1986; Bhushan, 1989; Lang e Lundholm, 1996; Botosan, 1997; Leuz e Verrecchia, 2000; Botosan e Plumlee, 2002; Francis *et al.*, 2008; Reverte, 2012); quelli dei fattori determinanti la *disclosure quality* (Singhvi e Desai, 1971; Buzby, 1972; McNally *et al.*, 1982; Andrikopoulos e Krikiani, 2013); quello delle variabili che influenzano la politica di *disclosure* (Barry e Brown, 1986; Aboody e Kasznik, 2000); quello del contributo fornito da istituti che disciplinano la *disclosure* (Watts e Zimmermann, 1978 e 1990).

La nozione di “qualità” appare delicata sia con riferimento alle variabili da considerare sia alle relative misurazioni. In prima battuta la nozione di qualità può essere ricondotta a tutti i requisiti richiesti dal documento stesso e, quindi, disponibilità, accessibilità, comprensibilità, tempestività, pertinenza, rilevanza, completezza, comprensibilità, chiarezza, esaustività, verità, verificabilità, correttezza, neutralità, imparzialità, obiettività. Per la valutazione della qualità, pertanto, si dovrebbe essere

in grado di esprimere la presenza di questi requisiti in maniera sintetica attraverso una misurazione. Ciò appare di difficile attuazione e, pertanto, si parla di “*inherently immeasurable*” (Botosan, 2004). In tal senso si intende la migliore approssimazione possibile. Molti studi ritengono la quantità della *disclosure* una buona approssimazione della misura di qualità (Horngren, 1957; Robb, 1980; Dye, 1985; Barron *et al.*, 1998; Penman, 2003; Barth *et al.*, 2003; Bushman e Smith, 2003; Mensah *et al.*, 2006). Al contrario, altri, pur ammettendo una relazione tra quantità e qualità, non considerano la prima una corretta approssimazione della seconda e sostengono che la qualità si basi anche su altri fattori quali la “ricchezza” del contenuto (Beattie *et al.*, 2004; Beretta e Bozzolon, 2008).

La misurazione della qualità della *disclosure* può avvenire attraverso un'analisi del contenuto effettuata dal ricercatore (Marston e Shives, 1991), mediante la costruzione di indicatori elaborati dallo stesso (Beattie *et al.*, 2004) oppure prendendo a riferimento indicatori forniti da soggetti esterni (analisti, agenzie di rating o istituzioni finanziarie).

La prima tipologia di analisi, cioè quella basata sull'analisi del contenuto effettuata dal ricercatore, è stata sviluppata attraverso la *thematic content analysis* (Guthrie e Abeysekera, 2006) o la *syntactic content analysis* (Jones e Shoemaker, 1994). La *content analysis* richiede una maggiore mole di lavoro per il ricercatore rispetto all'analisi basata su indici elaborati da analisti esterni ed un minor grado di soggettività. Anche l'approccio di misurazione del livello di *disclosure* basato sull'impiego di indici costituisce un valido strumento di ricerca; tuttavia, anch'esso può presentare gradi di soggettività del ricercatore, soprattutto laddove l'indice sia costruito effettuando ricerche su opinioni e aspettative degli stakeholder (Healy e Palepu, 2001).

Indubbiamente, un requisito che consente a ciascuna delle tre analisi di acquisire oggettività è quello della replicabilità, ossia la possibilità di ottenere i medesimi risultati replicando l'analisi condotta (Beattie *et al.*, 2004).

In tale contesto dottrinario, il presente lavoro si inserisce nel dibattito sulla valutazione della qualità della *disclosure*, focalizzandosi, in particolare, sull'informativa inerente il sistema di remunerazione, che definiamo appunto *remuneration disclosure*, in linea con precedenti studi effettuati in altri contesti (Laksmana, 2008; Andjelkovic *et al.*, 2002; Chizema, 2008 e 2010) e sulle determinanti di tale qualità. In tal senso, la *disclosure quality* è valutata apprezzando la presenza di informazioni relative a singoli pre-selezionati item informativi (Lassini *et al.*, 2012). Infatti, come verrà esplicitato meglio più avanti, sono state individuate le informazioni che la normativa di riferimento ritiene obbligatorie per ciascuna sezione della Relazione sulla remunerazione ed è stato succes-

sivamente verificato che ciascuna di queste informazioni esistesse e fosse presente in ciascun documento delle società del campione.

#### 4 – Metodologia di Ricerca e Campione di Riferimento

Il campione indagato nel presente studio riguarda l'universo delle società italiane quotate su Borsa italiana all'interno del segmento STAR, alla data del 30.08.2013. Tale segmento include le aziende di media dimensione, con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di:

- alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa
- alta liquidità (35% minimo di flottante)
- corporate governance allineata agli standard internazionali (Fonte Consob).

La scelta di tale campione risiede nel fatto che le aziende del suddetto segmento, nel rispetto di tali requisiti, dovrebbero evidenziare eccellenza in termini di trasparenza nella comunicazione. Da esse, pertanto, ci si aspetta un'elevata qualità informativa.

Le aziende del campione STAR sono 67 ma, se a queste si esclude un'impresa sospesa dal mercato, il campione di riferimento ammonta complessivamente a n. 66 società. Si precisa inoltre che per una, delle 66 società oggetto di indagine, non è stato possibile reperire alcun documento on line. Tale società è stata comunque inserita nell'ambito delle tabelle di statistica descrittiva, ma non nella matrice di correlazione, nè tanto meno nell'analisi di regressione per non alterarne i risultati.

In particolare, si è proceduto a valutare il livello di informativa nell'ambito delle relazioni sulla remunerazione per l'anno 2011 e per il successivo anno 2012, valutando anche la coerenza tra quanto dichiarato nel 2011 in tema di politiche remunerative per l'anno successivo e quanto effettivamente realizzato nel 2012.

