

Assetti proprietari e implicazioni sulla comunicazione della strategia nelle medie imprese quotate italiane*

Lara Penco, Giorgia Profumo, Giovanni Satta

Sommario: 1. Introduzione – 2. Corporate governance e comunicazione: analisi della letteratura e ipotesi di ricerca – 3. Metodologia e raccolta dei dati – 3.1. Definizione del campione – 3.2. Metodologia di analisi – 3.3. *Content analysis* – 3.4. Validità e affidabilità – 3.5. Definizione delle variabili – 4. I principali risultati della ricerca – 4.1. Gli strumenti di comunicazione delle medie imprese italiane quotate – 4.2. I contenuti della voluntary disclosure nei bilanci delle MI quotate – 4.3. L'impatto degli assetti proprietari sulla qualità e il contenuto strategico della comunicazione – 5. Implicazioni manageriali e conclusioni.

Abstract

Empirical studies investigating the quality of the voluntary disclosure are basically focused on major firms. Conversely, the theme of the quality of communication in medium-sized companies appears rather unexplored, despite their growing economic relevance. This paper, applying content analysis techniques, addresses the nature of voluntary disclosure in Italian listed medium-sized firms, and raises the issue of its quality and strategic content after listing. In this delicate phase of their growth, in fact, firms are called to reinforce stakeholders' trusts and to attract new financial resources, by improving voluntary disclosure. The study, performing two linear regression models, examines, in particular, the explanatory power of different ownership structures as potential determinants of firms' communication quality and strategic content.

*Il lavoro rientra nel Progetto di Ricerca di Interesse Nazionale (Bando 2007) "La valutazione della consonanza/dissonanza intersistemica nella media impresa", UO di Genova, R.S. Prof. Genco, nell'ambito del Progetto coordinato dal Prof. Corrado Gatti "Metodologie e strumenti per la valutazione della consonanza nell'ambito delle decisioni strategiche d'impresa". Pur essendo frutto di un lavoro comune, i paragrafi 1, 3.1, 3.4 e 4.1 possono essere attribuiti a Lara Penco; i paragrafi 2, 3.2, 4.2 a Giorgia Profumo; i paragrafi 3.3, 3.5 e 4.3 a Giovanni Satta e il paragrafo 5 ai tre autori congiuntamente.

The results show that a diffuse ownership is associated with increasing quality of voluntary disclosure, while an higher institutional investors' ownership is related to an increase of the strategic content of communication.

1. Introduzione

Nell'attuale contesto economico e finanziario, sempre più instabile, il mercato dei capitali manifesta una crescente esigenza di informazioni relative alla strategia aziendale, per poter valutare la sostenibilità dei percorsi strategici delle imprese e compiere scelte di investimento consapevoli (Mazzola 2003; Coda, 2002).

Data l'incapacità dei tradizionali strumenti di comunicazione economico-finanziaria nel rispondere adeguatamente alle nuove esigenze informative dei diversi *stakeholder*, cresce il ruolo della comunicazione volontaria (Quagli, 2004; Beattie *et al.* 2004; Botosan, 1997). In particolare, i più recenti contributi hanno individuato due possibili vie per assicurare una comunicazione più trasparente e qualificata con i soggetti che a vario titolo apportano risorse finanziarie all'impresa: *i*) l'ampliamento dei contenuti informativi dei tradizionali strumenti di comunicazione economico-finanziaria (Allegrini, 2003); *ii*) l'utilizzo di nuovi strumenti di comunicazione (Bushee *et al.* 2003; Mazzola, 2003; Francis *et al.*, 1997) aventi natura integrativa e complementare, quali presentazioni agli analisti, *conference call*, piani strategici e industriali.

Gli studi e le analisi empiriche che hanno recentemente approfondito il tema della qualità della comunicazione e della valenza della comunicazione strategica d'impresa, risultano focalizzati sulle grandi realtà imprenditoriali, in particolare quotate. Appaiono, invece, piuttosto trascurate sotto tale profilo le medie imprese (MI), nonostante il loro ruolo in termini di creazione di valore aggiunto e di occupazione, nell'ambito del tessuto economico nazionale (Unioncamere – Mediobanca, 2011).

Le MI presentano indubbiamente una minore predisposizione alla *disclosure* informativa rispetto alle imprese più grandi, a motivo di alcuni loro connotati specifici, che la letteratura ha già ampiamente individuato (Varaldo *et al.*, 2009; Marini, 2008; Simon e Zatta, 2007; Corbetta, 2000; Butera, 1998; Lago e Minoja, 1998). Per quanto concerne le scelte strategiche, le MI tendono a definire il proprio business in modo ristretto (Simon e Zatta, 2007) e a rimanere, nel proprio segmento, "campioni nascosti" (Simon, 2001), con posizioni di leadership in mercati mondiali o europei in termini di quota di mercato. Ciononostante presentano una visibilità e un riconoscimento pubblico limitato, in quanto operano in nicchie protette, con fonti del vantaggio competitivo scarsamente diffuse all'esterno (ambiguità causale).

Per quanto attiene, invece, la struttura di governo, le MI sono connotate dalla presenza di imprenditorialità (spesso familiare) e managerialità esterna (Corbetta, 2000). L'accentramento decisionale, che comunque si verifica anche

nelle medie imprese maggiormente managerializzate, comporta una minore propensione alla diffusione di informazioni strategiche all'esterno.

La propensione alla *disclosure* informativa tende però ad aumentare nel caso in cui tali imprese siano quotate. A seguito della quotazione, infatti, crescono gli obblighi informativi verso la comunità degli investitori, si amplia la tipologia di strumenti di comunicazione adottati e aumenta la rilevanza della comunicazione della strategia al mercato come elemento per la creazione di valore. Sotto un profilo organizzativo, le società quotate dispongono di una funzione Investor Relations, in cui operano soggetti con competenze economico-finanziarie e relazionali (Quagli, 2004; Coda 2002). Le MI quotate manifestano inoltre un forte orientamento alla crescita e alla performance, sia nella fase pre-IPO, al fine di maturare un track record positivo da valorizzare successivamente in sede di collocamento, sia nella fase post-IPO al fine di soddisfare le attese degli azionisti, cosicché la comunicazione strategica può svolgere una funzione di indirizzo, considerata l'elevata competizione esistente con le altre società quotate per attrarre capitale, anche grazie alla maggiore *corporate reputation* ottenuta.

Il presente contributo, pertanto, intende focalizzare l'attenzione sulle MI quotate italiane, perseguendo i seguenti obiettivi:

- i) verificare le modalità attraverso cui tali imprese comunicano all'esterno la propria strategia, ovvero quali siano gli strumenti impiegati a tal fine;
- ii) analizzare il contenuto strategico dei documenti preposti alla *disclosure* aziendale;
- iii) studiare le possibili implicazioni dei diversi assetti proprietari sulla qualità della *disclosure* delle MI quotate italiane (intesa in termini di quantità, ampiezza, varietà e completezza delle informazioni fornite al mercato) e sul contenuto strategico della stessa.

2. Corporate governance e comunicazione: analisi della letteratura e ipotesi di ricerca

Recentemente, numerosi studiosi hanno approfondito l'analisi delle determinanti della comunicazione delle imprese, in particolare di tipo volontario. Tali studi hanno investigato i *driver* che spingono le imprese verso una maggiore apertura della *corporate disclosure*, che si concretizza nell'incremento del numero di informazioni rilasciate agli investitori, nell'ampliamento dei contenuti trattati, in una maggiore varietà delle informazioni e in più elevati livelli di completezza (Boesso e Kumar, 2007).

La letteratura, in particolare, si è soffermata sulla comunicazione volontaria, che consente di meglio apprezzare le differenze tra le diverse *communication attitude* delle imprese, e si è focalizzata sulle imprese di grandi dimensioni, spesso quotate, in quanto caratterizzate da una maggiore propensione al rilascio di informazioni.

I primi *driver* investigati sono risultati legati ad alcune caratteristiche delle imprese, quali le dimensioni aziendali (Cho e Wong-Boren, 1987), il loro grado di profittabilità (Meek *et al.*, 1995), il grado di indebitamento (James, 1987), il settore di appartenenza (Boesso e Kumar, 2007; Cooke, 1992), il grado di *leverage* finanziario, il listino di quotazione e la tipologia di società di revisione che certifica i bilanci (Teoh e Wong, 1993).

