

MASSIMILIANO FARINA BRIAMONTE

**LE PRATICHE  
DI EARNINGS MANAGEMENT  
NEI GRUPPI PIRAMIDALI  
ITALIANI**

**ASPETTI TEORICI  
ED EVIDENZE EMPIRICHE**

**FrancoAngeli**



Collana di Studi e Ricerche Aziendali

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



diretta da *Giuseppe Paolone*

La *Collana di Studi e Ricerche Aziendali* è ideata per offrire un “prodotto editoriale” in grado di soddisfare le esigenze conoscitive e di rafforzare le competenze specifiche dei soggetti – ricercatori ed operatori del settore – interessati allo studio ed all’approfondimento delle tematiche aziendalistiche.

I volumi che di essa fanno parte rappresentano uno strumento rigoroso e, nel contempo, agile e pragmatico, di studio e di riscontro operativo; e ciò per rispondere all’esigenza di fornire una documentazione snella ed attuale che, partendo da una base teorico-metodologica, si estende all’esame dei contenuti operativi individuabili nell’ambito del sistema aziendale.

Tali volumi presentano, inoltre, la caratteristica di esprimere un contenuto scientifico traducibile in pratica operativa, attraverso un linguaggio chiaro e semplice per la comprensione dei fenomeni aziendali.

L’obiettivo primario della *Collana* è pertanto quello di coniugare la cultura teorico-scientifica di base con quella pragmatico-empirica, in un approccio che sia in grado di proporre uno strumento operativo utile a tutti coloro che agiscono in contesti professionali, manageriali e imprenditoriali, oltre a quelli che intendono incanalarsi nei faticosi percorsi della ricerca scientifica.

È noto che ogni acquisizione di elementi teorici di base presenti implicazioni di ordine pratico e che, viceversa, ogni abilità pratica trovi la sua origine in un determinato contesto teorico.

Il connubio tra teoria e pratica si presenta, pertanto, in modo reversibile ed inscindibile, per cui il “sapere scientifico” separato dalle “abilità pratiche”, pur costituendo un importante patrimonio culturale del singolo soggetto, non concorre pienamente allo sviluppo ed alla crescita del sistema aziendale. Ne consegue che il “sapere” va affrontato partendo dalle competenze ed avviando un percorso circolare teso a migliorare la qualità dei livelli che lo caratterizzano (teoria-pratica-teoria), determinando così il successo di qualsiasi attività economica.

Condivisi i principi teorici di base, sostenuti dalla prevalente comunità scientifica di riferimento, i contributi dei vari studiosi e ricercatori, finalizzati alla migliore riuscita della *Collana*, saranno incentrati su tematiche operative che consentiranno di reintervenire su tali principi, procedendo così alla revisione ed all’avanzamento della ricerca scientifica.

La *Collana* presenta, in definitiva, la caratteristica di trattare argomenti di cultura aziendale in generale, di approcci organizzativi, di tematiche professionali, di strategie operative, in una prospettiva interdisciplinare fruibile dai soggetti interessati, sia in chiave di ricerca scientifica che di concrete applicazioni.

Gli Autori chiamati a collaborare con propri contributi monografici nella macroarea aziendale sono tutti consapevoli di fornire uno strumento utile, sia per coloro che ne fanno oggetto di studio e di ricerca, che per quelli che si confrontano nella realtà operativa.

In buona sostanza, la *Collana* vuole essere un utile strumento per una fruttuosa ricerca scientifica e, nel contempo, un prezioso supporto per una efficace didattica; ma vuole anche agevolare l'operatore nell'affrontare i problemi che si pongono alla sua attenzione, portandoli a corretta soluzione.

Il coordinamento della *Collana* è affidato all'Università Telematica Pegaso, prestigioso Ateneo operante nel campo della didattica avanzata e della ricerca scientifica, in ambito nazionale e in quello internazionale.

Colgo l'occasione per ringraziare i Colleghi aziendalisti che hanno manifestato il proprio consenso a comporre il Comitato Scientifico della *Collana*, nonché gli Autori che vorranno fornire il proprio contributo per il successo dell'iniziativa editoriale.

