



Sustainability in Governance & Policy

*La Responsabilità Sociale e le performance  
d'impresa: evidenze empiriche nel mercato  
italiano*

*Di Francesca Venturelli<sup>1</sup>*

Published by **Standard Ethics, Research Office.**  
4<sup>th</sup> Floor, Standard Ethics Virtual Building.  
in [www.standardethics.eu](http://www.standardethics.eu)  
London, 1<sup>st</sup> November 2013

---

<sup>1</sup> Scienze dell'Economia, Università degli Studi di Firenze



## ABSTRACT

*In tempi recenti si è assistito alla nascita ed al progressivo accrescimento del fenomeno mondiale della “globalizzazione” che ha comportato una crescente integrazione dei mercati internazionali, con il conseguente ampliamento dell’arena competitiva e la scoperta di nuove opportunità d’investimento e di sviluppo economico: la responsabilità sociale potrebbe essere uno di questi nuovi orizzonti dell’economia globale. Essa, infatti, a fronte di un incremento degli scambi commerciali ed informativi, dell’infittirsi delle relazioni internazionali e dell’accrescimento del numero e dell’eterogeneità degli stakeholder, potrebbe fornire le linee guida per equilibrare gli interessi molteplici di cui l’impresa è il fulcro.*

*La ricerca condotta ha, dunque, l’obiettivo di dimostrare che il perseguimento della responsabilità sociale genera benefici economici per l’impresa, rappresentando una possibile via di sviluppo per la stessa. L’analisi viene sviluppata con riferimento alla responsabilità sociale come valutata da Standard Ethics e, dunque, come delineata dai documenti istituzionali, elementi necessari ed imprescindibili su cui costruire la volontarietà, “codici etici dell’economia globale”, diversamente declinati dalle differenti realtà aziendali.*

# INDICE

<b>1. INTRODUZIONE</b>	<b>5</b>
<b>2. LE RICERCHE EMPIRICHE</b>	<b>7</b>
<b>3. LA METODOLOGIA</b>	<b>10</b>
3.1 SCHEMA DI RICERCA	10
3.2 LA MISURA DI CSR	15
3.3 MISURE DI PERFORMANCE ECONOMICHE	16
3.4 CAMPIONE DI RIFERIMENTO	19
3.5 LE ASSUNZIONI	20
<b>4. RISULTATI EMPIRICI</b>	<b>24</b>
4.1 REGRESSIONE CSR-PERFORMANCE CONTABILI	24
4.2 REGRESSIONE CSR-PERFORMANCE DI MERCATO	26
4.3 REGRESSIONI CSR-RISCHIO TRAMITE I VALORI CONTABILI	28
4.4 REGRESSIONI CSR-RISCHIO TRAMITE VALORI DI MERCATO	31
<b>5. CONCLUSIONI</b>	<b>33</b>
<b>APPENDICE</b>	<b>36</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>38</b>

## 1. INTRODUZIONE

La *Corporate Social Responsibility (CSR)*, intesa, in accordo con la definizione dettata dal Libro Verde della Commissione delle Comunità Europee, come “il concetto secondo cui le imprese integrano, istanze ambientali e sociali nelle proprie operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate, su basi volontarie”<sup>2</sup>, risulta, ad oggi, un tema di particolare interesse per le imprese. Tale attenzione si manifesta attraverso un duplice canale: da un lato la Responsabilità Sociale risulta essere un aspetto della realtà aziendale che è necessario che il manager indaghi, al fine di valutare l’entità di costi e benefici che deriveranno all’impresa dall’investimento in progetti collegati a tale ambito; d’altro canto, essa, in quanto incastonata nella *policy* dell’impresa e parte integrante delle sue scelte commerciali e d’investimento, può influenzare le aspettative degli stakeholder e, in tal modo, influire sul rapporto e sulle relazioni aziendali.

Tuttavia, essendo la *Corporate Social Responsibility* profondamente integrata all’interno delle pratiche d’impresa, misurare separatamente gli effetti che essa produce appare particolarmente complicato. Infatti, il procedimento da implementare consisterebbe nel misurare, fatti costanti gli altri fattori, le performance finanziarie dell’impresa e la volatilità dei flussi di cassa, precedentemente e successivamente all’adozione di principi di responsabilità sociale. Tale procedimento è, tuttavia, difficoltoso da implementare, in quanto gli elementi che impattano sulla vita dell’impresa e sulle sue performance agiscono sempre congiuntamente sulle realtà aziendali: un singolo aspetto della vita dell’impresa può essere modellato da più forze endogene ed esogene, e, talvolta, ciascun fattore può impattare su aspetti diversi dell’attività imprenditoriale. D’altro canto, sarebbe difficoltoso emettere un giudizio relativo all’andamento di un’impresa, tenendo in considerazione unicamente la *Corporate Social Responsibility* come fenomeno a sé stante ed avulso dal complesso delle caratteristiche aziendali più generali, collegate, ad esempio, a redditività, indebitamento o posizionamento competitivo. Così, al fine di identificare la relazione

---

<sup>2</sup> Commissione delle Comunità Europee, Libro Verde. *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale dell’impresa*, Bruxelles, 18 luglio 2001, COM (2001), 366

fra condotte socialmente responsabili e performance d'impresa, vengono, di norma, utilizzati metodi empirici specifici.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> In questo senso, M. TSOUTSOURA, *Corporate social responsibility and financial performance*, 2004.

## 2. LE RICERCHE EMPIRICHE

Le ricerche riguardanti gli effetti della responsabilità sociale dell'impresa hanno indagato diversi aspetti del fenomeno e prodotto risultati differenti e spesso contrastanti.

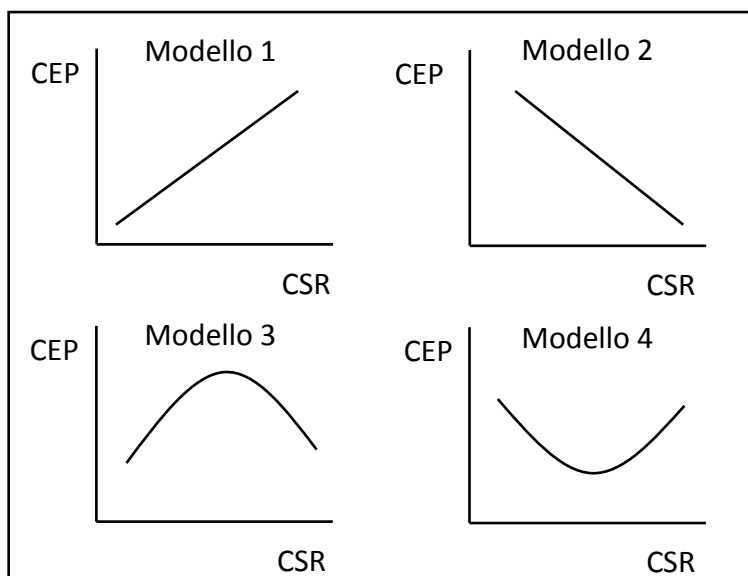
In sintesi, potremmo classificare tali studi in quattro filoni che vengono riportati graficamente di seguito. Sull'asse delle ascisse si predispongono le performance sociali, mentre, su quella delle ordinate, figurano le performance finanziarie.

Il primo grafico (Modello 1) si riferisce ai modelli di correlazione lineare positiva<sup>4</sup> per cui a livelli maggiori di CSR si associano superiori livelli di performance economiche. Il secondo grafico fa riferimento, invece, al modello di correlazione lineare negativa (Modello 2) ed è esemplificativo di studi quali quelli di Baldwin *et al.* (1986), Aupperle, Carroll e Hatfield (1985), Ullmann (1985), Vance (1975).

Infine, sono presentati di seguito i due modelli non lineari di rendimenti di scala decrescenti (Modello 3), e di rendimenti maggiori in prossimità delle estremità dell'intervallo (Modello 4). La prima fa capo a Hillman e Keim (2001) e la seconda prende, invece, ispirazione dalle teorie di Porter (1980) e viene confermata dagli studi di marketing di Bhattacharya e Sen (2004) e Sen, Bhattacharya e Korschun (2006).

---

4 Fra gli autori collegati a tale corrente si possono annoverare Moskowitz (1972), Bragdon e Marlin (1972), Parket e Eibert (1975), Alexander e Bucholtz (1978), Spicer, (1978), Bowman e Haire (1975), Milgrom e Roberts (1986), Navarro (1988); Klassen e McLaughlin (1996), Turban e Greening (1996) Orlitzky et al. (1997), Sen e Bhattacharya, (2001), Arago' n-Correa et al. (2008), Bird et al. (2007), Nicolau (2008), Wu (2006), Konar e Cohen (2001).



*Figura 1: Modelli alternativi di relazione fra performance finanziarie e sociali d'impresa.*

*Fonte: Brammer e Millington, 2008, p.1328*

Alcuni autori, notando la discordanza dei risultati delle ricerche, individuarono, fra le possibili ragioni di tale fenomeno, oltre a problemi di coerenza temporale fra cause ed effetti delle relazioni ed alle notevoli differenze nelle modalità di misurazione di CSR, performance contabili e performance di mercato, il mancato aggiustamento per una variabile specifica: il rischio. Sarebbe stata tale falla a portare ai risultati, solo apparentemente contraddittori, di molti degli studi in tale ambito, quali, ad esempio, quelli di Moskowitz e Vance.

I lavori di Alexander e Buchholz (1978), Ingram (1980) e Anderson e Frankle (1980) furono fra le prime ricerche a considerare il rischio come una modalità di aggiustamento dei risultati.<sup>5</sup>

Successivamente, ulteriori ricerche considerarono il rischio come variabile dipendente autonoma e implementarono dei tentativi di valutazione degli impatti della CSR sul rischio d'impresa di tipo sistematico o idiosincratice, sia tramite l'analisi dei fattori di rischio operativi, sia tramite l'osservazione dei rischi puri, sia focalizzando l'attenzione

<sup>5</sup> In questo senso, M. P. MILES, J. G. COVIN, *Environmental marketing: a source of reputational, competitive, and financial advantage*, in *Journal of business ethics*, 2000, Vol. 23, No.3, pp. 299-311.



sulle variabili speculative di tipo operativo e finanziario.<sup>6</sup> Fra gli autori delle ricerche in tal senso ritroviamo Lo studio che seguirà farà, quindi, capo ai due gruppi di studi accennati: quelli relativi al rapporto fra *Corporate Social Responsibility* e performance economico-finanziarie e quelli che fanno riferimento all'impatto della CSR sulle misure di rischio.