Un'ampia parte della letteratura, poggiando sugli assunti della teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976) e, in particolare, sull'asimmetria informativa tra management e azionisti investitori, si è poi soffermata sulle variabili relative agli assetti di governo delle imprese, quali la composizione della struttura proprietaria e le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione.

I risultati delle suddette indagini appaiono però in parte ambigui, data la divergenza in merito a talune determinanti relative alla *governance*.

Con riferimento alla struttura proprietaria, la letteratura ha evidenziato come la maggiore apertura verso investitori esterni ("*outside ownership*"), cioè azionisti non riconducibili al soggetto economico dell'impresa, aumenti il controllo sull'operato del management (Mitchell *et al.*, 1995; McKinnon e Dalimunthe, 1993). Il monitoraggio svolto dall'*outside ownership* implicherebbe infatti una maggiore pressione al rilascio di informazioni, con conseguente relazione positiva tra apertura della compagine proprietaria, in particolare, verso azionisti investitori di piccole dimensioni e *disclosure* aziendale (Eng e Mak, 2003).

Parte della letteratura appare tuttavia discorde; alcuni autori infatti hanno evidenziato il sussistere di una relazione inversa tra le variabili, soprattutto quando la quota di *outside ownership* diventa particolarmente ampia (Makhija e Patton, 2004).

Appare pertanto interessante indagare come tale variabile, essenzialmente investigata in relazione alle grandi imprese quotate, influenzi la qualità della *disclosure* delle imprese quotate di minori dimensioni, quali le MI, che presentano tradizionalmente una minore propensione all'apertura dell'azionariato. Sulla base della letteratura esistente, una maggiore presenza nell'azionariato di investitori esterni di piccole dimensioni, riconducibili al "mercato" dovrebbe essere legata ad una maggiore qualità della *disclosure*. In particolare, quindi, si ipotizza che:

H1.1: La qualità della comunicazione aziendale delle MI quotate è positivamente correlata alla quota di partecipazione azionaria riconducibile al "mercato", cioè outside ownership di dimensioni non rilevanti.

La letteratura, ha altresì approfondito l'impatto sulla *disclosure* aziendale della presenza nella compagine aziendale di azionisti di rilevanti dimensioni non controllanti, (Hossain *et al.*; 1994; Huafang e Jianguo, 2007; Eng e Mak, 2003).

Tra gli azionisti di rilevanti dimensioni, particolare attenzione è stata rivolta al ruolo degli investitori istituzionali. Essi, infatti, pur operando con una logica speculativa, detengono solitamente quote azionarie tali da esercitare un controllo sull'operato del management. Rispetto agli altri azionisti di minoranza, essi sono soggetti a minori costi di monitoraggio, in quanto presentano maggiori dimensioni e una più elevata professionalità, sono in grado di meglio valutare le decisioni del

management, e possono indurre il management al rilascio di informazioni (Donnelly e Mulcahy, 2008).

Gli studiosi tuttavia non appaiono concordi in merito al ruolo degli investitori istituzionali nel condizionare la qualità della *disclosure*: mentre El-Gazzar (1998), evidenzia una relazione positiva tra le due variabili, Schadewitz e Belvins (1998) riportano una relazione negativa tra le stesse.

Data l'ambiguità della letteratura in merito, si intende quindi indagare la natura della relazione che sussiste tra la presenza di investitori istituzionali nella compagine sociale e la qualità della comunicazione nelle MI quotate. Gli investitori istituzionali, infatti, sono riconosciuti quali soggetti determinanti per la crescita di tali imprese (Corbetta, 2000). In considerazione del loro ruolo di monitoraggio e influenza sul management delle medie imprese, l'ipotesi di ricerca è la seguente:

H1.2 La qualità della comunicazione aziendale delle MI quotate è positivamente correlata alla quota di partecipazione azionaria riconducibile agli investitori istituzionali.

La comunicazione volontaria, come noto, può comprendere una molteplicità di informazioni dirette agli investitori e alle diverse categorie di stakeholder relative a: l'organizzazione aziendale, dei processi, il capitale umano, intellettuale e relazionale, e, in particolare, la strategia dell'impresa e le modalità di implementazione della stessa. Nonostante l'importanza che per le imprese assume la comunicazione agli investitori delle strategie perseguite (Mazzola, 2003; Higgins e Bannister, 1992), i contributi scientifici volti all'analisi delle determinanti atte ad influenzare la propensione delle imprese verso la comunicazione del contenuto delle proprie strategie, risulta piuttosto limitata.

Nel caso delle MI quotate, poi, l'informativa strategica diviene ancora più rilevante, in considerazione della loro minore predisposizione alla *disclosure* informativa: gli investitori quindi hanno a disposizione un minor numero di elementi su cui basare le proprie previsioni.

Seguendo un approccio metodologico di tipo deduttivo, ed estendendo all'ambito del contenuto strategico della comunicazione, i risultati a cui la letteratura è giunta in merito alla qualità complessiva della comunicazione, come precedentemente definita, si ipotizza pertanto che:

H2.1: Il contenuto strategico della disclosure aziendale delle MI quotate è positivamente correlato alla quota di partecipazione azionaria riconducibile al "mercato" cioè outside ownership di dimensioni non rilevanti.

Inoltre, in virtù dell'importanza che il contenuto strategico della comunicazione riveste per gli investitori istituzionali, soggetti peraltro dotati delle specifiche competenze necessarie per una sua attenta lettura e per l'elaborazione di previsioni circa l'andamento futuro dell'impresa, si ipotizza quanto segue:

H2.2 Il contenuto strategico della disclosure aziendale delle MI quotate è positivamente correlato alla quota di partecipazione azionaria riconducibile agli investitori istituzionali.

3. Metodologia e raccolta dei dati

3.1 Definizione del campione

Il campione di imprese su cui è stata condotta l'indagine è costituito dalle imprese italiane quotate presso la Borsa Valori di Milano, rispondenti ai parametri quantitativi richiesti da Mediobanca¹ per la qualifica di Media Impresa, trattandosi di un criterio largamente condiviso in letteratura, e preferito rispetto ai criteri definitori previsti dalla normativa UE, specie in riferimento a studi condotti nell'ambito dello *strategic management* (Varaldo *et al.*, 2009)

Il campione in particolare comprende tutte le imprese quotate che nell'arco temporale 2006-2010, abbiano presentato i parametri richiesti per almeno tre anni (non necessariamente consecutivi). Per quanto concerne il requisito di indipendenza, previsto dai criteri di Mediobanca, sono state incluse anche le imprese che, pur controllate da società di diritto estero, siano di fatto riconducibili a persone fisiche italiane.

Sulla base dei suddetti requisiti è stato individuato un campione di 34 imprese quotate. Infine, per le finalità proprie dell'indagine, sono state escluse dal campione le imprese a controllo pubblico (Sat e Acsm-Agam) in quanto le stesse perseguono logiche strategiche e gestionali profondamente diverse rispetto alle MI oggetto di studio.

La tabella 1 riporta i dati relativi al settore di appartenenza e alla tipologia del primo azionista delle 32 società appartenenti al campione finale.

3.2. Metodologia di analisi

Data l'ampiezza e la complessità degli obiettivi conoscitivi dello studio condotto e delle ipotesi di ricerca, nel corso delle analisi sono stati impiegati differenti approcci metodologici e strumenti statistici ed analitici.

¹Secondo l'approccio adottato da Mediobanca sono considerate medie quelle imprese che si collocano nel range di fatturato 15-330 milioni di euro, con un numero di addetti compreso tra 50 e 499 unità, e che risultano indipendenti.