*Giuseppe Paolone*



*Direttore Scientifico:*

Giuseppe Paolone (Università Telematica Pegaso)

*Comitato Scientifico:*

Stefano Adamo (Università del Salento); Paolo Andrei (Università di Parma); Valerio Antonelli (Università di Salerno); Berardino Benito (University of Murcia); Massimo Ciambotti (Università di Urbino); Stefano Coronella (Università Parthenope di Napoli); Lidia D'Alessio (Università Roma Tre); Alfredo De Massis (University of Lancaster); Roberto Di Pietra (Università di Siena); Giovanni Fiori (Università LUISS Guido Carli di Roma); Michele Galeotti (Università La Sapienza di Roma); Stefano Garzella (Università Parthenope di Napoli); Francesco Giunta (Università di Firenze); Claudio Lipari (Università di Palermo); Stefano Marasca (Università Politecnica delle Marche); Luciano Marchi (Università di Pisa); Alessandro Mechelli (Università della Tuscia); Rosa Alba Miraglia (Università di Catania); Tiziano Onesti (Università Roma Tre); Antonella Paolini (Università di Macerata); Aldo Pavan (Università di Cagliari); Luisa Pulejo (Università di Messina); Paolo Ricci (Università del Sannio); Gianfranco Rusconi (Università di Bergamo); Claudia Salvatore (Università del Molise); Daniela M. Salvioni (Università di Brescia); Raffaele Trequatrini (Università di Cassino); Riccardo Viganò (Università Federico II di Napoli)

*Procedura relativa alla accettazione dei volumi per la pubblicazione*

La procedura relativa alla accettazione dei volumi da pubblicare nella *Collana di Studi e Ricerche Aziendali*, si articola in due fasi: *accettazione provvisoria* e *accettazione definitiva*.

*Accettazione provvisoria.*

Prima della presentazione del lavoro monografico, l'Autore dovrà inviare al Direttore Scientifico l'indice analitico e una breve sintesi, evidenziando gli obiettivi, la base scientifica di partenza, la metodologia adottata ed i risultati attesi. Dette informazioni dovranno essere trasmesse a due componenti del Comitato Scientifico che, d'accordo con il Direttore Scientifico, potranno accettare il lavoro o rifiutarlo. In caso di accettazione, verranno individuati due *referees* che dovranno esprimersi entro venti giorni dall'invio della documentazione, indicando, in forma anonima, eventuali rilievi di cui l'Autore dovrà tener conto nella rivisitazione del lavoro.

Il Direttore Scientifico, sulla base del giudizio espresso dai *referees*, deciderà se accettare il lavoro, chiedendo, in caso contrario, all'Autore di revisionare la proposta da sottoporre di nuovo al loro insindacabile giudizio.

*Accettazione definitiva.*

Nella fase finale, l'Autore dovrà far pervenire al Direttore Scientifico la bozza del volume da pubblicare, da trasmettere ai due *referees* che si sono già pronunciati all'inizio della procedura. Entro trenta giorni, questi ultimi dovranno esprimere un motivato giudizio per l'accettazione del volume nella *Collana*, nel pieno rispetto della metodologia di ricerca dichiarata nella fase iniziale.

Il Direttore Scientifico, tenendo conto del giudizio espresso dai *referees*, deciderà di accettare o meno l'inserimento del volume nella *Collana*.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