---

<sup>6</sup> Aupperle, Carroll e Hatfield (1985), McGuire, Sungren e Schneeweis (1988), Spicer (1978), Chugh (1978), Trotman e Bradley (1981), Aupperle (1985), Fombrun e Shanley (1990), Jones (1995), Salama, Anderson e Toms (2009, 2011), Cox, Brammer e Millington (2004), Scholtens (2006), Sharfman e Fernando (2008) Oikonomou et al. (2010) Cornell e Shapiro (1987), Boutin-Dufresne e Savaria (2004), Lee e Faff (2009), Luo e Bhattacharya (2009), Galema et al. (2008); Andriof e Waddock (2002), Godfrey, Merrill e Hansen (2009).

### 3. LA METODOLOGIA

#### 3.1 Schema di ricerca

La ricerca che ho implementato si iscrive, specificatamente, nell'ambito degli studi che sostengono la presenza di una correlazione lineare e positiva fra responsabilità sociale d'impresa e performance economico-finanziarie.

Il modello prende spunto da considerazioni originate dalla rielaborazione di alcuni schemi proposti dagli autori Chen e Metcalf, in un loro articolo risalente al 1980, pubblicato sulla rivista *The Accounting Review* ed intitolato *The relationship between pollution control record and financial indicators revisited*.

Essi, nel testo succitato, evidenziavano le possibili relazioni intercorrenti fra le variabili X, Y, Z, caratterizzanti le performance d'impresa. In particolare, la Z coincide con le performance legate alla CSR; la X può essere identificata con i rendimenti operativi delle imprese, nonché con indicatori di performance di tipo finanziario interni, derivabili dalle misure contabili; la Y, infine, è considerata la variabile dipendente dei modelli, ed è pensabile come l'insieme delle performance di mercato delle imprese. I risultati finanziari potrebbero essere influenzabili da X o Z disgiuntamente (modello (b) e (c) rispettivamente), da X e Z congiuntamente (modello (d)) o da X tramite Z (modello (e)). Inoltre, potrebbe accadere Z influisca sia su X che su Y (modello (f)); X potrebbe influenzare Z e Y (modello (g)); Z potrebbe impattare su Y, tramite X (modello (h)); da X potrebbe scaturire un'ingerenza su Y sia direttamente che indirettamente per mezzo di Z (modello (i)); infine potrebbe essere Z ad influenzare Y sia direttamente che indirettamente, tramite X (modello (j)).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> In questo senso, K.H. CHEN, R. W. METCALF, *The relationship between pollution control record and financial indicators revisited*, in *The Accounting Review*, 1980, Vol. 55, No. 1, pp. 168-177.

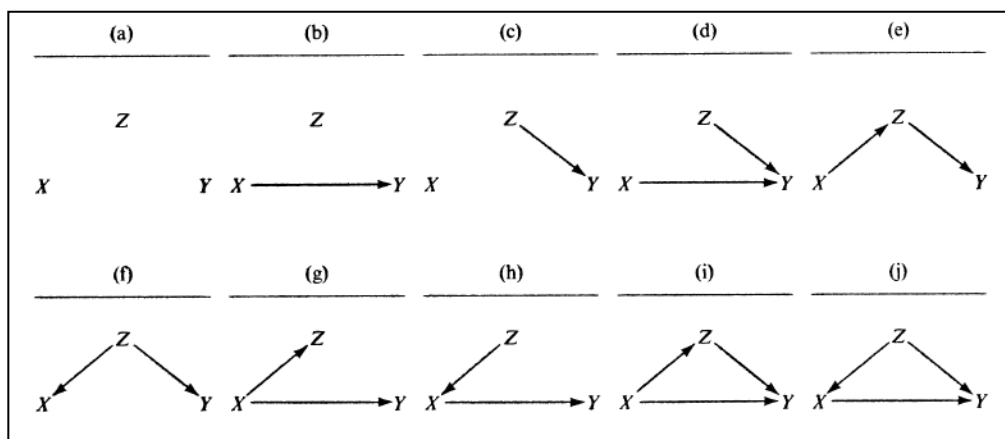


Figura 2: Possibili relazioni causali fra le variabili X, Y, e Z, considerando Y come variabile dipendente ed ignorando possibili relazioni bidirezionali. Fonte: Chen e Metcalf, 1980, p. 169

Così, la struttura della presente ricerca assume, innanzitutto, che le performance di mercato rappresentino le variabili dipendenti del modello e che siano influenzate dalle performance contabili sia di tipo operativo che finanziario. Queste ultime rappresentano, infatti, un'immagine statica della realtà d'impresa, riportano valori di sintesi riguardanti la sua gestione e le sue capacità reddituali. Inoltre, essi sono sintomatici dello "stato di salute" dell'impresa e della sua flessibilità strutturale. Le performance di mercato, d'altro canto, sono fortemente influenzate dai risultati operativi in quanto è dai dati storici e sintetici ad essi relativi che si effettuano valutazioni e si emanano giudizi riguardo le prospettive di reddito ed i flussi di cassa attesi per il futuro.

Le due tipologie di risultati aziendali appena delineati si mostrano, dunque, come aspetti differenti ma complementari, entrambi necessari ad analizzare correttamente la situazione economico-finanziaria dell'impresa, dal punto di vista storico e sotto l'aspetto dinamico e prospettico.

La responsabilità sociale, in tale contesto, può operare secondo una duplice modalità. *In primis*, è possibile che essa influenzi le performance operative, incrementando i margini. Ciò potrebbe essere giustificato dalla preferenza attribuita dai consumatori a quelle produzioni caratterizzate dal perseguimento dei principi di responsabilità sociale. *In secundis*, un incremento dei margini potrebbe derivare, secondo quanto

esposto in dottrina, da risparmi di costo associati ad una produzione che mira alla riduzione degli impatti ambientali, nonché conseguire ad una gestione che minimizza i conflitti e promuove il coinvolgimento degli stakeholder nel processo decisionale. Inoltre, considerando, nello specifico, il rapporto con i dipendenti, il suo miglioramento, in concomitanza all'adozione della CSR, influenza positivamente l'ambiente lavorativo, facilitando il perseguimento degli obiettivi produttivi, nonché incrementando la capacità di attrarre forza lavoro qualificato e riducendo i costi di cambiamento, quelli legati alle assunzioni ed alla formazione professionale finalizzata all'inserimento.

Considerando, invece, l'impatto della CSR sulle performance finanziarie, si potrebbe sostenere che essa si possa associare a migliori rendimenti del capitale, al netto del costo sostenuto per procurarselo.

In questo senso, la Responsabilità Sociale influenza le performance operative e finanziarie e, tramite il miglioramento di queste ultime, riversa, indirettamente, i suoi effetti sui risultati di mercato.

D'altro canto, la CSR, può impattare sulle performance di mercato anche direttamente. Tale influenza è dovuta, seguendo la strada tracciata da precedenti ricerche empiriche, ad un ritorno di immagine, conseguente alla messa in pratica di comportamenti *socially responsible*.

Inoltre, la Responsabilità Sociale può essere considerata quale indice del livello di coinvolgimento e della frequenza ed efficienza della comunicazione fra impresa e stakeholder. Così, essa indica il livello di compenetrazione degli interessi degli eterogenei "portatori di interesse" dell'impresa, coerentemente con la teoria degli stakeholder di Freeman. In virtù di ciò, la responsabilità sociale viene da più parti considerata come un indicatore affidabile delle capacità dirigenziali del manager e, dunque, delle prospettive di crescita e di sviluppo dell'impresa.

Ne deriva una struttura di rapporti triangolata, in cui la variabile indipendente, costituita dalla CSR, plasma la variabile dipendente delle performance di mercato secondo un duplice canale: indirettamente, impattando sulle performance operative e finanziarie contabili ed influenzando, tramite queste ultime, le stime prospettive sui flussi di cassa e di reddito futuri dell'impresa; direttamente, identificandosi come

elemento di valutazione terzo rispetto ai fondamentali di bilancio, per la strutturazione dei giudizi da parte di investitori, analisti ed operatori di mercato in genere.

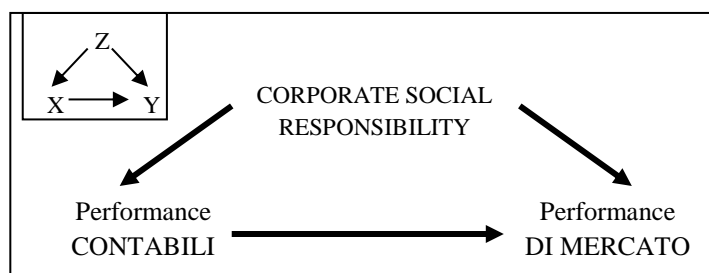


Figura 3: Schema di ricerca sintetica

La *Corporate Social Responsibility* potrebbe, dunque, influenzare le performance d'impresa tramite una serie di modalità. Essa potrebbe essere un mezzo di valutazione per la formazione dei giudizi da parte dei prestatori di capitale di credito e di rischio, rappresentando un elemento discriminante nella definizione del costo del capitale. Così, la presenza di livelli alti di CSR potrebbe influire sulla percezione degli operatori in merito alla capacità dell'impresa di ripagare i finanziamenti, nonché sulla possibilità di contrarre nuovo credito o di attrarre nuovi azionisti ed investitori istituzionali.

In quest'ottica, viene preso in considerazione un fattore ulteriore ma altrettanto significativo nella definizione delle performance d'impresa: il rischio. Esso impatterebbe sul livello delle performance dell'impresa nell'ambito del mercato del capitale sia di rischio che di credito, modificando le aspettative degli operatori in merito alla variabilità del titolo.