Preliminarmente si è proceduto con una valutazione, per così dire, "formale" della *compliance* delle relazioni sulla remunerazione rispetto alla normativa di riferimento ed all'esplicativa Circolare Assonime e, successivamente, con una valutazione, per così dire, "sostanziale" della coerenza della politica attuata rispetto a quanto dichiarato l'anno precedente.

In particolare, si sono individuati degli standard di qualità informativa attraverso la predisposizione di una griglia in cui sono individuati i contenuti obbligatori richiesti dalla normativa e meglio esplicitati dalla Circolare Assonime 8/2012. In base a tali documenti la relazione sulla remunerazione presenta due sezioni:

- la prima in cui devono essere descritte le politiche retributive per l'anno successivo relative ai componenti l'organo amministrativo, i direttori generali ed i dirigenti con responsabilità strategiche nonché le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tali politiche.
- la seconda ove vengono illustrati i compensi nominativi in qualsiasi forma corrisposti dei componenti degli organi di amministrazione, controllo e direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche (in forma aggregata se società di minori dimensioni). In particolare la seconda sezione è suddivisa in due parti:
  - ✓ la prima fornisce un'informativa sulle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica evidenziando la coerenza o meno con la politica delle remunerazioni formulata per l'anno in corso nel documento dell'anno precedente.
  - ✓ la seconda riporta analiticamente i compensi corrisposti anche tramite società controllate e collegate mediante l'utilizzo di quattro tabelle.

La **Tabella 1** sintetizza le informazioni obbligatorie richieste per ciascuna sezione e per le quali è stata verificata l'esistenza e la completezza nei documenti esaminati. Per ognuna delle società del campione è stato analizzato il contenuto del documento oggetto di attenzione, per gli anni 2011 e 2012, scaricato all'interno dei siti *web* delle società, nell'apposita sezione denominata "Remunerazioni" o nella sezione "Governance" o, ancora, in quella "Investor relations". Le società analizzate operano in diversi settori di attività; per catalogare le aziende si è fatto riferimento alla metodologia utilizzata da Borsa Italiana, che utilizza l'*Industry Classification Benchmark* (ICB), sviluppato da Dow Jones e FTSE.

La **Tabella 2** riporta le società del campione suddivise per settore e per numero di dipendenti.

Per analizzare il livello d'informativa presente nel documento è stato necessario definire un metodo di valutazione che fosse in grado di misurare, nella maniera più oggettiva possibile, il livello di *compliance* dell'informativa presente.

A tal fine, sono state elaborate n. 3 specifiche griglie valutative per ciascun anno (Venturelli, 2012), contenenti all'interno una *check-list* dell'informativa presente. Successivamente, tali griglie sono state compilate per ogni singola azienda al fine di verificare la presenza o meno, per specifica tematica di riferimento, dell'informativa richiesta dal documento.

Lo strumento di valutazione che è stato introdotto riporta al suo interno le specifiche istanze informative richieste dalla circolare Assonime.

Per ogni sezione è stata verificata, pertanto, la presenza del livello di informativa riportata; ciò ha

consentito di assegnare un differente punteggio che fosse espressione del grado di completezza delle informazioni presenti nei relativi report. La scala di giudizio da 0 a 2, ove 0 equivale ad assenza di informativa, 1 ad informativa presente ma non esauriente e 2 ad informativa esaustiva, ha consentito di assegnare un punteggio alle specifiche sezioni e, conseguentemente, di determinare il livello di completezza della informativa.

**Tabella 1 – Sezioni informative della relazione sulla remunerazione**

<i>Sezione informativa -</i>	<i>Sotto-sezione informativa</i>
<b>Sezione I)</b> <b>Informativa obbligatoria sulle politiche retributive per l'anno successivo</b>	Soggetti che predispongono e approvano politica remunerazione
	Composizione, competenze e modalità di funzionamento del comitato di remunerazione
	Eventuale presenza di esperti indipendenti
	Principi alla base delle politiche retributive
	Componente fissa e variabile (breve e lungo periodo) e relativa incidenza su retribuzione complessiva
	Politica in tema di benefici non monetari
	Obiettivi di performance (breve, medio e lungo periodo)
	Criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi
	Coerenza della politica retributiva con interessi aziendali di lungo termine
	Termine di maturazione dei diritti
	Previsioni clausole di mantenimento strumenti finanziari dopo la loro acquisizione
	Politica di trattamenti in caso di cessazione della carica
	Eventuali coperture assicurative
	Politica retributiva per amministratori indipendenti, per partecipazioni a comitati e svolgimento particolari incarichi
Riferimento a modelli politico-retributivi di altra società	
<b>Sezione II)</b> <b>Informativa obbligatoria sulle voci che compongono la remunerazione – parte I</b>	Descrizione dei compensi
	Esistenza di accordi in caso di cessazione della carica
	Criteri di determinazione indennità per ogni soggetto
	Criteri di performance a cui è legata l'indennità
	Effetti della cessazione del rapporto sui diritti assegnati nei piani di incentivazione
	Casi in cui matura il diritto all'indennità
	Accordi per l'assegnazione di benefici non monetari in caso di cessazione
	Accordi per compensi per impegni di non concorrenza
	Eventuali scostamenti rispetto alle previsioni per compensi relativi a cessazioni di rapporti
	In assenza di accordi, criteri per la determinazione delle indennità maturate
<b>Sezione II)</b> <b>Informativa obbligatoria sui compensi corrisposti – parte II</b>	Tabella 1 – Compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti con responsabilità strategiche
	Tabella 2 – Stock options assegnate all'organo di amministrazione, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche
	Tabella 3a – Piani di incentivazione basati su strumenti finanziari diversi dalle stock options
	Tabella 3b – Piani di incentivazione monetari a favore dei componenti dell'organo di amministrazione, direttori generali e dirigenti con responsabilità strategiche

Quest'ultimo è stato calcolato, in termini percentuali, rapportando il punteggio assegnato alla specifica sezione informativa con il punteggio massimo ottenibile nella suddetta sezione.