MASSIMILIANO FARINA BRIAMONTE

**LE PRATICHE  
DI EARNINGS MANAGEMENT  
NEI GRUPPI PIRAMIDALI  
ITALIANI**

**ASPETTI TEORICI  
ED EVIDENZE EMPIRICHE**



Collana di Studi e Ricerche Aziendali  
diretta da Giuseppe Paolone

**FrancoAngeli**

  
**PEGASO**  
Università Telematica

Copyright © 2018 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*



*A mia moglie Anna*



# INDICE

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Corporate governance, assetti proprietari e gruppi piramidali</b>	»	13
1.1. Aspetti generali di corporate governance	»	13
1.2. Proprietà, controllo ed assetti proprietari	»	24
1.3. I meccanismi di separazione tra la proprietà ed il controllo	»	31
1.4. I gruppi piramidali in Italia	»	41
<b>2. Earnings management e informazione economico finanziaria</b>	»	47
2.1. Il ruolo dell'informazione economico finanziaria nel mercato di capitali	»	47
2.2. I fattori determinanti la qualità dell'informativa esterna	»	50
2.3. Informativa esterna e corporate governance: problematiche aperte	»	53
2.4. L'earnings management	»	55
2.5. Earnings management e gruppi piramidali	»	62
<b>3. Le pratiche di earnings management nei gruppi piramidali italiani</b>	»	65
3.1. Le domande di ricerca	»	65
3.2. Il modello di Gopalan e Jayaraman	»	66
3.3. Statistiche descrittive	»	70
<b>Conclusioni</b>	»	75

<b>Appendice. Il campione di aziende analizzato e i parametri medi EM1, EM2, EM</b>	pag.	78
<b>Bibliografia</b>	»	80

## INTRODUZIONE

Negli ultimi anni è tornato di particolare interesse per gli studiosi di economia aziendale e per gli operatori economici in genere il tema della tutela dei soci di minoranza e delle modalità di gestione aziendale assunte da parte dei soci di controllo. L'interesse ha esteso l'attenzione ai sistemi di governance in generale per effetto prevalente dei fallimenti e degli scandali finanziari che hanno colpito negli ultimi anni alcuni importanti gruppi internazionali, Enron (Stati Uniti), Parmalat e Giacomelli (Italia); eventi che hanno posto al centro dell'attenzione il tema dell' utilizzo opportunistico della discrezionalità tecnica concessa nella redazione delle comunicazioni economico finanziarie in presenza di incentivi all'espropriazione di ricchezza potenzialmente indotti dalla struttura di governance adottata dalle imprese. Alla luce di tali episodi, ponendo enfasi sulla capacità dell'informazione contabile di costituire un importante strumento per la gestione dei conflitti di governo delle imprese, la ricerca svolta intende analizzare la relazione tra le pratiche di *earnings management* e l'adozione della struttura di gruppo piramidale sul mercato finanziario Italiano. In particolare il lavoro intende verificare se nell'ambito dei gruppi piramidali quotati vengono adottate con particolare frequenza ed intensità pratiche di manipolazione contabile e se sussistono ipotesi di relazione statistica tra la struttura piramidale ed il fenomeno dell'*earnings management*.

Preliminarmente, i gruppi piramidali rientrano tra i meccanismi di separazione tra la proprietà e il controllo delle società che, attraverso l'impiego della leva azionaria e dello schema delle partecipazioni a cascata, consentono il controllo di maggiori risorse con un minore impiego di capitali, pervenendo allo svuotamento dei diritti dei soci di minoranza da parte dei soci di maggioranza per effetto del disallineamento tra i diritti di proprietà (cash flow rights) e diritti di voto (voting rights). In ragione delle proprie caratte-

ristiche il contesto dei gruppi piramidali risulterebbe ideale per il verificarsi di ipotesi di manipolazione dei risultati contabili da parte dei soci di controllo ai fini di estrazione di benefici privati.

Dal proprio canto l'*earnings management* è definibile come la manipolazione contabile volta ad attribuire una differente informativa esterna dei dati aziendali nei limiti (o meno) dei principi contabili generalmente accettati (GAAP), attraverso il cambiamento del momento di rilevazione delle transazioni economiche e degli accadimenti di gestione, ovvero mediante l'aggiustamento delle valutazioni di bilancio (Lev, 2003).

In tal senso, nell'ambito dell'area di ricerca riferita al bilancio e alla *corporate governance*, si intende comprendere, se e con che intensità, all'interno dei gruppi piramidali quotati italiani, vengono poste in essere pratiche di *earnings management*. Inoltre, si intende altresì osservare l'andamento del fenomeno per effetto dell'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS obbligatoria dal Gennaio del 2005 per le società quotate sulla borsa valori.