Tabella 1 – Campione di medie imprese: settore di appartenenza e tipologia del primo azionista

<i>Settore</i>	<i>N° di società</i>	<i>%</i>
Beni di consumo	15	46,88%
Industria	7	21,88%
Tecnologia	4	12,50%
Servizi al consumo	3	9,38%
Telecomunicazioni	1	3,13%
Energia	1	3,13%
Chimica e Materie prime	1	3,13%
Servizi di pubblica utilità	0	0,00%
<i>Totale</i>	<i>32</i>	<i>100,00%</i>

<i>Tipologia del primo azionista</i>	<i>Numero imprese</i>	<i>%</i>
Persona/e fisiche	15	46,88%
Società non quotata	14	43,75%
Investitori istituzionali	2	6,25%
Società quotata	1	3,13%
<i>Totale</i>	<i>32</i>	<i>100,00%</i>

Fonte: Nostra elaborazione dati

In primo luogo, al fine di verificare le modalità attraverso cui le MI quotate comunicano la propria strategia è stata condotta un'analisi descrittiva degli strumenti comunemente impiegati a tal fine, verificando i diversi documenti aziendali presenti nella sezione “*investor relator*” del sito istituzionale di ciascuna società del campione (vedi par. 4.1).

In secondo luogo, con l'obiettivo di investigare il contenuto strategico della *disclosure* volontaria delle imprese, considerata l'eterogeneità degli strumenti di comunicazione utilizzati, l'attenzione è stata focalizzata sullo studio dei bilanci consolidati annuali delle imprese del campione, relativi all'esercizio 2010, e in particolare sulla informativa volontaria presente negli stessi.

Tale scelta, che assicura un'elevata omogeneità dei dati e dei documenti analizzati, risulta coerente rispetto alla principale letteratura sul tema (Beattie *et al.* 2004; Unerman, 2000; Botosan, 1997). Il bilancio annuale, infatti, è considerato uno dei principali documenti attraverso cui l'impresa comunica verso l'esterno (Tilt, 1994) a seguito dell'elevata credibilità dell'informazione ivi contenuta, e la *voluntary disclosure* in essa presente costituisce una buona *proxy* della *disclosure* volontaria complessivamente fornita dall'impresa (Botosan, 1997).

Nell'analisi di tali documenti è stata pertanto applicata la metodologia della *content analysis* (Krippendorff, 1980; Neuendorf, 2002) per studiarne il contenuto

e pervenire alla definizione di opportuni indicatori relativi alla qualità complessiva della comunicazione delle MI quotate e al suo contenuto strategico.

Infine, per testare le ipotesi di ricerca relative all'impatto degli assetti di governance – e in particolare del peso degli investitori istituzionali e del mercato – sulla qualità e strategicità della comunicazione, sono stati impiegati due distinti modelli di regressione lineare.

3.3. Content analysis

Come noto, la *content analysis* è una tecnica sistematica, obiettiva e quantitativa per l'analisi delle caratteristiche del contenuto dei documenti di comunicazione (Neuendorf, 2002), e rappresenta un metodo particolarmente utilizzato dai ricercatori nell'ambito dello studio della comunicazione dell'impresa, al fine di ottenere informazioni valide ed affidabili sulla reportistica aziendale (Boesso e Kumar, 2007; Bozzolan *et al.*, 2003; Hooks *et al.*, 2002). Sebbene tale metodologia costituisca una fonte significativa di dati e informazioni, risulta *labor-intensive* e *time consuming* (Boesso e Kumar, 2007), implicando notevoli sforzi di analisi e l'applicazione di procedure lunghe e complesse.

L'utilizzo di tale metodo ai fini del presente studio ha richiesto la partecipazione di tre ricercatori per tre mesi di lavoro, comportando lo svolgimento delle seguenti fasi: *i)* scelta del testo da analizzare; *ii)* preparazione del testo e definizione dell'unità di analisi (*text unit*); *iii)* scelta del *framework* di classificazione delle informazioni, sviluppo della procedura di *coding* (*code three*), definizione dei codici (*code*) e predisposizione del *code book*; *iv)* assegnazione dei *code* alle differenti *text units*; *v)* valutazione dell'*intercoder reliability*.

Per quanto riguarda il testo da sottoporre ad analisi, in modo analogo a quanto proposto da Beattie *et al.* (2004), sono stati analizzati i bilanci consolidati annuali delle imprese del campione (32 documenti), escludendo, oltre ai prospetti finanziari e le note al bilancio, la relazione dei sindaci e dei revisori, le relazioni sulla *corporate governance*, i prospetti descrittivi della remunerazione degli amministratori e delle relazioni infragruppo, ovvero quelle sezioni del bilancio il cui contenuto risulta fortemente standardizzato e regolato.

Per lo svolgimento dell'indagine è stato utilizzato il software QDA-Miner, un pacchetto per l'assistenza nelle analisi non-numeriche e di dati non strutturati, che ha supportato il processo di codifica, di ricerca sui testi e di elaborazione dei risultati. Il testo selezionato è stato preparato in modo da poter essere correttamente elaborato dal software: in particolare, dopo essere stato convertito in file di testo (formato txt, rtf o word), è stato suddiviso in "*text unit*", ovvero unità di testo (frasi, incisi, punti elenco), non necessariamente coincidenti con un periodo, ma dotate ciascuna di un proprio significato.

Con riferimento al punto *iii)*, ciascuna unità di testo è stata codificata in relazione a quattro dimensioni di analisi (Beattie *et al.*, 2004):

- a) “valore semantico”: articolata in *topics* e *subtopics* contenenti codici, finalizzati a classificare il significato di ogni sentenza;
- b) “orientamento temporale”: storico (“BACK”), forward-looking (“FOR”), temporale (“UNC”);
- c) “tipologia”: qualitativa (“QUAL”)/quantitativa (“QUANT”);
- d) “natura”: finanziario (“FINANZ”)/non finanziario (“NONFIN”).

Tabella 2 – Esempio di scomposizione di una frase in unità di testo e attribuzione dei code (4 dimensioni)

<i>Frase (sentence)</i>	L'ampiezza di gamma e la diversificazione delle linee del Gruppo hanno, nel corso degli anni, contribuito all'affermazione di nuove tendenze presso i consumatori.	
<i>Scomposizione in unità di testo (text unit)</i>	<i>L'ampiezza di gamma / e la diversificazione delle linee del Gruppo / hanno, nel corso degli anni, contribuito all'affermazione di nuove tendenze presso i consumatori</i>	
<i>Unità di testo 1</i>	<i>L'ampiezza di gamma /</i>	
	Semantica	STRAT
	Orientamento temporale	BACK
	Tipologia	QUAL
	Natura	NON FIN
<i>Unità di testo 2</i>	<i>/ e la diversificazione delle linee del Gruppo /</i>	
	Semantica	STRAT
	Orientamento temporale	BACK
	Tipologia	QUAL
	Natura	NON FIN
<i>Unità di testo 3</i>	<i>/ hanno, nel corso degli anni, contribuito all'affermazione di nuove tendenze presso i consumatori.</i>	
	Semantica	SOC
	Orientamento temporale	BACK
	Tipologia	QUAL
	Natura	NON FIN

Fonte: Nostra elaborazione dati

In particolare, la dimensione “valore semantico” si articola in 8 distinte categorie (*main topics*), ciascuno dei quali ulteriormente suddiviso in più sottocategorie (*subtopics*). Per la costruzione della griglia di classificazione delle categorie e sottocategorie, si è fatto ricorso al modello proposto nel Jenkins Report da AICPA, come modificato da Beattie *et al.* (2004), apportando le seguenti modifiche coerenti rispetto agli obiettivi della ricerca: eliminazione della categoria relativa al “*Management and Shareholder information*”; inserimento all'interno della categoria “*Not Jenkins*”, di due *subtopics* particolarmente rilevanti

ai fini delle strategie (“VIS”, relativo alla *vision* e la *mission* dell’impresa; e “IMP” relativo alle modalità di implementazione della strategia).
 La griglia di classificazione dei *main topics* e *sub topics* è illustrata nell’Allegato I. La tabella 2 riporta un esempio di scomposizione di una frase in unità di testo e la relativa codifica secondo le quattro dimensioni, mentre la tabella 3 illustra un esempio di *code* come inserito nel *code book* finale.