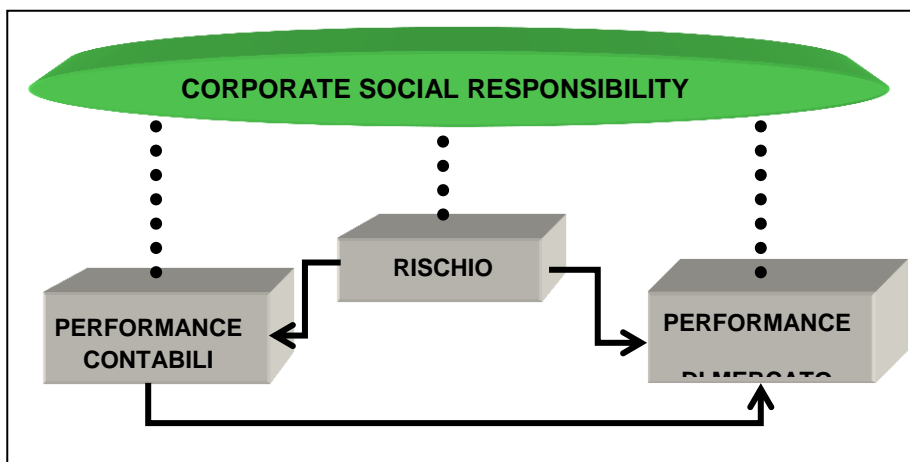
D'altro canto la responsabilità sociale potrebbe impattare, tramite il rischio, anche sulle performance operative contabili dell'impresa. Infatti, la CSR potrebbe essere il canale per ridurre la variabilità dei risultati operativi in periodi di flessione dell'economia, grazie al maggior valore conferito alla produzione dall'incorporazione nei processi produttivi (come in quelli gestionali) delle prassi socialmente responsabili.

Inoltre, potrebbe verificarsi un minore livello di rischio sistematico per le performance finanziarie, come desunte dai bilanci d'esercizio, per via di migliori rapporti con le

categorie di stakeholder principalmente coinvolti: in particolare, gli azionisti ed i creditori.

Così, se da un lato la flessibilità della struttura operativa e finanziaria riduce l'impatto di shock economici e di flessioni di mercato sulle performance dell'impresa, dall'altro la CSR si propone come mezzo per amplificare tale flessibilità, fornendo all'impresa un ulteriore vantaggio competitivo rispetto alle realtà aziendali con minori livelli di responsabilità sociale.

Di seguito si ripropone lo schema completo di ricerca che comprende le relazioni dirette ed indirette fra CSR e performance d'impresa, includendo quanto osservato in merito al fattore rischio.



*Figura 4: Schema di ricerca completo*

In particolare, lo schema rappresenta graficamente le relazioni discusse sopra e delinea con un tratto continuo i rapporti che si considereranno assodati e che non saranno, per tale motivo, oggetto di ulteriori approfondimenti. Con la linea tratteggiata, invece, si indicano quei rapporti causali, assunti in base a studi precedenti, che saranno oggetto della ricerca illustrata nel successivo paragrafo e che, in questa sede, saranno analizzati adottando modalità alternative rispetto alle antecedenti trattazioni.

### 3.2 La misura di CSR

Consideriamo la variabile indipendente che, precedentemente, era stata identificata con la lettera “Z”: la *Corporate Social Responsibility*.

Le modalità tramite cui la responsabilità sociale viene misurata all'interno delle ricerche empiriche sono numerose ed è da tale eterogeneità che deriva, probabilmente, molta della variabilità dei risultati degli studi condotti.

Talvolta, le misure adottate sono affette da una scarsa oggettività, in quanto caratterizzate dalla pretesa di conferire ai concetti di etica, sostenibilità e responsabilità sociale delle specifiche ulteriori e soggettive, rispetto alle previsioni normative in tale ambito.

D'altro canto, laddove la responsabilità sociale venga considerata unicamente come un principio a contenuto etico e di applicazione meramente discrezionale, la soggettività delle misure di responsabilità sociale è inevitabile al fine di permettere un adattamento delle valutazioni alle differenti realtà aziendali.

In realtà, tuttavia, norme precise per la definizione della responsabilità sociale d'impresa, a livello internazionale, esistono e ciò permetterebbe una valutazione più univoca del livello di CSR nelle imprese<sup>8</sup>. In virtù di tali considerazioni, per misurare la *Corporate Social Responsibility*, si è optato, in questa ricerca, per l'approccio *Standard Ethics*.

Esso, fa ricorso ad un modello “normativo” (o “istituzionale”), prendendo a riferimento unicamente i legislatori dell'UE, dell'OCSE, di ILO e ONU, al fine di emanare giudizi di *rating* oggettivi e, dunque, più adatti a procedure comparative delle performance aziendali.

A partire dalla documentazione pubblica, la *Standard Ethics* effettua valutazioni sul complesso delle imprese quotate sulla piazza italiana, nonché sugli Stati nazionali.

---

<sup>8</sup> Inoltre, l'analisi e l'applicazione delle norme relative alla responsabilità sociale d'impresa, potrebbe permettere una nuova contestualizzazione della normativa nazionale in specifici ambiti, previo coordinamento delle norme nazionali con quelle europee. Un esempio interessante può riguardare l'ex D.lgs. 231/2001 che disciplina la responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni. La norma è, ad oggi, per lo più applicata in senso “difensivo”. Il suo dettato viene rispettato nella misura in cui ciò previene l'impresa dall'incorrere in pesanti sanzioni. È stato, tuttavia, osservato che la stessa norma, se letta alla luce di quanto previsto, in termini di responsabilità sociale, dal legislatore europeo, potrebbe rappresentare un punto di partenza nell'implementazione di un atteggiamento “proattivo” verso obiettivi di CSR.

Dal 2013 in poi, la società elargirà *rating* non richiesti, a fini statistici e scientifici, unicamente sull'indice italiano FTSE-MIB e sulle nazioni. Gli altri *rating* verranno effettuati solo su richiesta.

Il punteggio di *rating* consiste nel conferire un giudizio formato sulla base dell'osservazione di circa 100 indicatori. Esso parte da EEE, attribuibile ad un'impresa modello, perfettamente rispondente ai criteri *Standard Ethics*. In realtà, però, dal 2002 *Standard Ethics* non ha mai assegnato a nessuna azienda del mercato italiano una tripla E. Ciò è da ricollegarsi alla mancata adozione dei punti fermi internazionali per impostare le politiche di CSR. Infatti, la recente crisi ha acuito l'autoreferenzialità e ridotto la qualità degli interventi di lungo periodo da parte delle aziende. Così, riferimenti quali quelli relativi alla strategia 2020 europea o le regole di *governance* proposte dall'OCSE, non sono neppure lontanamente considerati dai documenti sulla sostenibilità che vengono prodotti dalle imprese.

Alla categoria EEE, ne seguono altre sette: EEE-, EE+, EE, EE-, E+, E, E-. Infine, laddove si verifici uno scostamento eccessivo dai valori delle Nazioni Unite, l'impresa non riceve *rating* e viene classificata con la dicitura "sospeso".

Il nostro campione verrà, dunque, suddiviso, seguendo tali ultime classi di merito ad eccezione di quella relativa alla tripla E, in quanto non conterrebbe imprese a cui fare riferimento.

In più, le classi EEE- e EE+ vengono riunite in un unico gruppo in quanto la prima categoria, in ciascuna delle annualità considerate, non comprende mai più di una sola impresa.

Di conseguenza, si identificano sette gruppi di imprese a cui si assegna un punteggio che va da 0, per le società sospese dal *rating Standard Ethics*, a 6, per le imprese incluse nella categoria EEE-/EE+. La suddivisione in gruppi, nell'ambito delle varie annualità è riportata in appendice, all'interno della tabella 5.

### **3.3 Misure di performance economiche**

Il secondo punto dello schema di ricerca adottato, contrassegnato dalla lettera X, è quello che fa riferimento alle performance interne dell'impresa, come desunte dai bilanci.



In accordo con la maggioranza della dottrina e coerentemente a quanto proposto da precedenti studi empirici, è stato scelto l'indice di *Return on Assets* (ROA) per valutare le performance operative d'impresa ed indicare la capacità dell'impresa di ottenere un flusso di reddito dallo svolgimento della propria attività. Inoltre, nell'ambito delle indagini sulle performance operative dell'impresa si osserverà, in particolare, l'andamento del profitto operativo netto dopo l'imposizione fiscale (NOPAT).

Per quanto riguarda, invece, gli indici di bilancio collegati alle performance finanziarie, coerentemente con una larga parte della dottrina, verrà utilizzato il *Return on Equity* (ROE).

In più, dopo aver posto l'attenzione sul rendimento del capitale, è parso opportuno fare riferimento al rendimento del debito. A tale scopo si è scelto di effettuare un'analisi degli impatti della responsabilità sociale sulla capacità dell'impresa di remunerare il capitale di debito. Tale elemento è rispecchiato dall'indice fondamentale di bilancio denominato ROD (*Return on Debt*).

Per quanto riguarda la variabile dipendente è stato preso in considerazione il *price-earning ratio* (P/E) che può essere interpretato come dotazione di capitale intangibile che il mercato riconosce al titolo.<sup>9</sup>

È stato osservato, inoltre, che la variazione del prezzo per azione è solo un elemento dell'*investor return*. L'altro elemento è l'introito costituito dai dividendi che, per tale motivo, dovrebbe essere preso in considerazione per addivenire a delle conclusioni complete. Quindi, coerentemente con questa posizione, oltre all'analisi del rapporto fra prezzo ed utili per azioni, è parso opportuno fare riferimento ad un altro set informativo. Si tratta delle informazioni contenute nell'indicatore denominato *Total Shareholder Return* (TSR) che si calcola come un rapporto in cui al numeratore figura la somma fra la variazione di periodo del prezzo del titolo ed i dividendi pagati dallo stesso nel medesimo lasso temporale, mentre al denominatore si colloca il prezzo iniziale del titolo.