Così come evidenziato da autorevole letteratura nazionale ed internazionale (Johnson et al., 2000; Faccio & Lang, 2002; Volpin, 2002), il contesto italiano risulta particolarmente adatto per lo sviluppo di un'indagine che abbia ad oggetto l'analisi del rapporto tra i gruppi piramidali e la manipolazione dei dati contabili, in quanto si caratterizza storicamente per labili meccanismi di *corporate governance* in cui avviene un usuale utilizzo di strumenti di separazione tra la proprietà ed il controllo. L'Italia è un paese basato sul modello che adotta come sistema giuridico il modello *Civil law*<sup>1</sup> in cui anche le società quotate sono caratterizzate da un alto grado di concentrazione della struttura proprietaria ed in cui la presenza di strutture piramidali si riscontra sia nel settore privato che nel settore pubblico. Il fenomeno è stato particolarmente accentuato in passato in quanto ha costituito una delle caratteristiche del sistema industriale italiano nel quale le società a partecipazione statale, le grandi famiglie industriali ed i gruppi bancari, adottando la configurazione piramidale, hanno per decenni dominato il mercato borsistico. Attualmente, nonostante il feno-

<sup>1</sup> Gli ordinamenti di *Civil Law* si ispirano al modello introdotto in Francia nei primi anni dell'Ottocento con la codificazione napoleonica, la cui caratteristica è quella di fondare tutto il sistema giuridico sulla fonte legislativa. Nei sistemi di *Civil Law* il legislatore e la legge codificata assumono il ruolo di cardine del diritto, ai giudici e alla giurisprudenza viene demandato il compito di applicare la legge attraverso la sua corretta interpretazione.

Gli ordinamenti di *Common Law*, tra cui quello inglese, quello statunitense ed in genere quelli dei Paesi di matrice anglosassone, al contrario, non sono basati su un sistema di norme raccolte in codici, bensì sul principio giurisprudenziale dello *stare decisis*, vale a dire sul carattere vincolante del precedente giudiziario. In tale ottica, la legge diviene fonte normativa di secondo grado, assumendo funzione di mera cornice, all'interno della quale vengono a inserirsi le statuizioni contenute nelle pronunce dei giudici.

meno si sia ridotto in termini di capitalizzazione di mercato dal 70% al 29% nel periodo tra il 1999 ed il 2007 (Cuomo & Zattoni, 2008), riduzione dovuta agli interventi governativi di razionalizzazione del tema della *corporate governance* volti al disincentivo all'adozione dei meccanismi di separazione tra la proprietà ed il controllo (Riforma TUB 1993, Riforma TUF 1998, Riforma Vietti 2004, Riforma del risparmio 2005), il fenomeno risulta ancora rilevante.

L'ambito di ricerca è particolarmente significativo in Italia atteso che si assiste ad un diffuso utilizzo dei meccanismi di separazione tra proprietà e controllo ed alla presenza di strutture piramidali (Bianchi & Bianco, 2006).

In sintesi, l'analisi posta intende esaminare l'entità generale del fenomeno, indagando e mettendo a confronto i bilanci consolidati dei gruppi piramidali e non piramidali quotati ed osservando il fenomeno rispetto all'adozione dei Principi Contabili Internazionali IAS/IFRS d'obbligo per le società quotate in borsa a decorrere dall'esercizio 2005.

La schematizzazione dell'analisi ne vede l'articolazione in tre sezioni fondamentali:

- la prima tratta i modelli di governance e gli assetti proprietari tipicamente adottati dalle imprese italiane, illustrando i meccanismi di separazione tra la proprietà controllo (*control enhancing mechanisms* CEMs), i gruppi piramidali e la leva azionaria;
- la seconda sezione ha ad oggetto aspetti riferiti alla rilevanza della comunicazione economico finanziaria destinata al mercato, alle definizioni di *earnings management* ed alle tecniche di *earnings management detecting*;
- la terza sezione conclude con il test empirico svolto attraverso il modello di Gopalan e Jayaraman (2012), svolto su un campione di 97 gruppi di imprese quotati sulla Borsa Valori di Milano e classificati in Gruppi piramidali e non piramidali sulla base della struttura proprietaria al 31/12/2007. Il test di *earnings management*, ha ad oggetto il periodo 2003 – 2007 eseguito attraverso il modello di Leuz (2003) ripreso da Gopalan e Jayaraman (2012), orientato alla determinazione degli *accruals* attraverso la comparazione e l'elaborazione statistica delle variazioni di capitale circolante (*working capital accruals*).