Tabella 3 – Esempio di codice (code) estratto dal code book

<i>Dimensione</i>	<i>Main topic</i>	<i>Sub topic</i>	<i>Code</i>	<i>Descrizione</i>	<i>Esempi</i>
Valore semantico	Business description	Mercati e segmenti di mercato	MKT	Individua i mercati geografici in cui l'impresa opera. Descrive i diversi target di clienti dell'impresa. Individua i prodotti dell'impresa in termini di funzione d'uso. Si riferisce alle diverse Aree Strategiche d'Affari nelle quali è presente l'impresa. Può prevedere anche termini quantitativi nel delineare il trend dei mercati in cui opera l'impresa.	Per l'impresa XY il mercato cinese è quello in più forte espansione. L'impresa XY opera con produzioni destinate a clienti di fascia alta. L'impresa XY offre tecnologie ottiche per la sanità. L'impresa XY opera in due business: la gestione di immobili/ e la produzione di filati. Il segmento degli yacht di lusso dell'impresa XY è cresciuto del 5%.

Fonte: Nostra elaborazione dati

3.4. Validità e affidabilità

Poiché la *content analysis* è una metodologia esposta ai rischi derivanti dalla inevitabile soggettività delle valutazioni richieste, la verifica dell’affidabilità e della validità dei dati e della procedura seguita assume un valore rilevante (Neuendorf, 2002; Krippendorff, 1980). Sotto tale profilo, la procedura seguita nel presente lavoro in merito allo sviluppo e al test dello schema di *coding*, assicura un elevato livello di affidabilità e validità dei risultati, poiché coerente rispetto a quanto previsto da Weber (1985) e Boyatzis (1998).

Per quanto attiene invece alle problematiche relative alla partecipazione di più soggetti (2 *coders*) all’attività di codifica delle unità di testo, si è provveduto a verificare l’affidabilità delle codifiche, considerando opportuni coefficienti di *inter-coders agreement*. In particolare, è stato selezionato un sotto campione dei documenti (pari al 15,625% del totale) che è stato sottoposto a codifica indipendente da parte di due autori. Il livello di *agreement* dei *coders*, che misura

l'affidabilità (*reliability*) delle analisi compiute, è stato valutato calcolando il coefficiente *Free Marginal Adjustment* disponibile su QDA Miner. Si tratta di un coefficiente piuttosto conservativo in quanto tiene conto dell'*agreement* tra *coders* imputabile al caso; esso assume che le categorie relative ad una stessa scala abbiano uguale probabilità di essere osservate. Tale coefficiente equivalente al Jason and Vegelius's (1979) C coefficient, è risultato pari a 0,824 in relazione alle quattro dimensioni analizzate, ben al di sopra del *range* di accettabilità previsto in letteratura, compreso tra 0.7 e 0.8 (Lombard *et. al*, 2002; Neuendorf, 2002)². I valori del coefficiente in relazioni alle singole dimensioni sono risultati pari a: 0,731 a livello di *sub topics* e 0,788 a livello di *main topic*; 0,846 in relazione alla dimensione temporale; 0,937 per quanto attiene alla natura finanziaria/non finanziaria; e 0,788 per quanto il tipo di informazione (quantitativa / non quantitativa).

3.5. Definizione delle variabili

Al fine di testare le quattro ipotesi di ricerca indicate nel paragrafo 2 si è proceduto a sviluppare due indicatori relativi rispettivamente alla qualità e alla strategicità della *voluntary disclosure*, successivamente trattati come variabili dipendenti nei due rispettivi modelli di regressione lineare proposti.

Come noto, il concetto di qualità della *disclosure* appare ampio e complesso, e, potendo essere definito secondo logiche e approcci assai differenti, viene calcolato in letteratura in modo eterogeneo (Hooks *et al.*, 2002). Tenuto conto di ciò, nel presente lavoro, si è inteso costruire un indicatore di qualità della comunicazione che tenesse conto sia della quantità di informazione trasmessa, sia della varietà e della completezza della stessa rispetto ai temi affrontati (Beattie *et al.*, 2004).

A tal fine è stato calcolato in primo luogo per ciascuna impresa del campione un indice (COUNT) atto a misurare la quantità di informazione fornita dall'impresa all'interno del bilancio annuale, e corrispondente al numero di *text units* (ovvero di informazioni) ivi presenti. Tale indice è stato successivamente normalizzato rispetto al campione, derivandone l'indice Q_1 , per il quale vale la seguente:

$$0 \leq Q_1 \leq 1 \quad [1]$$

Per stimare la varietà del contenuto della comunicazione fornita dalle imprese analizzate, analogamente a quanto proposto da Beattie *et al.* (2004), per ciascuna società appartenente al campione è stato calcolato il valore dell'indice

²L'affidabilità della codifica svolta è stata successivamente testata utilizzando anche lo Scott's pi, coefficiente di agreement molto conservativo, che è comunque risultato significativo.

di Herfindahl, in relazione alla proporzione di *disclosure* relativa a ciascun *main topic*, come di seguito indicato:

$$H_TOPIC = \sum p_i^2 \text{ (con } i = 1,2\dots n) \quad [2]$$

Dove: p_i = proporzione di *text unit* relative all'*i*-esimo *main topic*; e $n = 8$.

Esso indica quanto l'informazione fornita dall'impresa sia concentrata su specifici argomenti, trascurandone quindi altri. Se il valore è pari a 1, l'impresa concentra tutta l'informazione fornita su un unico *main topic* segnalando quindi una comunicazione scarsa; al contrario, quando l'impresa distribuisce in modo equilibrato l'informativa offerta sulle diverse tematiche (*main topics*), l'indice è pari a $1/n$. Successivamente è stato calcolato un indice analogo, basato sulla distribuzione della *disclosure* rispetto ai singoli *subtopics*, e calcolato come segue:

$$H_SUBTOPIC = \sum p_i^2 \text{ (con } i = 1,2\dots m) \quad [3]$$

Dove: p_i = proporzione di *text unit* relative all'*i*-esimo *subtopic*; e $m = 47$.

I due indici H_TOPIC e $H_SUBTOPIC$ sono stati normalizzati in modo tale da presentare valori compresi tra 0 e 1.

Al fine di mantenere la comparabilità dell'interpretazione di H_TOPIC e $H_SUBTOPIC$ con Q_1 sono stati costruiti a partire dagli stessi i rispettivi inversi come segue:

$$Q_2 = 1 - (H_TOPIC) \quad [4]$$

$$Q_3 = 1 - (H_SUBTOPIC) \quad [5]$$

Da ultimo, tenendo conto che la qualità della comunicazione dipende anche dall'assenza di tematiche non trattate dall'impresa, si è provveduto a calcolare un indice (NONEMPTY) che tiene conto del numero di *subtopics* per i quali è presente nel bilancio dell'impresa almeno una informazione, successivamente normalizzato rispetto al campione, ottenendo così l'indice Q_4 .

Per costruire un indice di sintesi relativo alla qualità della comunicazione di ciascuna società, è stato calcolato l'indice Q_{tot} , che, per costruzione, varia tra 1 e 0:

$$Q_{tot} = \sum Q_i/4 \text{ (con } i = 1,2\dots n; n = 4). \quad [6]$$

Su di esso è stata successivamente operata una trasformazione logaritmica, pervenendo all'indice D-SCORE che misura la qualità complessiva della *disclosure*. Per stimare invece il contenuto strategico della *disclosure*, considerata l'assenza di letteratura in merito, viene proposto un indicatore (STR-SCORE) atto a misurare la quantità di informazioni di natura strategica contenute nei documenti analizzati.

L'indicatore STR-SCORE, in particolare, misura il numero di *text units* il cui codice relativo al "valore semantico" appartiene a uno dei seguenti *subtopics*: "PLAN", "OPP", "OTHF", "IMP", "VIS", "OBJ", "STRAT", "CON SIS", "COMP", "CUSI", "SUPI".

La tabella 4 riporta le modalità attraverso cui sono state definite e misurate le differenti variabili dipendenti, indipendenti e di controllo.