---

<sup>9</sup> Un'eccezione è collegata alle società operative in Internet. Per esse, infatti, il rapporto P/E non è un indicatore molto significativo e non rappresenta un buon indicatore neppure per quelle imprese caratterizzate da una forte crescita. Infatti, per queste società i dati di bilancio annuale sono poco rappresentativi del tasso di crescita, che può subire incrementi trimestrali rilevanti (pari al 50% ed oltre). Per tener conto di questa crescita si considera un altro indicatore: "Price/Earning to Growth" (PEG). In questo senso, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Infine, nella ricerca condotta si fa particolare riferimento al rischio sistematico, stimandolo tramite l'utilizzo di alcuni rapporti proposti da Ned C. Hill e Bernell K. Stone in un articolo del 1980<sup>10</sup>. Si tratta, in particolare, di misure di beta basate sui dati contabili, strutturate come rapporti fra la covarianza dei dati specifici d'impresa rispetto a quelli del mercato nel suo complesso e varianza dei medesimi valori in riferimento mercato *in toto*. I beta contabili, specchio del rischio sistematico dei risultati operativi e finanziari verranno strutturati come segue:

- $\text{Cov}(\text{ROAi}, \text{ROAm}) / \text{Var}(\text{ROAm})$ ;
- $\text{Cov}(\text{NOPATi}, \text{NOPATm}) / \text{Var}(\text{NOPATm})$ ;
- $\text{Cov}(\text{ROEi}, \text{ROEm}) / \text{Var}(\text{ROEm})$ ;
- $\text{Cov}(\text{RODi}, \text{RODm}) / \text{Var}(\text{RODm})$ .

La lettera "i" fa riferimento alle specifiche imprese in considerazione, ROAm, NOPATm, ROEm e RODm invece, indicano i valori medi annuali dell'indice e del margine per l'intero campione considerato.

In più, la responsabilità sociale d'impresa potrebbe, in teoria, impattare sul rischio, rispecchiato, a sua volta, dai risultati di mercato dei titoli ed a tal proposito verrà sfruttata la stima dei rischi associata al principale modello di *pricing* dei titoli (il *Capital Asset Pricing Model*). Il rischio sistematico verrà calcolato, perciò, tramite il beta di mercato associato alla retta di regressione, arricchendo la ricerca tramite l'analisi degli andamenti dei costi del capitale di credito e di rischio per le imprese del campione.

I risultati contabili e di mercato, come accennato precedentemente, non hanno, tuttavia, come unico fattore determinante le *Corporate Social Performance*. Così, al fine di non addivenire a risultati falsati, è sembrato conveniente tenere in considerazione, all'interno ricerca che è stata prodotta, l'influenza di ulteriori variabili che, come la CSR, impattano sulle performance d'impresa in varia misura:

- la crescita dell'impresa, misurata in base alla variazione del valore contabile degli *asset* in un periodo di riferimento che va da t-1 (istante iniziale) a t (istante finale);

---

<sup>10</sup> In questo senso, N. C. HILL, B. K. STONE, *Accounting betas, systematic operating risk, and financial leverage: A risk-composition approach to the determinants of systematic risk*, op. cit.

- la redditività intesa come la misura di prevalenza dei ricavi, rispetto ai costi dell'attività;
- le scelte collegate alle fonti di finanziamento delle imprese, tramite l'utilizzo di una variabile esplicativa che si identifica nel rapporto fra debito totale ed *equity*<sup>11</sup>.

### 3.4 Campione di riferimento

L'analisi che sarà di seguito condotta sul mercato italiano prenderà come campione di riferimento le società incluse nell'indice FTSE MIB.<sup>12</sup>

Il FTSE MIB è, ad oggi, il principale indice di *benchmark* dei mercati azionari italiani. Esso rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna ed è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori industriali italiani.

L'Indice, misurando la performance di 40 titoli italiani, pondera diversamente le azioni dei diversi settori merceologici, con l'intento di replicare la costituzione che caratterizza il mercato azionario italiano nel suo complesso.

La motivazione della scelta di tale indice è fondata su due ordini di motivi. *In primis*, la metodologia di calcolo utilizzata rende il FTSE MIB una misura fedele della struttura complessiva del mercato azionario italiano. Ciò incrementa, oltre all'affidabilità dei risultati della ricerca che verrà condotta, la possibilità di generalizzazione degli stessi. Il secondo ordine di motivazioni è strettamente connesso alla misura di CSR che si è scelto di utilizzare. Dal 2002 al 2013, i rating *Standard Ethics* sono stati prodotti e pubblicati, per fini statistici, in modo spontaneo (*un-solicited*) per l'intero set dei titoli negoziati sulla borsa di Milano. Tuttavia, dall'anno 2013, con la conversione della *Standard Ethics* in una vera e propria società di *rating* per la responsabilità sociale, essi saranno prodotti unicamente su richiesta (*solicited*), fatto salvo per i 40 titoli inclusi nel paniere FTSE MIB. Questi ultimi, infatti, continueranno ad essere calcolati e pubblicati. Di conseguenza, ampliando l'orizzonte di osservazione, si includerebbero nell'indagine titoli per i quali, oltre il 2013, non sarebbe più possibile reperire dati

<sup>11</sup> In questo senso, I. OIKONOMOU, C. BROOKS, S. PAVELIN, *The impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis*, op. cit.

<sup>12</sup> La denominazione FTSE MIB è un acronimo di *Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa*.

specifici e tale falla renderebbe meno lineare il procedimento di comparazione intertemporale dei risultati di tale ricerca con eventuali successive indagini simili.

I dati contabili e di mercato che verranno utilizzati sono tratti dalla banca dati Bloomberg.

Inoltre, sia per ciò che riguarda valori contabili, sia per quanto riguarda quelli di mercato azionario, il periodo di osservazione parte dall'annualità 2002 e si conclude all'anno 2012. Per quanto concerne, invece, i *rating* di CSR essi iniziano nel luglio del 2002, data di emissione del primo rapporto, e si concludono a luglio 2012. Il suddetto periodo si divide in dodici sottoperiodi, uno per ciascun annualità. Vengono individuate, in tutto, 67 imprese.

### 3.5 Le assunzioni

Con riferimento alla relazione diretta fra Z e X, si assume la seguente ipotesi:

*HP1: La CSR ha un'influenza diretta positiva sulle performance contabili delle imprese.*

Tuttavia, tale assunzione sembrerebbe troppo generica al fine di essere funzionale ad indagare in modo completo la problematica. Conseguentemente, per verificare tale assunto è necessario sviluppare delle sotto-ipotesi, considerando che le performance contabili possono essere distinte in operative e finanziarie e che possono essere analizzate tramite differenti misure.

Di conseguenza, l'ipotesi generale principale andrà sviluppata tramite le seguenti assunzioni:

*HP1a: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una performance superiore, con riguardo alla variabile del Return on Assets (ROA), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP1b: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una performance superiore, con riguardo alla variabile del Net Operative Profit After Taxes (NOPAT), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP1c: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una performance superiore, con riguardo alla variabile del Return on Equity (ROE), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP1d: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una minori livelli di Return on Debt (ROD), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico.*

Un'ulteriore ipotesi che sarà verificata fa riferimento, invece, ai risultati di mercato delle società e, dunque, al rapporto diretto fra le variabili Z e Y:

*HP2: La CSR ha un'influenza diretta positiva sulle performance di mercato delle imprese.*

Anche per ciò che riguarda i risultati di mercato, però, sono necessarie delle sotto ipotesi. Infatti, abbiamo precedentemente sottolineato che esse verranno analizzate facendo riferimento a due specifiche misure: il TSR ed il rapporto P/E. In particolare, ipotizzeremo che:

*HP2a: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una performance superiore, con riguardo alla variabile del Total Shareholder Return (TSR), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP2b: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano una performance superiore, con riguardo alla variabile del Price Earning ratio (P/E), rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico.*

La seconda parte del lavoro consisterà, inoltre, nell'indagare il rapporto fra CSR e rischio d'impresa e, quindi, nel valutare le relazioni che si instaurano fra Z e X e Z ed Y, tramite il rischio. In particolare, si pone che il rischio influenzi le performance contabili

e di mercato delle imprese e si osserva la tipologia di influenza che la responsabilità sociale sortisce sullo stesso.

*In primis*, si assumerà come ipotesi generale che:

*HP3: La CSR influenza negativamente il rischio, quando calcolato tramite misure contabili.*

Anche per sviluppare tale ipotesi bisogna tenere presente che il rischio può essere calcolato utilizzando sia misure contabili legate all'area operativa, sia misure collegate all'area finanziaria.

L'ipotesi 3 può, conseguentemente, per ciò che riguarda le performance operative, essere sviluppata tramite le seguenti sotto-ipotesi:

*HP3a: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor valore del rapporto  $Cov (ROAi, ROAm) / Var (ROAm)$ , rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP3b: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor valore del rapporto  $Cov (NOPATi, NOPATm) / Var (NOPATm)$ , rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

Inoltre, l'ipotesi 3 può essere approfondita, con riferimento alle performance finanziarie, come segue:

*HP3c: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor valore del rapporto  $Cov (ROEi, ROEm) / Var (ROEm)$ , rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP3d: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor valore del rapporto  $Cov (RODi, RODm) / Var (RODm)$ , rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico.*

L'ultimo passaggio che andremo ad effettuare sarà quello di valutare il rapporto indiretto che intercorre fra CSR e performance di mercato delle imprese.

L'ultima macro ipotesi è la seguente:

*HP4: La CSR influenza negativamente il rischio, quando calcolato tramite misure di mercato.*

Anche in tal caso, avendo individuato variabili specifiche per misurare tale tipologia di rischio, le sfrutteremo utilizzando delle sotto-ipotesi:

*HP4a: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un beta di mercato minore, rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP4b: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor livello del costo del capitale di rischio, rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico;*

*HP4c: Le imprese con un miglior livello di rating etico mostrano un minor livello del costo del capitale di credito, rispetto alle imprese con un peggior livello di rating etico.*

## 4. RISULTATI EMPIRICI

### 4.1 Regressione CSR-Performance contabili

Si consideri l'impatto della responsabilità sociale sulle performance contabili delle imprese. La tabella proposta qui di seguito mostra i risultati della regressione fra le variabili esplicative e le variabili dipendenti scelte.