Ne deriva che per ogni azienda è stato determinato un livello di *compliance* sezionale e totale, espressione del livello qualitativo dell'informativa presente nel documento relazione sulla remunerazione. In seconda istanza, oltre al riscontro formale di *compliance*, il presente lavoro ha inteso verificare la coerenza "sostanziale" tra quanto dichiarato nel 2011 in tema di politiche remunerative per l'anno successivo e quanto effettivamente

realizzato nel 2012. Tale verifica di coerenza è stata effettuata con esclusivo riferimento al dettaglio relativo alle voci che compongono la remunerazione (fissa e variabile), compresi i trattamenti in caso di cessazione della carica e risoluzione del rapporto (evidenziate nella Sezione II - parte I della Relazione, anno 2012) rispetto alle politiche sulle remunerazioni approvate nell'esercizio precedente (evidenziate nella Sezione I della relazione anno 2011). Anche in questo caso è stata attribuita una valutazione attraverso l'attribuzione di un punteggio pari a 0 in caso di totale incoerenza o di mancanza assoluta di elementi

per valutarla, ad 1 nel caso di coerenza parziale ed a 2 nel caso di piena coerenza tra quanto affermato l'anno precedente e quanto poi realizzato nell'anno in corso.

In particolare, in questa fase, l'obiettivo è stato quello di verificare, attraverso l'analisi delle informazioni fornite nell'anno successivo, che la politica remunerativa votata dall'Assemblea nell'anno precedente fosse stata coerentemente attuata. Peraltro, la stessa normativa, come già indicato, prevede di fornire, nella relazione, l'evidenziazione di tale coerenza. Pertanto, nel presente lavoro, si è proceduto non solo a verificare che nelle singole relazioni, relative all'anno 2012, ci fosse l'indicazione della



coerenza delle retribuzioni con la politica enunciata l'anno prima, ma che tale coerenza fosse effettivamente realizzata.

Infine, il presente lavoro ha inteso verificare la presenza di eventuali correlazioni tra le risultanze della *compliance*, la coerenza ed alcuni fattori identificativi della *governance* (presenza di amministratori indipendenti, tasso di *diversity* nei cda, presenza di un comitato per le remunerazioni, numero di riunioni nei cda e nei comitati per le remunerazioni).

**Tabella 2 – Composizione del campione**

settore	n. aziende	media dipendenti	min.	max
Beni di consumo	11	1.899	145	6735
Chimica e materie prime	1	619	619	619
Finanza	8	495	14	1778
Industria	26	1823	177	9192
Salute	1	5005	5005	5005
Servizi al consumo	5	993	28	989
Servizi pubblici	3	311	77	615
Tecnologia	10	1487	86	6442
Telecomunicazioni	1	477	477	477

A tal fine sono state utilizzate alcune metodologie statistiche tra le quali T-test, analisi di correlazione tra le diverse variabili considerate e analisi di regressione lineare per misurare il livello di dipendenza di una variabile dipendente rispetto a una o più variabili indipendenti.

In particolare, le variabili indipendenti considerate ai fini della presente indagine riguardano:

- il numero di amministratori,
- il numero di amministratori esecutivi,
- il numero di amministratori indipendenti,
- il numero di donne nei cda,
- il numero di riunioni annuali,
- il numero di amministratori indipendenti nel comitato per le remunerazioni.

Le variabili dipendenti considerate riguardano essenzialmente i livelli di *compliance* negli anni 2011 e 2012 (a livello sezionale e totale) e la percentuale di coerenza. Le variabili indipendenti citate presentano ognuna una composizione difforme all'interno del campione oggetto di indagine. La **Tabella 3** evidenzia la distribuzione del campione prendendo in esame, rispettivamente, il numero di componenti del cda, il numero di amministratori esecutivi, il numero di amministratori indipendenti, il numero di donne nei cda, il numero di riunioni dello stesso organo sociale e il numero di amministratori indipendenti nel Comitato per le remunerazioni.

**Tabella 3 – Distribuzione del campione variabili indipendenti**

N. componenti cda		N. aziende	% di aziende
da 5 a 8		28	43
da 9 a 12		31	48
da 13 a 16		6	9
N. amministratori esecutivi		N. aziende	% di aziende
da 1 a 3		44	68
da 4 a 6		19	29
7 e oltre		2	3
N. amministratori indipendenti		N. aziende	% di aziende
da 2 a 3		40	62
da 4 a 5		17	26
6 e oltre		8	12
N. donne nel cda		N. aziende	% di aziende
nessuna		27	42
da 1 a 2		37	57
3 e oltre		1	2
N. riunioni nel cda		N. aziende	% di aziende
da 1 a 6		28	43
da 7 a 11		28	43
12 e oltre		9	14
N. amministratori indipendenti Comitato remunerazioni		N. aziende	% di aziende
2		40	62
3		25	38