# 1. CORPORATE GOVERNANCE, ASSETTI PROPRIETARI E GRUPPI PIRAMIDALI

## 1.1. Aspetti generali di corporate governance

In epoca recente il tema della *corporate governance* ha suscitato l'interesse di ricercatori di diverse discipline; economisti, giuristi, aziendalisti, che hanno assunto l'obiettivo di comprendere le modalità di funzionamento dei sistemi capitalistici dei principali paesi industrializzati.

Lo scopo principale delle ricerche sul tema della *corporate governance* è di orientare i sistemi economici verso condizioni di equilibrio tra gli obiettivi di profitto delle imprese e la soddisfazione delle persone che interagiscono con le stesse.

Vista la rilevanza dell'argomento in ragione della complessità dei sistemi economico sociali, si sono sviluppati molteplici contributi letterari sul tema, che non hanno tuttavia condotto ad una condivisione assoluta neanche riguardo a cosa s'intenda precisamente per *corporate governance*.

Sul tema, dagli studi e dalle ricerche svolte, non emerge una chiara ed univoca definizione del concetto di *corporate governance*; gli autori parlano di *corporate governance* come di un termine non definibile, di cui è nota la natura ma non si è ancora in grado di fornirne una precisa definizione.

Le origini letterarie della *corporate governance* sono rinvenibili nei contributi di Berle e Means (1932) ed addirittura Adam Smith (1776) già osservava che ove chi gestisce un'impresa è un soggetto diverso da chi la possiede, è lecito sospettare che i manager, amministrando denaro altrui, non mettano lo stesso impegno con il quale amministrerebbero il proprio. Questa affermazione è valida ancora oggi ed è ancor più evidente in tutte le società che presentano un'alta frammentazione proprietaria.

I diversi tentativi di definizione resi da parte dei numerosi studiosi che hanno approfondito l'argomento, differiscono per effetto delle differenti prospettive di osservazione.

Il punto di osservazione prevalente adotta come metrica l'ampiezza della platea degli stakeholder coinvolti nel processo di governo aziendale (azionisti, manager, clienti, fornitori, dipendenti, collettività in genere) e l'ampiezza e la varietà degli organi e delle persone ritenute responsabili dei processi decisionali e di controllo (consiglio di amministrazione, top management, società di revisione, collegio sindacale).

Gli approcci orientati all'ampiezza della platea degli stakeholder vanno dalle ricerche finalizzate alla verifica della tutela degli interessi dei portatori di capitale di rischio (Shleifer & Vishny, 1997) alle ricerche orientate alla considerazione nei processi di governo di tutti gli altri stakeholder aziendali fino alla collettività in generale (Sheridan & Kendall, 1992). Le ricerche riguardanti l'ampiezza e la varietà degli organi e delle persone responsabili dei processi decisionali, vanno da approcci che fondano la responsabilità dei processi gestionali esclusivamente sul consiglio di amministrazione (Cadbury Committee, 1992) ad approcci che considerano i processi aziendali come un insieme di norme che regolano il complesso funzionamento aziendale (Jaeger, 1996).

Le ricerche in materia di *corporate governance* sviluppate in Italia, si sono rivolte in prevalenza all'indagine empirica degli assetti proprietari ed al tema della tutela degli azionisti di minoranza e dell'adeguata rappresentazione delle professionalità indipendenti negli organi di governo e controllo.

La letteratura italiana, considerata la vasta portata dell'argomento, ricomprende frequentemente accezioni di *corporate governance* differenti, pervenendo a molteplici definizioni (Zattoni, 2005); Coda (1997) afferma che per sistema di governance s'intende "*l'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo e di controllo nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale*". Bruni (2002), individuando gli organi coinvolti nel complesso della governance aziendale, sostiene che "*la Corporate Governance concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell'amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholders*".