	<b>ROA</b>	<b>NOPAT</b>	<b>ROE</b>	<b>ROD</b>
	<i>Hp. 1a</i>	<i>Hp. 1b</i>	<i>Hp. 1c</i>	<i>Hp. 1d</i>
<b>CSR</b>	<b>0,3497</b>	<b>0,3906</b>	<b>0,0531</b>	<b>-0,7768</b>
	<b>(0,11)***</b>	<b>(0,131)***</b>	<b>(0,39)</b>	<b>(0,45)**</b>
<i>GROWTH</i>	0,7649	0,4190	1,2303	0,5638
	(0,42)**	(0,52)	(1,54)	(1,79)
<i>REDD</i>	0,1266	-0,0239	0,3098	-0,0583
	(0,01)***	(0,01)***	(0,04)***	(0,05)***
<i>FIN</i>	-0,0051	0,0021	-0,0054	-0,0040
	(0,00)***	(0,00)***	(0,00)***	(0,00)***
$R^2$	0,3333	0,0492	0,1375	0,0143
$R^2$ Corretto	0,3265	0,0396	0,1288	0,0044
<i>F</i>	49,6091	5,1314	15,8230	1,4415
<i>P&lt;</i>	0,0000	0,0005	0,0000	0,2195
<i>Osservazioni</i>	409	409	409	409

Note: \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05

Tabella 1: Regressione lineare multipla per le performance contabili

Fonte: rielaborazione dati Bloomberg

In primo luogo, osserviamo l'andamento degli indicatori associati alle performance operative. La regressione relativa al *Return on Assets* risulta significativa per un livello di confidenza del 99% e dimostra che l'indice in discorso assume valori superiori in



concomitanza di realtà aziendali caratterizzate da posizionamenti migliori nel set di categorie *Standard Ethics*.

Il modello spiega circa il 33% della variabilità complessiva.

Per ciò che riguarda il NOPAT, anch'esso dimostra performance superiori, associate a punteggi di responsabilità sociale maggiori. Inoltre, dalle serie utilizzate emerge una buona significatività delle statistiche, seppure il modello implementato appare spiegare solo circa il 4% della variabilità di tale indice. A ben vedere, tuttavia, la criticità suesposta potrebbe essere collegata alle rettifiche a cui viene assoggettato il reddito operativo al fine di strutturare il NOPAT per il calcolo dell'*Economic Value Added*. Esso, infatti, contempla anche la gestione fiscale sia sotto forma di imposte effettivamente pagate, sia tramite gli accantonamenti funzionali a soddisfare la fiscalità differita. In più, viene aggiunto l'ammontare delle plusvalenze di gestione del magazzino, l'ammortamento, l'avviamento, le spese ad utilità pluriennale e gli accantonamenti per spese future e fondi rischi di tipo specifico.

Passando alle performance finanziarie, il *Return on Equity* non dimostra un significativo coefficiente di associazione con caratteristiche collegate alla responsabilità sociale. Tuttavia, si può osservare come il coefficiente angolare della regressione, in riferimento al rapporto in oggetto, si dimostri, comunque, positivo. Inoltre il modello analizzato appare significativo e capace di spiegare circa il 13% della variazione dell'indice.

Infine, indirizzando l'attenzione al *Return on Debt*, si può notare una correlazione negativa fra il rendimento del debito ed il grado di *Corporate Social Responsibility*. In tale ultimo caso, la regressione, nel suo complesso, è meno esplicativa ma, d'altro canto, il livello di oneri finanziari sopportati dall'impresa viene determinato in relazione ad una serie di aspetti ulteriori rispetto a quelli considerati nel modello, quali, ad esempio, l'andamento generale dell'economia o i flussi di cassa che l'impresa è capace di produrre.

Facendo riferimento alle ipotesi che erano state avanzate con riguardo alla presenza di una relazione lineare e positiva fra le performance sociali e quelle contabili è possibile affermare che i risultati empirici hanno verificato l'ipotesi 1. Infatti, avevamo, inizialmente, articolato l'ipotesi principale in una serie di sotto-assunzioni che, al fine di

risultare vere, si sarebbero dovute tradurre in valori dei coefficienti di regressione relativi al rapporto fra CSR e indici di bilancio rispettivamente:

- positivi per l' Hp. 1a sul ROA;
- positivi per l'Hp. 1b sul NOPAT;
- positivi per l'Hp. 1c sul ROE;
- negativi per l'Hp. 1d sul ROD.

I risultati in tabella confermano, dunque, le attese. Di conseguenza, le regressioni dimostrano, che le imprese responsabili sono caratterizzate da un più alto rendimento degli investimenti, generano maggior reddito operativo netto e sostengono inferiori costi di approvvigionamento delle risorse finanziarie sul mercato del debito. Inoltre viene confermata anche l'ipotesi sul *Return on Equity* Si conclude, in tal modo, che anche i rendimenti sul capitale risultano più alti per le imprese socialmente responsabili.

#### 4.2 Regressione CSR-Performance di mercato

Sono di seguito presentati i risultati delle regressioni lineari per evidenziare il rapporto intercorrente fra la responsabilità sociale d'impresa e le performance di mercato dei titoli rappresentate da TSR e *Price Earning ratio*.

	<b>TSR</b>	<b>P/E</b>
	<i>Hp. 2a</i>	<i>Hp. 2b</i>
<b>CSR</b>	<b>0,0767</b>	<b>-1,1460</b>
	<b>(0,04)***</b>	<b>(0,43)***</b>
<i>GROWTH</i>	-0,1951	4,0267
	(0,5)***	(-1,68)
<i>REDD</i>	0,0036	-0,0715
	(0,00)***	(0,05)***
<i>FIN</i>	-0,0002	-0,0072
	(0,00)***	(0,00)***
$R^2$	0,0168	0,0509

$R^2$ Corretto	0,0069	0,0414
F	1,7000	5,3252
P<	0,1492	0,0003
Osservazioni	409	409

Note: \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05

*Tabella 2: Regressione lineare multipla per le performance contabili*

*Fonte: rielaborazione dati Bloomberg*

Osservando i valori di correlazione fra CSR e *Total Shareholder Return* possiamo concludere che, tendenzialmente, ritorni azionari superiori sono garantiti da imprese con un maggior grado di implementazione dei principi di responsabilità sociale. La positività di tale relazione è rafforzata dall'evidenza di una buona significatività delle statistiche, con un livello di confidenza del 99%.

D'altro canto, il rapporto fra prezzo di mercato e utili per azione e *Corporate Social Responsibility*, seppur statisticamente significativo, non evidenzia una relazione positiva fra i due aspetti.

I modelli di regressione per le performance di mercato sono meno esplicativi rispetto a quelli relativi alle variabili contabili. Una spiegazione potrebbe essere rintracciata nel fatto che i prezzi di mercato, che rientrano nel calcolo di ambo gli indici, risentono delle aspettative di azionisti eterogenei, con obiettivi diversi e strategie di portafoglio disparate. Inoltre, a plasmare tali valori, secondo quanto assunto nel nostro modello, concorrono anche quelle variabili quali il ROA, il ROE, il NOPAT, il ROD ed altri indici di bilancio che sono stati analizzati in precedenza come variabili dipendenti, e non come aspetti esplicativi, oppure che sono stati testati da altri ricercatori in modelli differenti.

Facendo richiamo alle ipotesi che erano state assunte con riguardo alla presenza di una relazione lineare e positiva fra le performance sociali e quelle di mercato delle imprese, avevamo strutturato l'ipotesi principale in 2 sotto-ipotesi che, al fine di risultare vere, si sarebbero dovute tradurre in valori dei coefficienti di regressione relativi al rapporto fra CSR e indici di bilancio rispettivamente:

- positivi per l' Hp. 2a sul TSR;
- positivi per l'Hp. 2b sul P/E;

I risultati in tabella confermano, dunque, le attese per ciò che riguarda la prima ipotesi, mentre la seconda ipotesi non risulta verificata. Si conclude, dunque, che, nonostante le imprese con maggiore CSR garantiscano, tendenzialmente, ai propri azionisti ritorni complessivi superiori, gli operatori di mercato non dimostrano un migliore giudizio per le imprese *socially responsible* e non vi conferiscono un valore intangibile superiore rispetto alle loro pari meno virtuose.

### 4.3 Regressioni CSR-Rischio tramite i valori contabili

Di seguito viene riportata la tabella di sintesi dei valori derivanti dalle regressioni funzionali alla valutazione del rapporto intercorrente fra CSR e rischio d'impresa, calcolato utilizzando rapporti contabili.

	<b>BETA ROA</b>	<b>BETA NOPAT</b>	<b>BETA ROE</b>	<b>BETA ROD</b>
	<i>Hp. 3a</i>	<i>Hp. 3b</i>	<i>Hp. 3c</i>	<i>Hp. 3d</i>
<b>Social Responsibility</b>	<b>0,0006</b>	<b>-0,0021</b>	<b>-0,000003</b>	<b>-0,0009</b>
	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,01)***</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,02)</b>
<i>Crescita</i>	-0,1033	-0,1933	0,0063	0,4042
	<b>(0,06)***</b>	<b>(0,42)</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(118,57)</b>
<i>Redditività</i>	0,0008	-0,0022	-0,000022	0,0111
	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,01)***</b>
<i>Struttura finanziaria</i>	-0,0001	0,0001	0,000004	-0,0003
	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,00)***</b>	<b>(0,00)***</b>
<i>R<sup>2</sup></i>	0,7977	0,4301	0,9581	0,6208
<i>R<sup>2</sup> Corretto</i>	0,3932	-0,7096	0,8744	-0,1375
<i>F</i>	1,9719	0,3774	11,4465	0,8187
<i>P&lt;</i>	0,3636	0,08150	0,0820	0,6146

Note: \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05

Tabella 3: Regressione lineare multipla per il rischio tramite misure contabili

Fonte: rielaborazione dati Bloomberg

La colonna dedicata al beta contabile calcolato sui valori dell'indice ROA evidenzia delle relazioni significative e positive fra tale rapporto e la responsabilità sociale d'impresa. Il modello risulta avere un buon grado esplicativo, pari a circa il 39%.

La seconda colonna, dedicata al beta contabile basato sui valori del NOPAT, mostra, tramite statistiche significative al 99%, una correlazione negativa fra tale aspetto ed il livello di CSR. Il modello spiega circa il 70% delle variazioni del rapporto anche se la significatività della regressione è bassa.

Il beta contabile strutturato tramite i valori del *Return on Equity*, è interessato da una relazione lineare negativa rispetto alla responsabilità sociale d'impresa. Il rapporto fra i due elementi in discorso è statisticamente significativo ed è ulteriormente sottolineato da un buon grado di significatività della regressione, esplicativa per circa l'87%.

Infine, per ciò che riguarda il beta, computato utilizzando i rapporti fra oneri finanziari e debito, la sua relazione con le performance sociali non è significativa. Ciò nonostante vale la pena osservare che il valore derivante dalla regressione e riportato in corrispondenza della voce CSR è negativo e ciò testimonierebbe che il rapporto fra oneri finanziari e debito è minore per le imprese con un maggior livello di *social responsibility*.