Tabella 4 – Definizione e misurazione delle variabili relative ai modelli di regressione lineare proposti

Variabile	Definizione	Misurazione
<i>Variabili dipendenti</i>		
D-SCORE	Qualità della <i>disclosure</i> aziendale	Creazione indice (vedi paragrafo 3.5)
STR-SCORE	Contenuto strategico della domanda	Creazione indice (vedi paragrafo 3.5)
<i>Variabili indipendenti</i>		
MKT	Rilevanza del mercato	Quota azionaria % posseduta dal mercato sul totale della capitalizzazione *
INST	Rilevanza degli investitori istituzionali nella proprietà	Quota azionaria % posseduta da investitori istituzionali sul totale della capitalizzazione *
<i>Variabili di controllo</i>		
REV	Fatturato 2010	Valore al termine dell'anno contabile espresso in .000 euro
EMP	Dipendenti 2010	Numero di dipendenti al termine dell'anno contabile
DEBT	Indice di indebitamento	Rapporto tra il totale dei debiti e il totale delle fonti*
IND	Settori di attività di appartenenza	Variabile Dummy: = 1 se il settore è manifatturiero; = 0 negli altri casi
ROE	Profittabilità	Return on Equity (valore percentuale)*
AUDIT	Reputazione della società di Revisione	Variabile Dummy: = 1 se la Società di Revisione appartiene alle "Big Four"; = 0 negli altri casi
* Elaborazione su dati Capital I-Q		

Fonte: Nostra elaborazione dati

4. I principali risultati della ricerca

4.1 *Gli strumenti di comunicazione delle medie imprese italiane quotate*

Per investigare gli strumenti attraverso cui le medie imprese quotate comunicano all'esterno la propria strategia, è stato condotto uno studio di natura quali-quantitativa dei documenti aziendali presentati nella sezione "Investor Relator" del sito istituzionale di ogni società oggetto dell'indagine (vedi Allegato II), che includono: documenti informativi di natura obbligatoria e relazioni al bilancio; prospetti IPO; piani industriali, ovvero documenti integrali contenenti la definizione della strategia aziendale e delle azioni per implementarla (Mazzola, 2003); presentazioni di piani industriali; *conference call*; ecc.

Dai dati presentati nell'Allegato II, appare come le imprese del campione rendano raramente pubblici i piani strategici o estratti degli stessi, offrendo al pubblico solo in pochi casi i piani o le rispettive presentazioni.

Risulta invece diffusa la pratica di pubblicare *conference call* e presentazioni alla comunità finanziaria (21 imprese pubblicano almeno un documento): i contenuti di tali presentazioni, tuttavia, sono generalmente limitati all'esposizione di risultati economico-finanziari, non avendo di fatto contenuti strategici rilevanti (obiettivi strategici, linee di azione, ipotesi sottostanti circa l'evoluzione del macroambiente e del microambiente, ecc.). Inoltre, non si evidenzia né il rispetto della continuità (solo 10 imprese su 22 hanno un rapporto *conference call*/anni di quotazione, superiori all'unità) né dell'aggiornamento del flusso informativo (su 22 imprese, solo 11 hanno pubblicato una *conference call* aggiornata al 2011). Il prospetto IPO viene pubblicato dalle imprese che più recentemente si sono affacciate alla quotazione, come previsto dalla normativa.

Con riferimento invece alla pubblicazione di relazioni al bilancio, una variabile significativa per stimare l'intensità e la ricchezza della comunicazione è data dal rapporto tra il numero di documenti pubblicati rispetto al numero di anni di quotazione. Da tale indicatore, si evince come la prevalenza delle medie imprese pubblici anche le relazioni annuali antecedenti alla data della quotazione (index ≥ 1). Indicatori inferiori ad uno si riscontrano per le imprese che hanno una quotazione storica e che pertanto pubblicano solo i bilanci relativi agli esercizi più recenti.

4.2 *Il contenuto della voluntary disclosure nei bilanci delle MI quotate*

La tabella 5 riporta le principali statistiche descrittive relative ai risultati della *content analysis*, mostrando i quattro livelli di codifica adottati (valore semantico; tempo; tipologia; natura).

Nel corso delle attività di ricerca, i bilanci delle 32 società appartenenti al campione sono stati suddivisi in 12.507 *text unit*; complessivamente sono stati assegnati 50.028 codici. Ciascun documento risulta mediamente composto da 390 unità di analisi, con una media di oltre 1.563 codifiche per bilancio.

L'analisi della distribuzione della comunicazione volontaria nelle otto categorie principali di argomenti (*main topics* riconducibili alla dimensione "valore semantico") evidenzia un certo orientamento a favore di due *topics* che pesano per oltre il 43% del totale. La comunicazione delle MI italiane appare ancora orientata all'informativa economico-finanziaria relativa all'esercizio concluso ("FIN"=22,17%) e alla descrizione del business ("BUSN"=21,46). Appare tuttavia elevato anche il peso dell'informativa riferita al futuro ed alle azioni da intraprendere (FL=18,43%).

L'osservazione dei coefficienti di variazione delle variabili, evidenzia peraltro una certa variabilità nel campione.

Per quanto attiene all'aspetto temporale, la comunicazione della maggior parte delle medie imprese risulta fortemente orientata al passato (media del codice "BACK" pari a 77,10% e mediana pari a 79,24%).

La prevalenza delle unità di testo relative ai singoli documenti analizzati presenta natura qualitativa, sebbene il peso delle informazioni quantitative sia non trascurabile (media del codice "QUANT" pari a 30,61%). Infine le imprese del campione ripartiscono in modo equilibrato informazioni aventi natura finanziaria e non finanziaria, giacché tendono ad esplicitare le motivazioni sottostanti alle singole variazioni economico-finanziarie.

4.3 L'impatto degli assetti proprietari sulla qualità e il contenuto strategico della comunicazione

L'analisi di dipendenza per testare la validità delle ipotesi definite nel paragrafo 2, effettuata attraverso i due modelli di regressione lineare proposti, è stata preceduta da un'analisi di correlazione tra le variabili oggetto di studio. In tabella 6 viene riportata la matrice di correlazione con l'indicazione per ciascuna variabile del valore medio e della relativa deviazione standard. Si segnala una notevole correlazione lineare positiva, peraltro prevedibile, tra le variabili D-SCORE e STR-SCORE.

Le MI del campione presentano in media un fatturato di circa 112 milioni € e un numero medio di dipendenti di poco superiore alle 280 unità. Tali imprese vedono in media una presenza di investitori istituzionali all'interno della propria compagine azionaria del 9,5% mentre i piccoli investitori pesano per il 26,6% del capitale.

Tabella 5 – Statistiche descrittive sui risultati della content analysis

	<i>Totale</i>	<i>Media</i>	<i>Deviazione standard</i>	<i>c.v.</i>	<i>Mediana</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
Text Unit	12.507	390,84	158,20	0,4048	414,50	63 (Noema Life)	781 (Yoox)
Codes	50.028	1.563,38	632,78	0,4048	1.658,00	252 (Noema Life)	3.124 (Yoox)
BUSN	2.732	21,46%	7,58%	0,3531	20,20%	5,77% (Buone Società)	41,27% (Noema Life)
FIN	2.740	22,17%	8,44%	0,3807	22,67%	8,07% (Yoox)	42,96% (Boero)
MA	1.144	9,48%	4,19%	0,4426	8,94%	3,24% (Valsoia)	19,77% (Dmt)
OP	1.266	9,27%	4,92%	0,5306	9,29%	1,02% (Borgosesia)	19,91% (Valsoia)
FL	1.705	14,12%	7,55%	0,5348	12,70%	0,00% (Noema Life)	37,31% (Arena)
NOT	1.776	14,69%	4,97%	0,3386	14,79%	5,06% (B&C Speakers)	25,64% (Buone Società)
OBS	852	6,47%	3,11%	0,4804	5,77%	1,28% (Buone Società)	14,38% (Ginori)
IS	292	2,34%	1,84%	0,7875	1,94%	0,00% (Dmail)	7,41% (Digital Bross)
FOR	2.303	18,43%	9,45%	0,5131	17,37%	0,00% (Noema Life)	51,24% (Arena)
BACK	9.731	77,10%	11,30%	0,1465	79,24%	44,03% (Arena)	100,00% (Noema Life)
UNC	473	4,48%	4,84%	1,0801	3,38%	0,00% (Noema Life)	28,21% (Buone Società)
QUANT	3.725	29,44%	9,47%	0,3217	30,61%	12,96% (Valsoia) (Cairo)	46,21% (Cairo Communication)
QUALIT	8.782	70,57%	9,47%	0,1342	69,39%	53,79% (Cairo Communication)	87,04% (Valsoia)
FINANZ	5.751	47,71%	14,06%	0,2947	48,40%	17,03% (Yoox)	74,36% (Buone Società)
NONFINANZ	6.756	52,30%	14,06%	0,2689	51,60%	25,64% (Buone Società)	82,97% (Yoox)