Secondo Catturi (2003) la *corporate governance* è "*la presenza di più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l'unitario e complesso organismo socio - economico*". Airolti (1998) introduce il concetto di *assetto istituzionale*, che sembra poter includere le definizioni precedenti in quanto definisce il confine dell'azienda rispetto all'ambiente, stabilendo i criteri di inclusione dei partecipanti all'azienda e condizionando la configu-

razione delle restanti variabili. L'assetto istituzionale rappresenta la configurazione in atto dei seguenti elementi:

- i soggetti nell'interesse dei quali l'attività aziendale si svolge,
- i contributi che tali soggetti forniscono all'azienda,
- le ricompense ottenute da tali soggetti,
- le prerogative di governo economico dell'azienda facenti loro capo, dei meccanismi e delle strutture che regolano le correlazioni tra i contributi e le ricompense e attraverso i quali le prerogative di governo economico sono esercitate.

In linea più generale, la letteratura internazionale è tendenzialmente d'accordo nel pensare che la *corporate governance* sia legata al governo societario e alla conseguente responsabilità.

Weimer e Pape (1999) affermano che i problemi legati alla *corporate governance* hanno avuto realmente origine dalla nascita della prima società, dove la distinzione tra proprietà e controllo ha dato origine al cosiddetto "problema di agenzia". Anche L'Helias (1995) rintraccia l'origine della *corporate governance* nella separazione tra proprietà e controllo definite uno "scisma societario".

Secondo Hess (1996) la *corporate governance* è il processo di amministrazione e controllo del capitale e delle risorse umane realizzato al fine di perseguire gli interessi dei proprietari dell'impresa (l'azionista è al centro dell'impresa).

Per Sternberg (1998) la *corporate governance* descrive le modalità attraverso cui gli agenti societari, le attività e i comportamenti dell'azienda sono impegnati a perseguire gli obiettivi stabiliti dagli azionisti.

Zingales (1998) definisce la *corporate governance* come "*l'insieme di regole e vincoli posti sulla contrattazione ex post relativa alle quasi rendite generate da una relazione contrattuale*", asserendo che la distribuzione della proprietà, la compagine sociale, la struttura del capitale, gli incentivi al management, le scalate, il consiglio di amministrazione, la pressione degli investitori istituzionali, la concorrenza nel mercato dei beni e nel mercato del lavoro, la struttura organizzativa, possono essere tutti considerati elementi di influenza del processo attraverso il quale avviene la distribuzione della quasi rendita. Mathiesen (2002) definisce la *corporate governance* come "*l'ambito dell'economia che studia come assicurare una gestione efficiente attraverso meccanismi di incentivo; interpretazione frequentemente ristretta all'ambito delle performance finanziarie e, in ultima analisi, al rapporto tra shareholders e amministratori...*".

Pur potendo la *corporate governance* riferirsi alla relazione tra azionisti, dirigenti e management, un crescente numero di definizioni fanno riferimento al fatto che molti altri soggetti sono portatori di interessi nei confronti di un'azienda; da questa prospettiva, l'obiettivo della *corporate governance* sarebbe di assicurare una considerazione equilibrata di tutti gli interessi dei diversi stakeholder. Lannoo (1995) definisce la *corporate governance* partendo da questa ampia prospettiva: “*la corporate governance può essere definita come l'insieme di diritti, processi e controlli stabiliti internamente ed esternamente per il management di una business unit con l'obiettivo di proteggere gli interessi di tutti gli stakeholder*”. Secondo Cochran e Wartick (1988) “*la corporate governance è un termine che comprende molti aspetti relativi a concetti, teorie e prassi dei consigli di amministrazione e dei loro consiglieri esecutivi e non esecutivi. È un ambito che si concentra sulla relazione tra dirigenti, azionisti, top management, supervisori, revisori e altri stakeholders*”. Collegata alla precedente è la posizione di Monks e Minow (1995) che definiscono la *corporate governance* come la “*relazione tra i vari partecipanti alla determinazione della direzione e della performance dell'azienda*”. In questa definizione il gruppo di partecipanti include azionisti, management, componenti dei consigli di amministrazione, dipendenti, clienti, fornitori, creditori e altri stakeholders.