**Tabella 4 – Livello di compliance sezionale e totale**

Aziende	ANNO 2011			ANNO 2012		
	% Sez. I	% Sez. II	Totale	% Sez. I	% Sez. II	Totale
1	73,33	21,43	48,28	73,33	21,43	48,28
2	60,00	50,00	55,17	60,00	46,43	53,45
3	83,33	75,00	79,31	80,00	71,43	75,86
4	90,00	71,43	81,03	90,00	71,43	81,03
5	70,00	85,71	77,59	70,00	64,29	67,24
6	63,33	42,86	53,45	70,00	35,71	53,45
7	80,00	75,00	77,59	83,33	75,00	79,31
8	93,33	60,71	77,59	93,33	53,57	74,14
9	86,67	53,57	70,69	90,00	46,43	68,97
10	73,33	57,14	65,52	70,00	57,14	63,79
11	66,67	25,00	46,55	66,67	32,14	50,00
12	66,67	50,00	58,62	76,67	57,14	67,24
13	60,00	46,43	53,45	66,67	46,43	56,90
14	73,33	50,00	62,07	86,67	50,00	68,97
15	70,00	60,71	65,52	70,00	60,71	65,52
16	80,00	78,57	79,31	80,00	71,43	75,86
17	96,67	53,57	75,86	96,67	57,14	77,59
18	63,33	78,57	70,69	63,33	78,57	70,69
19	80,00	85,71	82,76	80,00	85,71	82,76
20	86,67	71,43	79,31	86,67	57,14	72,41
21	53,33	10,71	32,76	53,33	10,71	32,76
22	70,00	67,86	68,97	70,00	67,86	68,97
23	66,67	64,29	65,52	66,67	64,29	65,52
24	63,33	50,00	56,90	63,33	50,00	56,90
25	76,67	50,00	63,79	76,67	50,00	63,79
26	86,67	50,00	68,97	86,67	50,00	68,97
27	83,33	60,71	72,41	83,33	60,71	72,41
28	66,67	60,71	63,79	70,00	60,71	65,52
29	80,00	53,57	67,24	80,00	53,57	67,24
30	63,33	64,29	63,79	63,33	64,29	63,79
31	86,67	50,00	68,97	86,67	50,00	68,97
32	73,33	82,14	77,59	56,67	82,14	68,97
33	66,67	71,43	68,97	60,00	71,43	65,52
34	63,33	35,71	50,00	63,33	35,71	50,00
35	86,67	67,86	77,59	90,00	67,86	79,31
36	50,00	57,14	53,45	70,00	67,86	68,97
37	70,00	57,14	63,79	70,00	57,14	63,79
38	86,67	46,43	67,24	86,67	57,14	72,41
39	80,00	42,86	62,07	80,00	42,86	62,07
40	63,33	64,29	63,79	63,33	64,29	63,79
41	23,33	17,86	20,69	30,00	10,71	20,69
42	80,00	14,29	48,28	80,00	35,71	58,62
43	83,33	35,71	60,34	83,33	35,71	60,34
44	53,33	46,43	50,00	53,33	46,43	50,00
45	90,00	50,00	70,69	90,00	57,14	74,14
46	60,00	50,00	55,17	83,33	50,00	67,24
47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
48	66,67	17,86	43,10	70,00	17,86	44,83
49	63,33	42,86	53,45	70,00	42,86	56,90
50	86,67	35,71	62,07	86,67	35,71	62,07
51	83,33	39,29	62,07	83,33	46,43	65,52
52	63,33	39,29	51,72	63,33	39,29	51,72
53	90,00	39,29	65,52	86,67	32,14	60,34
54	66,67	46,43	56,90	66,67	46,43	56,90
55	70,00	32,14	51,72	70,00	32,14	51,72
56	70,00	67,86	68,97	73,33	67,86	70,69
57	56,67	53,57	55,17	53,33	39,29	46,55
58	66,67	82,14	74,14	70,00	60,71	65,52
59	83,33	96,43	89,66	86,67	96,43	91,38
60	56,67	64,29	60,34	56,67	64,29	60,34
61	56,67	28,57	43,10	66,67	32,14	50,00
62	83,33	35,71	60,34	83,33	35,71	60,34
63	73,33	42,86	58,62	76,67	53,57	65,52
64	70,00	64,29	67,24	76,67	67,86	72,41
65	80,00	57,14	68,97	93,33	64,29	79,31
66	50,00	35,71	43,10	50,00	35,71	43,10
<b>Media</b>	<b>70,91</b>	<b>52,06</b>	<b>61,81</b>	<b>72,68</b>	<b>51,73</b>	<b>62,57</b>

## 5 – Risultati

Come precedentemente precisato, a livello metodologico, l'analisi documentale ha, in primo luogo, riguardato il contenuto dell'informativa presente nelle relazioni sulle remunerazioni delle aziende del campione per ciascun anno oggetto di indagine.

Da tale analisi emergerebbe che il livello complessivo di compliance non appare del tutto soddisfacente (il condizionale è d'obbligo in quanto gli autori, pur considerando gli elevati standard di qualità e di trasparenza comunicativa che le società rientranti nel segmento STAR presentano, non mancano di evidenziare quale limite della presenta ricerca il fatto di non aver replicato tale analisi su un campione di controllo appartenente ad un diverso segmento di Borsa, meno attento ai processi comunicativi di tipo finanziario). Esso si attesta in media intorno al 60% e non presenta valori assoluti superiori al 90%, a testimonianza del fatto che ci sono margini di miglioramento in termini di qualità della *disclosure*.

La **Tabella 4** mette a confronto i differenti indicatori percentuali espressione del livello qualitativo dell'informativa rispettivamente nell'anno 2011 e 2012.

Da tale confronto emerge, preliminarmente, una percentuale media in termini di *compliance* totale (ovvero considerando tutte le sezioni) pressoché simile nei due anni oggetto di indagine (61,81% nel 2011 e 62,57% nel 2012). Tale analogia persiste anche laddove si confronti la *compliance* per singola sezione (sezione I pari al 70,91% nel 2011 ed al 72,68% nel 2012, sezione II pari al 52,06% nel 2011 ed al 51,73% nel 2012).