Fonte: Nostra elaborazione dati

Tabella 6 – Medie, deviazioni standard e correlazioni

	Media	Deviazione standard	D-SCORE	STR-SCORE	INVEST	MKT	REV	EMP	AUDIT	IND	DEBT	ROE
<i>D-SCORE</i>	73,500	40,573	1									
<i>STR-SCORE</i>	0,384	0,966	0,5855**	1,0000								
<i>INST</i>	0,095	0,142	0,0775	0,4798**	1							
<i>MKT</i>	0,266	0,179	0,0701	0,0408	-0,1432	1						
<i>REV</i>	112.784	117.323	0,2769	0,1449	0,2754	-0,0837	1					
<i>EMP</i>	280,281	189,439	0,3870*	0,3638*	0,2224	0,1304	0,3651	1				
<i>AUDIT</i>	0,750	0,440	0,1756	0,2169	0,1253	-0,4396	-0,0031	-0,0444	1			
<i>IND</i>	0,625	0,492	0,2831	-0,0857	-0,2625	0,0322	-0,2124	0,2085	-0,2981	1		
<i>DEBT</i>	0,479	0,312	-0,0634	0,0118	-0,1049	0,4126	-0,0098	0,0021	-0,1399	0,1883	1	
<i>ROE</i>	-8,069	30,435	-0,1203	-0,1910	0,3195	-0,2035	0,1733	-0,0937	-0,0491	-0,1112	-0,3818	1

* p-value < 0,05 ** p-value < 0,01 (Pearson Index)

Fonte: Nostra elaborazione dati

La tabella 7 presenta i risultati del modello di regressione lineare condotto sulla qualità della *disclosure* delle MI quotate, usando come variabili indipendenti il peso relativo degli investitori istituzionali (INST) e la quota di partecipazioni azionarie riconducibili al mercato dei piccoli investitori (MKT).

Tabella 7 – Risultati della regressione condotta sulla qualità della disclosure delle medie imprese quotate

Modello 1: $D\text{-SCORE} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{INST} + \alpha_2 \text{MKT} + \alpha_3 \text{REV} + \alpha_4 \text{EMP} + \alpha_5 \text{AUDIT} + \alpha_6 \text{IND} + \alpha_7 \text{DEBT} + \alpha_8 \text{ROE} + \varepsilon$

Coefficienti	Stima	Errore		
		standard	Stat t	p-value
α_0	-1,6788	0,6561	-2,5587	0,0176**
α_1	0,8564	1,2478	0,6863	0,4994
α_2	2,0821	1,1039	1,8862	0,072*
α_3	0,0000	0,0000	2,1550	0,0419**
α_4	0,0003	0,0010	0,2515	0,8037
α_5	0,9745	0,4172	2,3357	0,0286**
α_6	1,0820	0,3848	2,8122	0,0099***
α_7	-0,9857	0,5946	-1,6579	0,1109
α_8	-0,0059	0,0059	-0,9967	0,3293

*p-value < 0,1 ** p-value <0,05 ***p-value 0,01

Errore standard residuo: 0,8365 su 23 gradi di libertà

R multiplo: 0,6663; R al quadrato 0,4440; R al quadrato corretto: 0,2507

F-statistic: 2,2965 su 8 e 23 gdl; p-value 0,0568

Fonte: Nostra elaborazione dati

Il modello 1 presenta un livello di significatività soddisfacente (F-statistic = 2,2965; p-value = 0,0568). Il coefficiente α_2 (relativo al peso dei piccoli investitori, e più in generale del mercato, nel capitale della società – MKT) è positivo e molto elevato (+2,0821) nonché significativo (p-value < 0,01), pertanto l'ipotesi H.1.1 è accettata. Una più significativa presenza di piccoli investitori determina da parte delle medie imprese quotate appartenenti al campione una maggiore propensione ad assicurare un'elevata qualità della comunicazione volontaria presentata all'interno del bilancio annuale. Anche il coefficiente α_1 (peso degli investitori istituzionali all'interno della compagine societaria – INST) risulta positivo come previsto nell'ipotesi H.1.2, ma non significativo. L'ipotesi H.1.2 deve pertanto essere rigettata. Ad un maggior peso degli investitori istituzionali nel capitale sociale (INST) delle MI del campione non corrisponde un aumento, statisticamente significativo dell'indice D-SCORE che misura la qualità complessiva della comunicazione.

Un commento a parte meritano invece i coefficienti relativi alle variabili di controllo. Il coefficiente α_3 che si riferisce al fatturato dell'impresa (REV), utilizzato come *proxy* della dimensione aziendale, il coefficiente α_5 relativo alla tipologia di *auditor* (appartenenza o meno della società di revisione alla categoria del *Big 4*), e infine il coefficiente α_6 che concerne il settore di appartenenza dell'impresa (IND) risultano positivi, elevati e significativi (rispettivamente p-value < 0,05; p-value < 0,05 e p-value < 0,01). Ciò significa che, come segnalato da parte della letteratura in riferimento alle grandi imprese quotate, anche nel caso delle medie imprese italiane, la propensione del management a fornire una *voluntary disclosure* di elevata qualità all'interno dei bilanci annuali, cresce all'aumentare della dimensione aziendale, in presenza di auditor appartenenti alle *Big 4* (Teoh e Wong, 1993; Makhija e Patton, 2004), e se l'impresa opera nel settore manifatturiero (Cooke, 1992).

La tabella 8 presenta i risultati del secondo modello di regressione lineare (modello 2) che investiga l'impatto delle variabili INST e MKT sul contenuto strategico della comunicazione delle MI quotate.

Tabella 8 – Risultati della regressione condotta sul contenuto strategico della comunicazione

Modello 2: $STR-SCORE = \beta_0 + \beta_1 INST + \beta_2 MKT + \beta_3 REV + \beta_4 EMP + \beta_5 AUDIT + \beta_6 IND + \beta_7 DEBT + \beta_8 ROE + \epsilon$

Coefficienti	Stima	Errore standard	Stat t	p-value
β_0	22,0113	27,5893	0,7978	0,4331
β_1	156,9132	52,4683	2,9906	0,0065***
β_2	37,9630	46,4160	0,8179	0,4218
β_3	0,0000	0,0001	0,0876	0,9310
β_4	0,0381	0,0421	0,9053	0,3747
β_5	20,0316	17,5437	1,1418	0,2653
β_6	5,5426	16,1788	0,3426	0,7350
β_7	-14,7637	25,0009	-0,5905	0,5606
β_8	-0,4578	0,2488	-1,8396	0,0788*

*p-value < 0,1 ** p-value <0,05 ***p-value 0,01

Errore standard residuo: 35,1745 su 23 gradi di libertà

R multiplo: 0,6651; R al quadrato 0,4423; R al quadrato corretto: 0,2484

F-statistic: 2,2808 su 8 e 23 gdl; p-value 0,0582

Fonte: Nostra elaborazione dati

Tale modello presenta un livello di significatività soddisfacente (F-statistic = 2,2808; p-value = 0,0582). Il coefficiente β_1 (relativo al peso degli investitori istituzionali – INST) è positivo, elevato (+156,97) e notevolmente significativo (p-value < 0,01). I risultati pertanto confermano l'ipotesi H.2.2, indicando che un crescente peso degli investitori istituzionali all'interno della compagine societaria delle MI italiane quotate determina un aumento rilevante delle informazioni di natura strategica presentate nei bilanci. In particolare dall'osservazione del coefficiente β_1 si evince come un incremento del 10% del peso degli investitori istituzionali nel capitale sociale (INST) determini un aumento nella quantità di informazione di natura strategica presentata nel bilancio annuale (STR-SCORE) pari a 15,69. Il modello 2, al contempo evidenzia come il coefficiente β_2 (relativo alla quota di capitale sociale in mano al mercato – MKT), seppur positivo come ipotizzato, non risulti significativo (p-value > 0,1) e pertanto l'ipotesi H.2.1 deve essere rigettata. In altri termini una maggiore presenza di piccoli investitori non determina da parte delle MI quotate appartenenti al campione una più ampia comunicazione delle strategie e degli obiettivi strategici perseguiti e pianificati.