La *corporate governance* è stata oggetto di studio e di definizione anche da parte di Codici ed Organizzazioni internazionali. Una delle definizioni è quella adottata dall'UK Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: “*la corporate governance è il sistema attraverso il quale le società sono governate e controllate*” (Cadbury, 1992).

La Commissione sulla Governance Globale (1995) definisce la *corporate governance* come “*l'insieme dei molteplici modi con cui individui e istituzioni, pubblici e privati, gestiscono i loro affari*”. È un processo continuo attraverso il quale interessi conflittuali e diversi possono essere equilibrati e possono essere intraprese azioni di cooperazione.

La Banca Mondiale alla fine del secondo millennio sostiene che “*la corporate governance fa riferimento ad un insieme di leggi, regolamenti e prassi volontarie del settore privato che permettono all'azienda di ottenere mezzi finanziari e capitale umano, di funzionare in modo efficiente e di sopravvivere generando valore economico di lungo periodo per i propri azionisti, rispettando gli interessi degli stakeholders e della società in generale*”<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Wolfensohn J., World Bank President: “Corporate governance is about promoting corporate fairness, transparency and accountability” (Quoted in *Financial Times*, June 21, 1999).

L'OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) nei suoi Principles of Corporate Governance del 1999 rielabora la definizione del Cadbury Report facendo riferimento alle strutture e agli obiettivi di *corporate governance*: “*la corporate governance è il sistema attraverso il quale le società sono governate e controllate. La corporate governance specifica la distribuzione dei diritti e delle responsabilità tra differenti attori dell'azienda, come il consiglio di amministrazione, i managers, gli azionisti e gli altri stakeholders, e spiega le regole e le procedure per assumere le decisioni sulle questioni aziendali. Facendo ciò, fornisce la struttura attraverso la quale vengono stabiliti gli obiettivi aziendali e i mezzi per perseguirli e controllare la performance*”.

Nella versione aggiornata del 1999 dei Principles of corporate governance, l'OECD sviluppa una definizione per includere i benefici di una buona governance: “*Una buona corporate governance dovrebbe fornire incentivi adatti al perseguimento degli obiettivi che sono formulati nell'interesse della società e dei suoi azionisti e dovrebbe facilitare un efficace controllo. La presenza di un efficace sistema di corporate governance, all'interno della singola azienda e dell'economia in generale, aiuta a garantire un grado di sicurezza necessario per il corretto funzionamento di un'economia di mercato*”.

La *corporate governance* ha tuttavia implicazioni più ampie assumendo un ruolo critico per il benessere economico e sociale.

Il valore della *corporate governance* per la stabilità e la legalità della società è colto nell'ampia definizione proposta da Cadbury (2000): “*la corporate governance riguarda la gestione dell'equilibrio tra obiettivi economici e sociali e tra obiettivi individuali e comuni. La struttura di governance è finalizzata a promuovere l'efficiente uso delle risorse ed allo stesso modo richiedere la responsabilità per la gestione di queste risorse. L'obiettivo è allineare il più possibile gli interessi degli individui, delle aziende e della società*”.

Nel German Panel on Corporate Governance, Corporate Governance Rules for German Quoted Companies (2000) si legge che “*lo scopo della corporate governance è raggiungere una gestione e un controllo delle società responsabili e orientati al valore. Le regole di corporate governance promuovono e rafforzano la sicurezza degli azionisti attuali e potenziali, dei finanziatori, dei dipendenti, dei partners commerciali e del pubblico in generale nel mercato nazionale e internazionale*”.

Nel delineato ambito letterario, cercando di pervenire ad una schematizzazione dei modelli di *corporate governance*, è possibile distinguere un c.d. “*approccio allargato*” alla *corporate governance*, riferito alla tutela degli