Tali risultati dimostrano essenzialmente che le aziende "virtuose" il primo anno, confermano di esserlo anche nel secondo e che, al pari, le aziende "non virtuose" il primo anno, confermano tale tendenza anche nel secondo. Tale risultato è, altresì, confermato dall'analisi del *best* e *worst performer* che presentano analoghi valori per l'anno 2011 e per l'anno 2012 (si precisa che oggetto di

esclusione è stata un'azienda di cui non si è riuscito a reperire on line alcun documento e che, pertanto, presenterebbe per ogni sezione informativa una percentuale di compliance pari a zero. Si ritiene che tale documento non sia stato addirittura presentato). Ne deriva che la stessa azienda classificata quale *worst performer* nel 2011, conferma questo primato nel 2012 e lo stesso dicasi per la *best performer*.

Ciò che emerge in tutta evidenza in entrambi gli anni oggetto di indagine è, inoltre, lo scostamento che esiste in termini percentuali tra la *compliance* relativa alla sezione I ed alla sezione II (circa il 20%); tale dato è significativo se si considera, che la migliore performance si raggiunge nella sezione I, cioè quella relativa all'informativa in tema di politiche retributive per l'anno successivo; supera appena il 50%, invece, la *compliance* relativa alla sezione II, che tratta della descrizione dei compensi per l'anno precedente (**Tabella 5**).

**Tabella 5 – T-TEST Compliance Informativa**

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	Compl_sezI_2011 - Compl_sezI_2012	-1,76788	5,52268	,67950	-3,12552	-,41023	-2,601	65	,012
Pair 2	Compl_sezII_2011 - Compl_sezII_2012	,32500	6,50139	,80027	-1,27324	1,92324	,406	65	,686

Legenda: Compl\_sezI\_2011 = Compliance Sezione I anno 2011  
 Compl\_sezI\_2012 = Compliance Sezione I anno 2012  
 Compl\_sezII\_2011 = Compliance Sezione II anno 2011  
 Compl\_sezII\_2012 = Compliance Sezione II anno 2012

Ciò denota da parte delle aziende una maggiore capacità nel raccontare le politiche per il futuro rispetto a quelle per il passato. Vi sono persino n. 6 casi, confermati in entrambi gli anni, in cui la variazione del livello di *compliance* tra le due sezioni raggiunge quasi il 50%. Inoltre, per supportare a livello statistico l'analisi di confronto sulle *disclosure* dei 2 anni, è stato utilizzato il Test-t di Student, nell'ambito del quale sono stati messi a confronto i valori medi della *compliance* e degli score relativi alle *proxy* della qualità dell'informativa. Il fine è quello di verificare se la media degli specifici livelli di *compliance* del documento relazione sulla remunerazione nel 2011 sia differente statisticamente rispetto alla media dei corrispondenti livelli di *compliance* nel 2012.

Tale analisi ha rilevato parziale significatività (Sig.<0,05). In particolare è stata rilevata significatività per la sezione I e assenza di significatività per la sezione II. In tal senso, si può confermare che, per lo meno con riferimento alla sezione II che descrive le remunerazioni dell'anno passato, le aziende virtuose

nel 2011, si confermano anche nel 2012 e, viceversa, quelle che hanno dimostrato scarsi livelli qualitativi nel 2011, hanno continuato nel 2012. Con riferimento alla sezione I, la presenza di significatività, unitamente alla crescita dei valori medi, potrebbe significare una migliore compliance delle aziende nel raccontare le politiche remunerative per l'anno successivo.

Passando all'analisi relativa alla coerenza "sostanziale" tra quanto dichiarato nel 2011 in tema di politiche remunerative per l'anno successivo e quanto effettivamente realizzato nel 2012, la **Tabella 6** mette in evidenza che soltanto n. 8 aziende su n. 66 hanno dimostrato ed evidenziato di aver seguito la politica remunerativa stabilita l'anno precedente ed oggetto di specifica approvazione (anche se non vincolante) da parte dell'assemblea.

Si dà atto, inoltre, che per n. 10 aziende non si segnalano elementi di coerenza rispetto a quanto programmato o non si ravvisano elementi sufficienti per valutare il livello di coerenza (a titolo esemplificativo si segnala la mancata descrizione delle remunerazioni,

che non consente di effettuare il confronto). Più del 70% delle aziende del campione manifesta una coerenza/incoerenza parziale dovuta, nella maggior parte dei casi, a modifiche apportate a componenti della retribuzione per cause sorte durante l'anno. Questo

risultato desta perplessità se si considera che la politica remunerativa, seppure non vincolante, è oggetto di deliberazione annuale, da parte dell'assemblea ordinaria.

**Tabella 6 – Coerenza Politiche Remunerative**

	N. AZIENDE	% AZIENDE
TOTALE	8	12
PARZIALE	48	73
NESSUNA	10	15
	66	100

A valle di quanto evidenziato, il presente studio ha cercato, inoltre, di comprendere quali elementi distintivi potrebbero in un certo qual modo aver influenzato il livello qualitativo dell'informativa in tema di remunerazioni. Per far questo è stata condotta un'analisi di correlazione rivolta a mettere in relazione i livelli qualitativi delle rispettive

informativa, sezionali e totali, e il livello di coerenza informativa con alcune variabili indipendenti, espressione del funzionamento degli organi di governo delle quotate oggetto d'indagine. La scelta di tali variabili si innesta all'interno di un dibattito scientifico nell'ambito del quale secondo alcuni studi esiste una relazione diretta tra *disclosure quality* e composizione del *board* (Laksmana, 2008; Andjelkovic *et al.*, 2002; Chizema, 2008 e 2010).

Le variabili indipendenti considerate ai fini della presente indagine riguardano, come in precedenza detto: il numero di amministratori

il numero di amministratori esecutivi

- il numero di amministratori indipendenti
- il numero di donne nei cda
- il numero di riunioni annuali
- il numero di amministratori indipendenti nel comitato per le remunerazioni.