I coefficienti delle variabili di controllo risultano non significativi (p-value > 0,1), eccezion fatta per il coefficiente β_8 relativo alla redditività dell'impresa, che risulta invece negativo e moderatamente significativo (p-value < 0,1).

5. Implicazioni manageriali e conclusioni

Il presente lavoro si è proposto di studiare la comunicazione strategica delle MI quotate italiane. La scelta di indagare questa tipologia di impresa discende dal fatto che, da un lato, le MI, per motivazioni di natura strategica e di *governance*, presentano una naturale bassa propensione alla *disclosure*; dall'altro, il processo di quotazione impone obblighi informativi verso la comunità di investitori che possono fornire occasione per comunicazioni circa l'orientamento strategico aziendale.

I risultati del presente contributo presentano pertanto implicazioni manageriali significative per la tipologia di impresa investigata.

Dall'analisi degli strumenti di comunicazione, emerge infatti come le imprese appartenenti al campione facciano scarso ricorso a strumenti informativi specificatamente dedicati alla divulgazione delle strategie: sotto questo profilo, dunque, con l'obiettivo di diminuire le asimmetrie informative, e per tale via ridurre il costo del capitale di rischio, è auspicabile che la funzione Investor Relations delle MI quotate non venga intesa solo in termini tradizionali. A tal fine, in particolare, un approccio più dinamico e proattivo potrebbe prevedere l'introduzione di nuovi e affidabili strumenti di comunicazione, integrativi rispetto a quelli tradizionali (Bushee *et al.*, 2003; Mazzola, 2003), quali piani strategici e relative presentazioni, oppure una maggiore continuità nella pubblicazione delle presentazioni delle *conference call* e un arricchimento dei contenuti di natura strategica in esse presenti.

Inoltre, mediante l'utilizzo della metodologia di *content analysis*, è stato investigato il contenuto dei bilanci delle MI al fine di verificare la qualità e la strategicità della comunicazione ivi presentata agli investitori.

L'analisi di dipendenza per testare la validità delle ipotesi di ricerca, effettuata attraverso i due modelli di regressione lineare proposti, ha consentito di verificare le relazioni esistenti tra qualità e strategicità della comunicazione e determinate variabili relative alla composizione della struttura proprietaria, con notevoli implicazioni sia per i ricercatori che per i *practitioners* interessati al tema.

In particolare, con riferimento alla qualità della *disclosure*, è stata validata l'ipotesi relativa all'esistenza di una correlazione positiva tra la stessa e la quota di partecipazione azionaria riconducibile al mercato, mentre i risultati degli studi spingono a rigettare l'ipotesi, secondo cui la qualità della comunicazione aziendale sia positivamente correlata al peso degli investitori istituzionali. Al contrario, come evidenziato dal secondo modello di regressione, il contenuto strategico della comunicazione appare significativamente correlato positivamente al peso degli investitori istituzionali all'interno della compagine societaria delle MI italiane quotate, ma non alla presenza di piccoli investitori.

L'analisi congiunta dei suddetti risultati conduce peraltro ad alcune rilevanti considerazioni: i) le MI quotate tendono a prestare una diversa attenzione alla qualità complessiva della comunicazione offerta al mercato e/o al contenuto strategico della *disclosure*, in ragione degli specifici assetti proprietari che la caratterizzano; ii) le MI tendono a prediligere una comunicazione più attenta alla qualità complessiva delle informazioni fornite quando il mercato dei piccoli investitori detiene una quota complessiva del capitale più ampia, al fine di meglio soddisfare le eterogenee esigenze informative degli stessi; iii) le MI, inoltre, sono indotte ad erogare flussi informativi circa la strategia d'impresa laddove l'incidenza degli investitori istituzionali sulla proprietà è significativa giacché essi possiedono – diversamente dal mercato – le competenze necessarie per apprezzare i contenuti delle diverse opzioni strategiche, la validità delle fonti del vantaggio competitivo aziendale e le previsioni circa l'andamento futuro dell'impresa (Donnelly e Mulcahy, 2008).

E' peraltro lecito interrogarsi circa la natura e la "direzione" delle relazioni che regolano le variabili investigate, potendosi correttamente ipotizzare che siano anche le stesse diverse tipologie di investitori (piccoli investitori, investitori istituzionali, ecc.) a compiere le specifiche scelte di investimento tenendo in considerazione differenti profili della comunicazione d'impresa (per esempio la qualità complessiva della *disclosure* nelle sue diverse dimensioni, il contenuto strategico, ecc.).

Ciò peraltro pone una maggiore enfasi sulla necessità da parte di studiosi e ricercatori che si confrontano sui temi in oggetto, di meglio investigare la "domanda" di comunicazione, e di comprendere, cioè, quali siano gli specifici profili relativi alla *disclosure*, cui le differenti tipologie di investitori e di operatori finanziari prestano attenzione nell'indirizzare le proprie scelte di investimento.

Va peraltro evidenziato, in conclusione, come un tale approccio gestionale, orientato a un maggiore ricorso a strumenti innovativi di comunicazione, al conseguimento di una maggiore qualità della *disclosure* nonché ad una più

esaustiva presentazione al mercato dei capitali dei contenuti della strategia, possa peraltro risultare opportuno anche per quelle MI che, benché non quotate, intendano aprirsi all'adozione di strumenti finanziari innovativi quali il *private equity* e il *venture capital*, al fine di supportare i propri percorsi di crescita (Alzona, 2007; Pontarollo e Casè, 2007).

Lo studio condotto presenta alcuni limiti, essenzialmente riconducibili ai dati analizzati, e alla composizione del campione. Le analisi, infatti, sono basate sulla *disclosure* informativa contenuta nei bilanci di un solo anno (2010), fatto che limita la generalizzabilità dei risultati. Il campione, inoltre, pur essendo quantitativamente in linea con altri contributi scientifici che applicano la *content analysis*, non è particolarmente ampio.

Nonostante ciò, il presente studio ha comunque raggiunto l'obiettivo di colmare un vuoto conoscitivo nella letteratura, indagando le politiche di comunicazione strategica di una tipologia di impresa - la MI quotata - poco studiata sotto questo profilo. Inoltre, lo schema e le procedure seguite possono costituire un *framework* metodologico utile per future ricerche finalizzate ad estendere l'analisi ad un numero di imprese più ampio e a diversi ambiti geografici (Spagna, Germania, ecc.)

Un'ulteriore possibile applicazione di tale *framework* metodologico riguarda la predisposizione di analisi longitudinali sull'evoluzione della qualità e della strategicità della *disclosure* aziendale, focalizzate su un numero ristretto di casi aziendali, in relazione all'evoluzione della struttura proprietaria e ai cambiamenti strategico-gestionali intervenuti nel tempo.

Bibliografia

- Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano.
- Alzona G. (2007), "Le medie imprese: nuovi spunti di riflessione", *L'industria*, Vol. 4, p. 607-624.
- Beattie V., McCinnes B., Fearnley S. (2004), "A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A comprehensive descriptive profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes", *Accounting Forum*, Vol. 28, p. 205-236.
- Boesso G., Kumar K. (2007), "Drivers of Corporate Voluntary Disclosure. A Framework and Empirical Evidence from Italy and the United States", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 20, p. 269-296.
- Botosan C. A. (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, Vol. 72, p. 323-349.
- Boyatzis R. E. (1998), *Transforming Qualitative Information: Thematic Analysis and Code Development*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Bozzolan S., Favotto F., Ricceri F. (2003), "Italian Annual Intellectual Capital Disclosure", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, p. 543-58.