Considerando le ipotesi proposte con riguardo alla presenza di una relazione lineare e negativa fra le performance sociali e ed il rischio sistematico di tipo contabile, esse erano state sviluppate, anche in tal caso, tramite sotto-ipotesi. Esse, ai fini della verifica, dovevano dimostrare coefficienti di regressione lineare relativi al rapporto fra CSR e indici di bilancio rispettivamente:

- negativi per l' Hp. 3a sul beta basato sul ROA;
- negativi per l'Hp. 3b sul beta basato sul NOPAT;
- negativi per l'Hp. 3c sul beta basato sul ROE;
- negativi per l'Hp. 3d sul beta basato sul ROD.

Si può concludere che, mentre la prima ipotesi non è stata, in questo caso, verificata, la seconda e la terza hanno confermato le aspettative. Il quarto modello, infine, seppur non significativo statisticamente, mostrando valori del coefficiente di regressione della CSR negativi, offre, comunque delle evidenze del fatto che il peso degli oneri

finanziari rispetto all'entità della posizione debitoria risulti minore per le imprese socialmente responsabili.

Si potrebbe eccepire che i coefficienti della regressione sono, in valore assoluto, molto bassi e che, dunque, nonostante la significatività delle regressioni, essi non dimostrano delle evidenze tanto marcate da poter considerare le tesi come verificate. In realtà, volendo prendere in considerazione anche i coefficienti di correlazione di Pearson che sono riportati, per il rischio contabile, nella tabella 8, a fine capitolo, è possibile trarre ulteriori informazioni in merito. Infatti, la matrice in discorso, escludendo la presenza di una correlazione lineare negativa fra il livello di CSR e indicatori di rischio basati sulle performance operative (quindi sul ROA e sul NOPAT), evidenzia, tuttavia, una correlazione negativa rilevante fra responsabilità sociale e beta contabili calcolati tramite indici finanziari. I coefficienti di correlazione in questione sono pari, rispettivamente, a -0,50 e -0,41.

Quindi, il rischio sistematico di variazione delle performance dell'impresa, in risposta agli andamenti dell'economia, risulta ridotto per ciò che riguarda la sua variabile finanziaria. Analizzando, invece il rischio operativo, in presenza di coefficienti di regressione, l'uno positivo e l'altro troppo basso per essere significativo, si riscontra anche la presenza di coefficienti di correlazione positivi. Ciò ci porta a concludere che sia assente una correlazione negativa fra CSR e rischio operativo dell'attività imprenditoriale.

#### 4.4 Regressioni CSR-Rischio tramite valori di mercato

L'ultima tabella di regressione multipla proposta si riferisce all'andamento, rispetto alle performance sociali, delle misure di rischio di mercato di capitale e credito.

	<b>BETA MERC</b>	<b>COSTO RISCH</b>	<b>COSTO DEB</b>
	Hp. 4a	Hp. 4b	Hp. 4c
<b>CSR</b>	<b>-0,0076</b>	<b>0,0950</b>	<b>-0,1049</b>
	<b>(0,01)***</b>	<b>(0,07)***</b>	<b>(0,04)***</b>
<i>GROWTH</i>	0,0535	0,2278	0,3288
	(0,03)***	(0,29)	(0,15)***
<i>REDD</i>	-0,0062	-0,5010	-0,0031
	(0,07)***	(0,01)***	(0,00)***
<i>FIN</i>	0,0000	-0,0007	-0,0006
	(0,00)***	(0,00)***	(0,00)***
$R^2$	0,1585	0,0947	0,0459
$R^2$ Corretto	0,1501	0,0856	0,0363
<i>F</i>	18,7007	10,3802	4,7761
<i>P</i> <	0,0000	0,0000	0,0009
<i>Osservazioni</i>	409	409	409

Note: \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05

Tabella 4: Regressione lineare multipla per il rischio tramite misure contabili

Fonte: rielaborazione dati Bloomberg

*In primis*, si osserva il rapporto fra responsabilità sociale e beta di mercato. Esso risulta significativo e negativo, a testimonianza che a livelli superiori di CSR si associa una minore variabilità del prezzo dei titoli rispetto al *benchmark* di mercato. La regressione spiega circa il 15% della variabilità ed è possibile verificare anche una buona significatività del modello di regressione.

Anche per quanto concerne il costo del capitale di rischio le statistiche sono significative ma il valore da cui traspare il rapporto fra CSR e costo del capitale di rischio è positivo. Dunque, a categorie *Standard Ethics* superiori si associano maggiori costi del capitale di rischio per le imprese. Anche in tal caso il modello ha un ottimo livello di significatività e spiega circa il 9% della variabilità.

In ultimo, volgendo lo sguardo al mercato del credito, il costo che le imprese sostengono per fruire di capitali a titolo di debito risulta minore per le imprese virtuose dal punto di vista delle performance sociali. La statistica è significativa. Il modello è esplicativo per circa il 4% e, tuttavia è caratterizzato da un buon grado di significatività.

In ultimo, facendo nuovamente riferimento alle ipotesi iniziali, ci si era posti l'obiettivo di verificare che a maggiori performance sociali delle imprese si associasse un minore rischio, calcolato tramite misure di mercato. Anche in tal caso, la verifica ha necessitato dell'articolazione di più ipotesi secondarie.

In particolare, con la finalità di dimostrare vero tale assunto, i coefficienti di regressione lineare relativi al rapporto fra CSR e indici di mercato si sarebbero dovuti dimostrare rispettivamente:

- negativi per l'Hp. 4a sul beta di mercato;
- negativi per l'Hp. 4b sul costo del capitale di rischio;
- negativi per l'Hp. 4c sul costo del capitale di credito.

La prima e la terza ipotesi sono state verificate. L'assunto relativo al costo del capitale di rischio, invece, non ha risposto alle attese. Ciò dimostra che i soggetti fornitori di capitale di rischio richiedono una remunerazione superiore alle imprese che si impegnano in misura maggiore in progetti di responsabilità sociale. Ciò potrebbe ricollegarsi all'incertezza sui flussi economici e finanziari che progetti socialmente responsabili potrebbero generare in futuro. È questa una possibile spiegazione della mancata verifica dell'ipotesi 4b.



## 5. Conclusioni

Gli esiti complessivi della ricerca intrapresa hanno dimostrato che la responsabilità sociale si traduce in migliori performance contabili e di mercato delle imprese con un più alto grado di CSR, rispetto ad altre realtà aziendali meno virtuose.

È stata, così, verificata la teoria degli stakeholder di Freeman e la responsabilità sociale si è rivelata non una “*subversive doctrine*”, tramite cui imporre una “*illegal tax*” all’impresa, a scapito dell’obiettivo neoclassico di massimizzazione del profitto (secondo l’approccio di Friedman), bensì una modalità di gestione più efficiente dei rapporti con i “portatori d’interesse”.

La *Corporate Social Responsibility*, da mezzo di legittimazione sociale e manifestazione di una pubblica responsabilità, diviene un strumento strategico e discrezionale del manager per perseguire, contemporaneamente, il benessere sociale ed individuale, evolvendosi nella *Social Responsiveness* della teorizzazione di Wood.

D’altro canto, due delle quattro ipotesi che non sono state verificate dallo studio rimandano alla specifica categoria di stakeholder rappresentata dagli azionisti. Si tratta, in particolare di assunzioni su misure di performance di mercato: gli azionisti non riconoscono, infatti, un’entità di capitale intangibile superiore ai titoli socialmente responsabili (ciò si evidenzia tramite il *Price Earning ratio*). A fronte di ciò, i prestatori di capitale a titolo di rischio richiedono superiori remunerazioni per i propri investimenti e questo si traduce in maggiori costi di finanziamento per le imprese.

Così, se per gli azionisti si verifica, a fronte di investimenti in imprese socialmente responsabili, un effettivo maggiore rendimento, evidenziato dal più alto livello di TSR, gli shareholder di imprese *socially responsible*, non vi associano, tuttavia, un maggior livello di capitale intangibile e risentono di una maggiore incertezza relativa al ritorno di investimenti in CSR. Dimostrano, così, di adottare, di fatto, il punto di vista più puramente neoclassico per cui la CSR rappresenta una deviazione dagli obiettivi di efficienza dell’impresa.

Opposta è, invece, la situazione per la categoria dei prestatori di capitale di debito i quali tendono a imporre un minor costo di finanziamento ad imprese più responsabili

da un punto di vista sociale, dimostrando, di fatto, di associare alle imprese *socially responsible* migliori aspettative di crescita.

Il fenomeno della globalizzazione dell'economia, in tale contesto, comportando un incremento delle relazioni internazionali, ha provocato un ampliamento dell'arena competitiva che da nazionale è divenuta internazionale e propende alla globalità. Gli indiscussi vantaggi economici che ne sono conseguiti in termini di nuove opportunità di business sono, tuttavia, stati accompagnati da una crescita della dipendenza dell'azienda dal mercato esterno e dall'economia. Un contesto più complesso con cui rapportarsi rende, infatti, l'impresa soggetta ad un maggior numero di fattori esterni, non governabili e, talvolta, neppure facilmente individuabili. Ciò la rende più vulnerabile rispetto a congiunture economiche sfavorevoli ed andamenti negativi di mercato, come prezzo delle più ampie possibilità di sfruttamento delle opportunità di business generate dalla globalizzazione economica.

Simile discorso potrebbe essere condotto per gli investitori finanziari. Ad oggi, infatti, essi si interfacciano con mercati sempre più internazionali ed interconnessi ed, al fine di gestirne le dinamiche, implementano strategie ed utilizzano strumenti caratterizzati da una crescente complessità. Nonostante ciò possa comportare maggiori possibilità di guadagno, i recenti default finanziari hanno evidenziato come il notevole incrementato dell'interdipendenza conseguita all'infittirsi dei rapporti internazionali ed alla crescente complessità degli strumenti finanziari, ha esponenzialmente aumentato la velocità di diffusione delle crisi.