L'analisi, i cui risultati sono riportati in **Tabella 7**, evidenzia correlazione tra:

- coerenza e presenza di amministratori indipendenti all'interno del comitato per le remunerazioni;
- coerenza e *compliance* della sezione I per gli anni sia 2011 che 2012;
- i quattro livelli di *compliance* (sezione I e sezione II nei rispettivi anni);
- *compliance* della sezione II, per entrambi gli anni, numero di amministratori indipendenti, numero di donne nei cda e numero di riunioni.

Infine, per verificare la presenza di nessi di causalità tra le variabili indagate, sono stati elaborati modelli di regressione lineare atti a verificare se la dimensione aziendale ed il funzionamento degli organi di governo incide con il tasso di *compliance* e di coerenza informativa.

Dall'analisi condotta, riportata in **Tabella 8**, emergono aspetti di interesse, tra i quali si segnala, in particolare, come la qualità dell'informativa in tema di componenti della retribuzione e di compensi corrisposti sia favorita dalle quote di genere (negli anni 2011 e 2012) e dal crescere del numero delle riunioni nei cda (nell'anno 2011).

Inoltre, la qualità dell'informativa in tema di politiche remunerative per l'anno successivo è favorita dal crescere delle dimensioni aziendali (nell'anno 2011).

Il modello statistico evidenzia la presenza di significatività in corrispondenza della variabile "Donne\_Cda", "Riunione\_Cda" e "Fatturato" in quanto il p-value è al di sotto del valore soglia di 0,05. A tali

valori di significatività è associato un coefficiente Beta di segno positivo; ciò significa che al crescere della dimensione aziendale, del numero di quote rosa o di riunioni nei Cda si associa un miglioramento del livello di *compliance*.

E' bene sottolineare, tuttavia, come i valori dei coefficienti R2 (adjusted), molto bassi, evidenzino l'incapacità dei singoli modelli di spiegare la varianza dei risultati.

Il modello di regressione utilizzato si limita, infatti, a dare delle indicazioni sul tipo di relazione tra la coerenza dell'informativa e fattori che caratterizzano la dimensione aziendale e il funzionamento/struttura dei cda. Dal momento che la matrice di correlazione riportata in Tabella 7 mette in evidenza un forte livello di correlazione tra le variabili "Compl\_sez. II\_2011" e "Compl\_sez.I\_2012" (0,906) e le variabili "Compl\_sez. II\_2011" e "Compl\_sez.II\_2012" (0,935) è stato effettuato un test di multicollinearità.

Nella Tabella 8 emerge molto chiaramente come i valori associati al Tolerance (e conseguentemente il Variance Inflation Factor, ovvero il reciproco della statistica Tolerance) presentino valori al di sopra del valore soglia (0,10); questo sta ad indicare che non siamo in presenza di multicollinearità.

Tali risultanze potrebbero in parte giustificare quanto emerge da alcuni studi internazionali sulla reportistica sociale e di sostenibilità delle imprese di grandi dimensioni, ove è stato dimostrato che la qualità dell'informativa non-financial migliora in presenza di organi di governo aperti da tempo alle quote di genere.

## 6 – Conclusioni

Lo studio, si inserisce nel dibattito scientifico sulla *disclosure quality*, e lo fa analizzando in particolare l'informativa presente nel documento relazione sulla remunerazione, documento obbligatorio per le società quotate a partire dall'esercizio chiuso al 2011.

Il lavoro ha cercato di mettere in evidenza la difficoltà che le imprese, anche se di grande dimensione, incontrano nel recepire le indicazioni di una normativa che regola un tema di grande delicatezza quale quello della informativa sulle remunerazioni e che, nel farlo, tenta di responsabilizzare l'organo amministrativo attraverso il rispetto degli obblighi informativi e la scelta di informazioni tra loro coerenti.

L'analisi della conformità e della coerenza informativa è alla base della presente ricerca che, oltre a valutare i livelli presenti all'interno di quanto dichiarano le società quotate in tema di politiche remunerative, ricerca eventuali relazioni tra gli aspetti citati ed elementi di governance aziendale.

I risultati evidenziano un livello complessivo medio di *compliance* che si attesta intorno ad una va-

lore non particolarmente elevato (pari al 60%), se si considera che il campione di riferimento è costituito da società che più di altre dovrebbero essere *compliant*, essendosi impegnate a rispettare standard elevati di qualità e trasparenza. I risultati relativi alla coerenza informativa tra politica remunerativa e compensi corrisposti appaiono ancora meno soddisfacenti rispetto ai precedenti (più del 70% delle aziende del campione mostra incoerenza parziale).

**Tabella 7 – Matrice di correlazione**

		Coerenza	Compliance Sez. I - 2011	Compliance Sez. II - 2011	Compliance Sezione I - 2012	Compliance Sezione II - 2012	Fatturato	Dipendenti	N. componenti CDA	Numero amministratori esecutivi	Numero amministratori indipendenti	Donne CDA	Riunioni CDA	amministratori indipendenti CR
Coerenza	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	1												
	N	65												
Compliance sezione I - 2011	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.292*	1											
	N	65	65											
Compliance sezione II - 2011	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.098	.261*	1										
	N	65	65	65										
Compliance sez. I - 2012	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.344**	.906**	.206	1									
	N	65	65	65	65									
Compliance sezione II - 2012	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.136	.312	.935**	.283*	1								
	N	65	65	65	65	65								
Fatturato	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.055	-.128	.180	-.057	.128	1							
	N	65	65	65	65	65	65							
Dipendenti	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.020	.047	.151	.038	.118	.680**	1						
	N	65	65	65	65	65	65	65						
N. componenti CDA	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.113	.084	.238	.044	.255*	.213	.135	1					
	N	65	65	65	65	65	65	65	65					
Numero amministratori esecutivi	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.001	-.049	-.148	-.058	-.116	-.004	.167	.082	1				
	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65				
Numero amministratori indipendenti	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.072	.141	.255*	.133	.278*	.273*	.240	.702**	-.160	1			
	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65			
Donne_CDA	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.010	.233	.329**	.242	.342**	.199	.304*	.083	.111	.084	1		
	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65		
Riunioni_Cda	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-.073	.108	.338**	.090	.212	.092	-.016	.049	-.153	.028	.050	1	
	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	
Numero amministratori indipendenti	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	.276*	.066	.085	.129	.125	-.042	.052	.114	.135	.243	.062	-.070	1
	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Comitato remunerazioni	N	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

In ultimo, lo studio si conclude ricercando eventuali cause che possano aver determinato le risultanze di cui sopra; le quote di genere, la numerosità delle riunioni in seno ai cda e il fatturato sembrerebbero rappresentare determinanti che incidono sulla *disclosure quality*. I risultati ascrivibili al livello di compliance e di coerenza, invero, denotano, come detto, valori non particolarmente edificanti che potrebbero in parte essere spiegati dal fatto che trattasi di una fase ancora iniziale di applicazione di un do-

cumento che, nel suo contenuto e struttura, si differenzia notevolmente dalla relazione sulla governance.

In prospettiva, si intende realizzare una ricerca strutturata su un arco temporale di più anni, che ricomprenda i medesimi oggetto di analisi (2011 e 2012), tale da poter analizzare in maniera più puntuale l'evoluzione dell'informativa indagata a seguito dell'attuale fase di transizione. I risultati di tale ricerca potrebbero successivamente rappresentare oggetto di confronto con quanto potrebbe emergere da un'analisi su un altro campione comprendente società appartenenti a segmenti diversi da quelli della presente anali-

si. I limiti della presente ricerca riconducibili alla scelta di un campione non validato dal confronto con un altro campione, si aggiungono ad ulteriori limiti impliciti nella tipologia di ricerca che, basandosi sulla valutazione della qualità delle informazioni, implica un certo grado di soggettività del valutatore. Tale limite potrebbe essere superato confrontando i risultati ottenuti con indicatori forniti da soggetti esterni. Anche in tal senso si prefigurano interessanti traiettorie di ricerca che potrebbero essere sviluppate in futuro.

Tabella 8 – Modello di regressione lineare

	Regr. 1		Regr. 2		Regr. 3		Regr. 4		Regr. 5		Test multicollinearità						
Variabile dipendente	Coerenza		Compl_sez_I_2011		Compl_sez_II_2011		Compl_sez_I_2012		Compl_sez_II_2012								
Adjusted R square	-0,022		0,027		0,184		-0,012		0,131								
Sig.	0,579		0,305		0,11		0,518		0,041								
Variabili	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Collinearity statistics						
Constant		-		-		0,016		-		0,004	Tolerance	VIF					
Fatturato	0,002	0,992	0,363	<b>0,043</b>	0,023	0,886	-	0,187	0,300	-	0,010	0,953	0,495	2,021			
Dipendenti	0,011	0,951	0,198	0,279	0,039	0,815	-	0,068	0,715	0,004	0,983	0,462	2,165				
N_comp_Cda	-	0,059	0,756	0,008	0,968	0,156	-	0,066	0,726	0,156	0,376	0,456	2,195				
N_amm_esecutivi	-	0,065	0,652	-	0,068	0,628	-	0,157	0,227	-	0,064	0,656	-	0,137	0,306	0,825	1,213
N_amm_indipendenti	-	0,119	0,561	0,152	0,445	0,053	-	0,770	0,159	0,433	0,094	0,617	0,419	2,388			
Donne_Cda	-	0,009	0,949	0,233	0,079	0,293	-	<b>0,017</b>	0,248	0,067	0,323	<b>0,011</b>	0,972	1,029			
Riunioni_Cda	-	0,054	0,677	0,118	0,356	0,294	-	<b>0,014</b>	0,091	0,482	0,172	0,156	0,963	1,039			
Tot_amm_ind_comitato remun	-	0,316	0,230	0,006	0,967	0,077	-	0,528	0,086	0,524	0,094	0,452	0,890	1,124			