A fronte di ciò, è stato dimostrato che la *Corporate Social Responsibility* impatta sul livello di performance di bilancio e di mercato anche tramite il fattore del rischio. Infatti, in corrispondenza di livelli superiori di CSR, si riscontra una flessione degli indici rappresentativi del rischio sistematico dell'impresa con riferimento sia alle misure *accounting-based* di tipo finanziario, sia con riferimento alla maggior parte degli indici di mercato analizzati.

Si può, dunque, desumere che la responsabilità sociale, oltre a riscontrarsi in maggior misura nelle imprese più performanti, contribuisce anche a stabilizzare i rendimenti rispetto alle fluttuazioni di mercato, con riguardo alla maggior parte degli indicatori di bilancio considerati e con riferimento al rischio di variazione dei prezzi di mercato dei titoli e del costo dei finanziamenti sul mercato del debito.

I vincoli metodologici della presente ricerca hanno limitato gli ambiti di analisi dei rapporti fra CSR e rischio sistematico, tralasciando ulteriori approfondimenti relativi ai rapporti causali fra gli indici di bilancio succitati e altre variabili diverse da struttura finanziaria, crescita annuale e redditività operativa.

Altrettanto interessanti, inoltre, potrebbero rivelarsi indagini addizionali in merito alla relazione intercorrente fra CSR e l'altra variante del *Price-Earning ratio*: il P/E anticipato. Ciò potrebbe apportare informazioni utili in merito al ruolo rivestito dalla responsabilità sociale nella strutturazione dei giudizi degli analisti finanziari. A tal proposito, posto che non si sia verificata la presenza di un valore maggiore di P/E per le imprese più responsabili, si potrebbe indagare se, a determinati livelli di responsabilità sociale, si associno fenomeni di sopravvalutazione o sottovalutazione dei titoli.

In conclusione si assiste, ad oggi, ad un nuovo stadio dell'evoluzione economica in cui la gestione etica diventa una delle fondamentali direzioni dello sviluppo multidimensionale dell'impresa nell'era globale e la responsabilità sociale si manifesta come una fra le maggiori correnti, capaci di traghettare l'economia verso una sua nuova fase, in cui all'utilità della massimizzazione dei profitti si affiancherà la convinzione per cui:

*“Il valore di un risultato sta nel processo per raggiungerlo.”*

Albert Einstein

## APPENDICE

Tabella 5

*Imprese del FTSE MIB suddivise per punteggio di rating Standard Ethics e per annualità*

GRUPPI	Jul/02	Feb/03	Oct/04	Apr/05	Jul/06	Dec/07	Jun/08	Jun/09	Mar/10	Jul/11	Jul/12
CATEGORIA	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-
	ENI	ENI	ENI	ENI	ENI						ENI
CATEGORIA	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+
	SAIPEM	BANCO POP. SAIPEM	BANCO POP. SAIPEM	BANCO POP. SAIPEM	BANCO POP. PARMALAT SAIPEM	BANCO POP. ENI PARMALAT SAIPEM	BANCO POP. ENI PARMALAT SAIPEM	BANCO POP. ENI PARMALAT SAIPEM	ENI PARMALAT SAIPEM	ENI SAIPEM	ENEL SAIPEM
N° tot.	2	3	3	3	4	4	4	4	3	2	3
CATEGORIA	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE
	ITALGAS SNAMRETEGAS	SNAMRETEGAS	B. POP. MILANO BANCHE POP. UN. SNAMRETEGAS	B. POP. MILANO SNAMRETEGAS STMICROELECTR BANCHE POP. UN.	B. POP. MILANO ENEL SNAMRETEGAS STMICROELECTR UBIBANCA UNICREDIT	B. POP. MILANO ENEL SNAMRETEGAS STMICROELECTR UBIBANCA UNICREDIT	B. POP. MILANO ENEL SNAMRETEGAS STMICROELECTR UBIBANCA UNICREDIT	B. POP. MILANO ENEL SNAMRETEGAS STMICROELECTR UBIBANCA UNICREDIT	B. POP. MILANO BANCO POP. ENEL FIAT STMICROELECTR UBIBANCA	B. POP. MILANO BANCO POP. ENEL FIAT FIAT INDUSTRIAL STMICROELECTR	AZIMUT B. POP. EM. ROM. BANCO POP. ENEL GREEN POW. GENERALI STMICROELECTR

									UNICREDIT	UBIBANCA	UBIBANCA UNICREDIT
N° tot.	2	1	3	4	6	6	6	6	7->6	7	8
CATEGORIA	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-
	ATLANTIA	BANC. ANTONV.	BANC. ANTONV.	MPS	MPS	MPS	MPS	MPS	MPS	MPS	MPS
	MPS	MPS	MPS	ENEL	FIAT	FIAT	FIAT	FIAT	CAMPARI	CAMPARI	CAMPARI
	UNICREDIT	UNICREDIT	ENEL	LUXOTTICA	FONDIARIA	FINMECCANICA	FINMECCANICA	FINMECCANICA	FINMECCANICA	ENEL GREEN POW.	FIAT
		ENEL	LUXOTTICA	UNICREDIT	GENERALI	FONDIARIA	FONDIARIA	FONDIARIA	FONDIARIA	GENERALI	FIAT INDUSTRIAL
			UNICREDIT	TISCALI	LUXOTTICA	GENERALI	GENERALI	GENERALI	GENERALI	LUXOTTICA	INTESA S. PAOLO
			TISCALI		SAN PAOLO IMI	LUXOTTICA	LUXOTTICA	LUXOTTICA	LUXOTTICA	SNAM RETEGAS	PRYSMIAN
					A2A	UNIPOL	TELECOM ITALIA	TELECOM ITALIA	SNAM RETEGAS	TELECOM ITALIA	SNAM RETEGAS
						A2A	UNIPOL	UNIPOL	TELECOM ITALIA	UNICREDIT	TELECOM ITALIA
							A2A	A2A	UNIPOL	A2A	A2A
									A2A	AZIMUT	LUXOTTICA
									GEOX		
									UNICREDIT		
N° tot.	3	3-->4	5	5	7->6	8	8->9	9	9->11	9	10

(continua)

Imprese del FTSE MIB suddivise per punteggio di rating Standard Ethics e per annualità

GRUPPI	Jul/02	Feb/03	Oct/04	Apr/05	Jul/06	Dec/07	Jun/08	Jun/09	Mar/10	Jul/11	Jul/12
CATEGORIA	E+	E+	E+	E+	E+	E+	E+	E+	E+	E+	E+
	ENEL	ATLANTIA	BULGARI	BULGARI	BULGARI	ALITALIA	BULGARI	BULGARI	ANSALDO	ANSALDO	ANSALDO
	GENERALI	ENEL	FASTWEB	FASTWEB	FASTWEB	BULGARI	FASTWEB	FASTWEB	BULGARI	TOD'S	TOD'S
	SAN PAOLO IMI	GENERALI	FIAT	FIAT	MONDADORI	FASTWEB	MONDADORI	MONDADORI	CIR-COMP.	BULGARI	DIASORIN
		SAN PAOLO IMI	GENERALI	GENERALI	PIRELLI	MONDADORI	PIRELLI	PIRELLI	INTESA S. PAOLO	DIASORIN	MEDIOBANCA
		STMICROELECTR	L'ESPRESSO	MONDADORI	RAS	PIRELLI	L'ESPRESSO	L'ESPRESSO	ITALCEMENTI	FONDIARIA	PIRELLI
			MOND.....ADORI	PIRELLI	TELECOMITALIA	L'ESPRESSO			PIRELLI	INTESA S. PAOLO	TENARIS
			RCS	RAS	L'ESPRESSO				PRYSMIAN	PIRELLI	
			SAN PAOLO IMI	RCS	ALITALIA				TENARIS	PARMALAT	
				TELECOMITALIA						PRYSMIAN	
				L'ESPRESSO						TENARIS	
N° tot.	3	5-->4	8	10	7->8	6	5	5	8	10->9	6
CATEGORIA	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E
	BANCA FIDEUR.	BANCA FIDEUR.	ATLANTIA	AUTOGRILL	ALITALIA	AUTOGRILL	AUTOGRILL	AUTOGRILL	ATLANTIA	ATLANTIA	ATLANTIA
	BANCA INTESA	BANCA INTESA	AUTOGRILL	BANCA FIDEUR.	AUTOGRILL	BUZZI UNICEM	BUZZI UNICEM	BUZZI UNICEM	AUTOGRILL	AUTOGRILL	AUTOGRILL
	BNL	BNL	BANCA FIDEUR.	EDISON	BANCA FIDEUR.	INTESA S. PAOLO	INTESA S. PAOLO	INTESA S. PAOLO	BUZZI UNICEM	BUZZI UNICEM	BUZZI UNICEM
	BULGARI	BULGARI	BANCA INTESA	ITALCEMENTI	BANCAINTESA	ITALCEMENTI	ITALCEMENTI	ITALCEMENTI	EXOR	EXOR	EXOR

	CAPITALIA	CAPITALIA	BNL	MEDIOBANCA	ITALCEMENTI	MEDIOBANCA	MEDIOBANCA	MEDIOBANCA	MEDIASET	MEDIOBANCA	PARMALAT
	MEDIOBANCA	MEDIOBANCA	CAPITALIA	SEAT PAG. GIALLE	MEDIOBANCA	TELECOM ITALIA	TERNA	TERNA	MEDIOBANCA	TERNA	TERNA
	FIAT	PIRELLI	EDISON	TERNA	TERNA	TERNA	TELECOM ITALIA		MONDADORI		S. FERRAGAMO
	PIRELLI		ITALCEMENTI	TIM					TERNA		
			MEDIOBANCA	AUTOSTRAD							
			PIRELLI								
			RAS								
			SEAT PAG. GIALLE								
		0	TELECOM ITALIA								
			TERNA								
			TIM								
N° tot.	8->7	7	15	9->7	7->5	7	7->6	6	8	6	7

(continua)

Imprese del FTSE MIB suddivise per punteggio di rating Standard Ethics e per annualità 0