## References

- Aboody, D., Kasznik, R. and Williams, M. (2000), Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: why do firms care?, *The Journal of Accounting & Economics*, Vol. No. 29 [261-286].
- Andjelkovic A., Boyle G., McNoe W. (2002), Public disclosure of executive compensation: Do shareholders need to know?, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, No. 1 [97-117].
- Andrikopoulos A. and Krikliani N. (2013), Environmental disclosure and financial characteristics of the firm: The case of denmark, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. No.20 [55-64].
- Barron O.E., Kim O., Lim S.C. and Stevens D.E. (1998), Using Analysts Forecasts to measure properties of analysts' information Environment, *The Accounting Review*, Vol. No. 73 [421- 433].
- Barry C. B. and Brown S. J. (1986), Limited information as a source of risk, *Journal of Portfolio Management*, Vol. No. 12 [66-72].
- Barth M. E., Clinch G. and Shibano T. (2003), Market Effects of recognition and disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol. No. 41 [581-609].
- Beatty V., McInnes B. and Fearnley S. (2004), A Methodology for Analysing and evaluating Narratives in annual reports: a comprehensive description profile and metrics for disclosure quality attributes, *Accounting Forum*, Vol. No. 28 [205-236].
- Beghetto A. (2012), La remunerazione degli amministratori nelle società quotate, *Nuove leggi civili commentate*, Vol. No. 1 [70 e ss.].
- Beretta S. and Bozzolon S. (2008), Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. No. 23 [333-375].
- Bhushan R. (1989), Firm characteristics and Analyst following, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. No. 11 [255-274].
- Botosan C.A. (1997), Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, Vol. No.72 [323-349].
- Botosan C.A. (2004), Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication, *International Journal of Accounting*, Vol. No. 39 [289-295].
- Botosan C. A. and Plumlee M.A. (2002), A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research*, Vol. No. 40 [21-40].
- Bushman R.M. e Smith A.J. (2003), Trasparenza, finanziaria Accounting Information and corporate Governance, *Economic Policy Review*, Vol. No. 12 [65-87].
- Buzby S.L. (1974), Selected items of information and their disclosure in annual reports, *The Accounting Review*, Vol. No. 49 [423-435].
- Chizema A. (2008), Institutions and voluntary compliance: the disclosure of individual executive pay in Germany: Governance and Institutions, *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 16, No. 4 [359-374].
- Chizema A. (2010), Early and late adoption of American-style executive pay in German, *Journal of World Business*, Vol. 45, No. 1 [9-18].
- Del Linz M. (2012), La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione, *Banca impresa società*, Vol. No. 3 [451-486].
- Di Petra R. (2012), *La disclosure dei compensi agli amministratori nei bilanci delle società italiane quotate*, Cedam, Padova.
- Dye R.A. (1985), Strategic Accounting Choice and the Effects of Alternative Financial Reporting requirements, *Journal of Accounting Research*, Vol. No. 23 [544-574].
- Ferrarini G. and Moloney N. (2005), Remunerazione degli amministratori esecutivi e rifoema del governo societario in Europa, *Rivista delle società*, Vol. No. 2-3 [588-623].

- Francis J., Nanda D. and Olsson P. (2008), Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital, *The Journal of Accounting Research*, Vol. No. 46 [53-99].
- Franzoni S. (2007), *Governance e trasparenza nei sistemi di remunerazione*, Franco Angeli, Milano.
- Guthrie J. and Abeysekera I. (2006), Content analysis of social, Environmental Reporting: what is new?, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. No. 10 [114-126].
- Han J.C.Y. and Wild J. (2000), Predisclosure information, firm capitalization, and earnings information transfers, *Journal of Business Research*, Vol. No. 49 [273-288].
- Healy M.P. (2001), Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical literature, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. No. 31[405-440].
- Healy M.P. and Palepu K.G. (2001), Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. No. 31 [405-440].
- Horngren C. T. (1957), Disclosure, *The Accounting Review*, Vol. No. 32 [598-604].
- Jensen M.C. (1976), Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. No. 3 [305-360].
- Jensen M.C. and Murphy K.J. (1990), Performance Pay And Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, Vol. No. 98 [225-264].
- Jensen M.C. and Murphy K.J. (1990), CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How?, *Harvard Business Review*, Vol. No. 3 [138-153].
- Jones M. J. and Shoemaker P.A. (1994), Accounting narrative: a review of empirical studies of content and readability, *Journal of Accounting Literature*, Vol. No. 13 [142-184].
- Laksmna I. (2008), Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, No. 4 [1147-1182].
- Lang M. and Lundholm R. (1996), Corporate disclosure policy and analyst behaviour, *The Accounting Review*, Vol. No. 71 [467-492].
- Lassini, U., Corbella, S., Lionzo, A. (2012), La misurazione della "Disclosure Quality" economico-finanziaria: una rassegna ragionata della letteratura internazionale, *Rivista Dei Dottori Commercialisti*, No. 4 [719-761].
- Leuz C. and Verrecchia R.E. (2000), The economic consequences increased disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol. No. 38 [91-124].
- Marston C. L. and Shrive P.J. (1991), The use of disclosure indices in accounting research: a review article, *British Accounting Review*, Vol. No. 23 [195-210].
- Matsumura E. M. and Shin J. Y. (2005), Corporate Governance Reform and CEO Compensation: Intended and Unintended Consequences, *Journal of Business Ethics*, Vol. No. 62 [101-113].
- McNally G. M., Lee H. E. and Hasseldine C.R. (1982), Corporate financial reporting in New Zealand: an analysis of user preferences of corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information, *Accounting & Business Research*, Vol. No. 13 [11-20].
- Meek G. C., Roberts B. and Gray J. (1995), Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European multinational corporations, *Journal of International Business Studies*, Vol. No. 26 [555 - 572].
- Mensah M., Nguyen H. and Prattipati S. (2006), Transparency in financial Statements: a conceptual framework from a user perspective, *Journal of American Academy of Business*, Vol. No. 9 [47-51].
- Murphy K. J. (1999), Executive compensation, *Handbook of Labour Economics*, Vol. No. 3 [2485-2563].
- Penman S. (2003), The quality of Financial Statements: perspectives from the recent stock market bubble, *Accounting Horizons*, Vol. No. 17 [77-96].
- Reverte C. (2012), The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. No. 19 [253-272].
- Robb A. J. (1980), Interim Reports and their qualitative evaluation, *International Journal of Accounting*, Vol. No. 15 [77-87].
- Santosuosso D.U. (2006), In principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori, in G. F. Campobasso, *Il nuovo diritto delle società*, Utet, Torino [259 e ss.].
- Singhvi S.S. and Desai H. B. (1971), An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure, *The Accounting Review*, Vol. No. 46 [129-138].
- Venturelli A. (2012), L'informativa obbligatoria e la sostenibilità. Evidenze empiriche dall'esperienza italiana, *Rivista dei dottori commercialisti*, vol. 1/12.
- Verrecchia R.E. (2000), Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. No. 5 [234-347].
- Watts R.L. and Zimmermann G.L. (1990), Positive accounting theory: a ten year perspective, *The Accounting Review*, Vol. No. 65 [131-156].