GRUPPI	Jul/02	Feb/03	Oct/04	Apr/05	Jul/06	Dec/07	Jun/08	Jun/09	Mar/10	Jul/11	Jul/12
CATEGORIA	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-
	ALL. ASSICURAZ. MEDIASET MEDIOLANUM RAS TELECOM ITALIA TIM FIAT	FIAT MEDIASET MEDIOLANUM RAS TELECOM ITALIA TIM SEAT PAG. GIALLE ALL.ASSICURAZ.	ALL. ASSICURAZ. MEDIASET MEDIOLANUM	ALL. ASSICURAZ. AUTOSTRADE MEDIASET MEDIOLANUM	ALL. ASSICURAZ. AUTOSTRADE MEDIASET MEDIOLANUM SEAT PAG. GIALLE	ALL. ASSICURAZ. ATLANTIA MEDIASET MEDIOLANUM SEAT PAG. GIALLE	ALL. ASSICURAZ. ATLANTIA MEDIASET MEDIOLANUM SEAT PAG. GIALLE	ALL. ASSICURAZ. ATLANTIA MEDIASET MEDIOLANUM SEAT PAG. GIALLE	IMPREGILO LOTTOMATICA MEDIOLANUM	IMPREGILO LOTTOMATICA MEDIASET MEDIOLANUM	IMPREGILO LOTTOMATICA MEDIASET MEDIOLANUM
N° tot.	6->7	7->8	3	3->4	5	5	5	5	3	4	4
CATEGORIA	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP	SOSP
	FINMECCANICA STMICROELECTR A2A	FINMECCANICA EDISON LUXOTTICA STMICROELECTR	FINMECCANICA STMICROELECTR	BANCA ANTONV. BANCAINTESA BNL CAPITALIA FINMECCANICA	BNL CAPITALIA FINMECCANICA LOTTOMATICA	IMPREGILO LOTTOMATICA PRYSMIAN	IMPREGILO LOTTOMATICA PRYSMIAN	IMPREGILO LOTTOMATICA PRYSMIAN	FINMECCANICA	FINMECCANICA	BANCA POP. MIL. FINMECCANICA



				INTESA S. PAOLO							
				LOTTOMATICA							
				SAN PAOLO IMI							
	3	3	2	8->7	4->2	3	3	3	0->1	1	2

Tabella 6

*Correlazioni variabili per l'analisi della multicollinearità delle performance*

	ROA	NOPAT	ROE	ROD	TSR	PE	CSR	GROWTH	REDD	FIN
ROA	1									
NOPAT	-0,05	1								
ROE	0,65	0,04	1							
ROD	-0,03	-0,01	0,06	1						
TSR	0,05	-0,01	-0,04	-0,01	1					
PE	-0,05	-0,07	-0,01	0,01	0,04	1				
CSR	0,08	0,16	-0,03	-0,09	0,10	-0,14	1			
GROWTH	0,11	0,02	0,07	0,02	-0,07	0,12	-0,05	1		
REDD	0,49	-0,11	0,36	-0,04	0,04	-0,04	-0,07	0,08	1	
FIN	-0,34	0,14	-0,14	-0,06	-0,03	-0,12	0,08	-0,03	-0,14	1

*Fonte: rielaborazione dati Bloomberg*

Tabella 7

*Correlazioni variabili per l'analisi della multicollinearità del rischio di mercato*

	<i>COSTO RISCH</i>	<i>COSTO DEB</i>	<i>BETA MERC</i>	<i>CSR</i>	<i>GROWTH</i>	<i>REDD</i>	<i>FIN</i>
<i>COSTO RISCH</i>	1						
<i>COSTO DEB</i>	-0,03	1					
<i>BETA MERC</i>	0,72	0,03	1				
<i>CSR</i>	0,08	-0,15	-0,03	1			
<i>GROWTH</i>	0,01	0,11	0,07	-0,05	1		
<i>REDD</i>	-0,29	0,00	-0,38	-0,07	0,08	1	
<i>FIN</i>	-0,02	-0,12	0,04	0,08	-0,03	-0,14	1

*Fonte: Rielaborazione dati Bloomberg*

Tabella 8

*Correlazioni variabili per l'analisi della multicollinearità del rischio contabile*

	BETA ROA	BETA NOPAT	BETA ROE	BETA ROD	CSR	GROWTH	REDD	FIN
BETA ROA	1							
BETA NOPAT	-0,29	1						
BETA ROE	-0,93	0,00	1					
BETA ROD	0,23	-0,03	-0,17	1				
CSR	0,40	0,19	-0,50	-0,41	1			
GROWTH	-0,27	-0,46	0,51	0,55	-0,71	1		
REDD	0,43	-0,48	-0,28	0,67	-0,30	0,30	1	
FIN	-0,57	0,54	0,41	-0,59	0,22	-0,53	-0,41	1

*Fonte: Rielaborazione dati Bloomberg*

## BIBLIOGRAFIA

ALEXANDER, Gordon J.; BUCHHOLZ, Rogene A. Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management journal*, 1978, 21.3: 479-486.

ANDERSON, John C.; FRANKLE, Alan W. Voluntary social reporting: an iso-beta portfolio analysis. *Accounting Review*, 1980, 467-479.

ANDRIOF, Jorg; WADDOCK, Sandra. Unfolding stakeholder engagement. *Unfolding stakeholder thinking: Theory, responsibility and engagement*, 2002, 1.121: 17-42.

AUPPERLE, Kenneth E.; CARROLL, Archie B.; HATFIELD, John D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of management Journal*, 1985, 28.2: 446-463.

AUPPERLE, Kenneth E.; CARROLL, Archie B.; HATFIELD, John D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of management Journal*, 1985, 28.2: 446-463.

BIRD, Ron, et al. What corporate social responsibility activities are valued by the market?. *Journal of Business Ethics*, 2007, 76.2: 189-206.

BOUTIN-DUFRESNE, Francois; SAVARIA, Patrick. Corporate social responsibility and financial risk. *The Journal of Investing*, 2004, 13.1: 57-66.

BOWMAN, Edward H.; HAIRE, Mason. A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 1975, 18.2: 49-58.

BRAGDON, Joseph H.; MARLIN, John. Is pollution profitable. *Risk management*, 1972, 19.4: 9-18.

CORNELL, Bradford; SHAPIRO, Alan C. Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial management*, 1987, 5-14.

COX, Paul; BRAMMER, Stephen; MILLINGTON, Andrew. Pension funds and corporate social performance An empirical analysis. *Business & Society*, 2008, 47.2: 213-241.

FOMBRUN, Charles; SHANLEY, Mark. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, 1990, 33.2: 233-258.

GALEMA, Rients; PLANTINGA, Auke; SCHOLTENS, Bert. The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32.12: 2646-2654.

GODFREY, Paul C.; MERRILL, Craig B.; HANSEN, Jared M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 2009, 30.4: 425-445.

HILLMAN, Amy J.; KEIM, Gerald D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?. *Strategic management journal*, 2001, 22.2: 125-139.

JONES, Thomas M. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 1995, 20.2: 404-437.

KLASSEN, Robert D.; MCLAUGHLIN, Curtis P. The impact of environmental management on firm performance. *Management science*, 1996, 42.8: 1199-1214.

KONAR, Shameek; COHEN, Mark A. Does the market value environmental performance?. *Review of Economics and Statistics*, 2001, 83.2: 281-289.

LEE, Darren D.; FAFF, Robert W.; LANGFIELD-SMITH, Kim. 2 Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance?. *Australian Journal of Management*, 2009, 34.1: 21.

LUO, Xueming; BHATTACHARYA, C. B. The debate over doing good: corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 2009, 73.6: 198-213.

MCGUIRE, Jean B.; SUNDGREN, Alison; SCHNEEWEIS, Thomas. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 1988, 31.4: 854-872.

MILES, Morgan P.; COVIN, Jeffrey G. Environmental marketing: a source of reputational, competitive, and financial advantage. *Journal of business ethics*, 2000, 23.3: 299-311.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. Price and advertising signals of product quality. *The Journal of Political Economy*, 1986, 796-821.

MOSKOWITZ, Milton. Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1972, 1.1: 71-75.

NAVARRO, Peter. Why do corporations give to charity?. *Journal of Business*, 1988, 65-93.

NICOLAU, Juan L. Corporate Social Responsibility: Worth-Creating activities. *Annals of tourism research*, 2008, 35.4: 990-1006.

ORLITZKY, Marc. Developing intellectual ability, moral insight, active involvement, and objectivity through the Ethics Mock Trial Simulation Technique. *Research in corporate social performance and policy*, 1997, 201-220.

RUEDA-MANZANARES, Antonio; ARAGÓN-CORREA, J. Alberto; SHARMA, Sanjay. The Influence of Stakeholders on the Environmental Strategy of Service Firms: The Moderating Effects of Complexity, Uncertainty and Munificence\*. *British Journal of management*, 2008, 19.2: 185-203.

SALAMA, Aly; ANDERSON, Keith; TOMS, J. S. Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*, 2011, 20.2: 192-204.

SALAMA, Aly; ANDERSON, Keith; TOMS, J. S. Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*, 2011, 20.2: 192-204.

SCHOLTENS, Bert. Finance as a driver of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2006, 68.1: 19-33.

SEN, Sankar; BHATTACHARYA, Chitra Bhanu. Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of marketing Research*, 2001, 225-243.

SEN, Sankar; BHATTACHARYA, Chitra Bhanu; KORSCHUN, Daniel. The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: a field experiment. *Journal of the Academy of Marketing science*, 2006, 34.2: 158-166.

SHARFMAN, Mark P.; FERNANDO, Chitru S. Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 2008, 29.6: 569-592.

SPICER B.H. Investor, Corporate Social Performance and Information Disclosure: an empirical study. *The Accounting Review*. 1978: 94-111

STANDARD ETHICS. [www.standardethics.eu](http://www.standardethics.eu)

TOMS, Steve; ANDERSON, Keith; SALAMA, Aly. Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk? Evidence from UK Panel Data 1994-2006. 2009.

TROTMAN, Ken T.; BRADLEY, Graham W. Associations between social responsibility disclosure and characteristics of companies. *Accounting, organizations and society*, 1981, 6.4: 355-362.

ULLMANN, Arie A. Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of management review*, 1985, 10.3: 540-557.

COMMISSIONE DELLE COMUNITA' EUROPEE, Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale dell'impresa, Bruxelles, 18 luglio 2001, COM (2001), 366.

TSOUTSOURA M. Corporate social responsibility and financial performance, 2004.

WU, Xing-xing; ZHOU, Zhi-ying. Analysis on the Relationship between Enterprises Social Responsibility and Economic Performance [J]. *Sci-Tech Information Development & Economy*, 2006, 11: 105.