- Bushee B. J., Matsumoto D.A., Miller G. S. (2003), "Open Versus Closed Conference Calls: The Determinants and the Effects of Broadening Access to Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, p. 149-180.
- Butera F. (a cura di) (1998), *La media impresa costruita per durare*, Franco Angeli, Milano.
- Chow C.W., Wong-Boren A. (1987), "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, Vol. 62, p. 533-541.
- Coda V. (2002) Il legame fra strategia e comunicazione economico-finanziaria, in Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore di Impresa*, Egea, Milano.
- Cooke T. E. (1992), "The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations", *Accounting and Business Research*, Vol. 22, p. 229-237.
- Corbetta G. (2000), *Le medie imprese. Alla ricerca della loro identità*, Egea, Milano.
- Donnelly R., Mulcahy M. (2008), "Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, p. 416-429.
- El-Gazzar S.M. (1998), "Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-sectional Examination of Market Revaluations During Earnings Announcement Periods", *The Accounting Review*, Vol. 73, p. 119-129.
- Eng L.L., Mak Y.T. (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, p. 325-345.
- Francis J., Hanna J.D., Philbrick D.R. (1997), "Management Communication with Securities Analysts", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 24, p. 363-394.
- Higgins R.B., Bannister B.D. (1992). "How corporate communication of strategy affects share price", *Long Range Planning*, Vol. 25, p. 27-35.
- Hooks J., Coy D., Howard D. (2002), "The Information Gap in Annual Reports", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 4, p. 501-22.
- Hossain M., Tan L. M., Asams M. (1994), "Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the K.L. Stock Exchange", *International Journal of Accounting*, Vol. 29, p. 334-351.
- Huafang X, Jianguo Y. (2007), "Ownership Structure, Board Composition and Corporate Voluntary Disclosure", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, p. 604-619.
- Jason S., Vegelius J. (1979), "On Generalization of the G Index and the phi Coefficient to Nominal Scales", *Multivariate Behavioral Research*, Vol. 14, p. 255-269.
- Jensen M. C., Meckling W. C. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, p. 5-50.
- Krippendorff K. (1980), *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*, Sage Publications, Beverly Hills (CA).
- Lago U, Minoja M. (1998), *Gestione strategica nelle PMI: una raccolta di casi*, Egea, Milano.

- Lombard M., Snyder-Duch J., Campanella Bracken C. (2002), "Content Analysis in Mass Communication: Assessment and Reporting of Intercoder Reliability", *Human Communication Research*, Vol. 28, p. 587-604.
- Makhija A. K., Patton J. M. (2004), "The Impact of Firm Ownership Structure on Voluntary Disclosure: Empirical Evidence from Czech Annual Reports", *The Journal of Business*, Vol. 77, p. 457-491.
- Marini D. (a cura di) (2008), *Fuori dalla Media. Percorsi di sviluppo delle imprese di successo*, Marsilio Editore, Venezia.
- Mazzola P. (2003), *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Università Bocconi Editore, Milano.
- McKinnon J.L., Dalimunthe L. (1993), "Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies", *Accounting and Finance*, Vol. 33, p. 33-50.
- Meek G.K., Robert C.B., Gray S. (1995), "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US UK and Continental European Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies*, Vol. 3, p. 555-72.
- Mitchell K.D., Chia C.W.L., Loh A.S. (1995), "Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol. 35, p. 1-16.
- Neuendorf K.A. (2002), *Content Analysis. Guidebook*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Pontarollo E., Casè M. (2007), "Il private equity e l'industria italiana", *L'industria*, Vol. 4, p. 607-624.
- Quagli A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, Franco Angeli, Milano.
- Schadewitz H.J. Blevins D.R. (1998), "Major Determinants of Interim Disclosures in Market", *American Business Review*, Vol. 1, p. 41-55.
- Simon H. (2001), *Campioni nascosti: come le piccole e medie imprese hanno conquistato il mondo*, Sperling & Kupfer Editori, Torino.
- Simon H., Zatta D. (2007), "Piccoli leader del mercato globale. I fattori di successo dei campioni nascosti", *L'impresa*, n. 3, p. 42-48.
- Teoh S. H., Wong T. J. (1993), "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient", *Accounting Review*, Vol. 68, p. 346-66.
- Tilt C. A. (1994), "The Influence of External Pressure Groups on Corporate Social Disclosure: Some Empirical Evidence", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 7, p. 47-72.
- Unerman J. (2000), "Methodological issues. Reflections on Quantification in Corporate Social Reporting Content Analysis", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 13, p. 667-680.
- Unioncamere - Mediobanca (2011), *Le piccole e medie imprese nell'economia italiana*, Franco Angeli, Milano.
- Varaldo R., Dalli D., Resciniti R., Tunisini A (2009), *Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale*, Franco Angeli, Milano.
- Weber R. P. (1985), *Basic Content Analysis*, Sage Publications, Beverly Hills (CA).

Allegato I

BUSN	Business description	OP	Operating data
BUS	Andamento generale dell'impresa	REV	Ricavi (quantità, prezzo, quota di mercato)
PROD	Prodotti/servizi principali	COST	Costi (numero di dipendenti, stipendi medi)
MKT	Mercati e segmenti di mercato	EMP	Soddisfazione e coinvolgimento dei lavoratori
PRO	Processi	PRODY	Produttività
MAC	Variabili macro economiche	RES	Risorse chiave
PAT	Brevetti, licenze commerciali, marchi e franchising	MAT	Materie prime (volumi e prezzi)
PROPS	Localizzazione natura e utilizzo di immobilizzazioni	QUAL	Qualità e soddisfazione dei clienti
RELA	Relazioni	INN	Innovazione
INP	Fattori produttivi	TIME	Timing nei processi chiave
REG	Variabili istituzionali e legislative	OUT	Punti vendita
DIST	Canali distributivi e commerciali	FL	Forward-looking information
IND	Andamento del settore	PLAN	Attività e piani per il raggiungimento degli obiettivi strategici
SEAS	Stagionalità e ciclicità del settore	RISK	Natura e cause di rischio
FIN	Financial information	OPP	Natura e cause di opportunità
PROF	Utile/perdita e indici di redditività (EPS)	FACINT	Condizioni interne necessarie (percezione del management)
SAL	Vendite	OTHF	Attese specifiche circa performance e risultati
CF	Cashflow	FACEXT	Condizioni esterne necessarie (percezione del management)
OTH	Altro	DIFF	Analisi degli scostamenti previsioni-risultati
DEBT	Debiti	EFF	Impatto economico-finanziario dei fattori di rischio e delle opportunità
GEAR	Leva finanziaria	NOT	Not Jenkins
INT	Interessi	EMPT	Dipendenti
TAX	Tasse	OTHLINK	Richiami intratestuali
CAPEX	Investimenti (spese in conto capitale)	COM	Impatto sul territorio
WC	Capitale circolante	STD	Standard contabili
INTCOV	Indici di liquidità	ENV	Ambiente
DIV	Dividendi	CUS	Clienti
PENS	Accantonamento TFR	OTHTH	Responsabilità sociale e rapporto gli stakeholders
MA	Management analysis	POLN	Politiche contabili e loro impatto
MKTM	Cause di cambiamento nell'apprezzamento da parte del mercato e dei clienti	CHYE	Cambiamento dell'anno contabile
PROFM	Cause della variazione della profittabilità	SUP	Fornitori
MACM	Natura ed effetti delle variabili macroeconomiche sulla passata gestione	IMP	Modalità di attuazione della strategia
OTHM	Cause di cambiamento (Altro)	VIS	Vision e mission

UNU	Natura ed effetti di transazioni ed eventi di natura straordinaria e non ricorrente sulla passata gestione	BOS	Broad objectives and strategy
RAT	Cause della variazione degli indici	OBJ	Obiettivi strategici e target
LIQ	Cause della variazione della liquidità e della struttura finanziaria	STRAT	Principali strategie
REGM	Natura e effetti delle variabili normative sulla passata gestione	CON SIS	Coerenza strategia-trends
FPOS	Cause della variazione della posizione finanziaria netta	IS	Industry structure
INN	Motivi alla base del cambiamento nell'innovazione	COMP	Intensità della concorrenza (anche potenziale)
SOC	Natura ed effetti delle variabili sociali	CUSI	Potere contrattuale dei clienti
TECH	Natura ed effetti delle variabili tecnologiche	SUPI	Potere contrattuale dei fornitori
POL	Natura ed effetti delle variabili politiche		
DEM	Natura ed effetti delle variabili demografiche		

Allegato II

SOCIETA'	a) Anno di quotazione	b) N anni di quotazione	c) Bilanci e relazioni annuali (n.)	d) Rapporto bilanci/anni quotazione (c/b)	e) Primo anno di Bilancio disp	f) Prin - IPO (n.)	g) Prin - AUM CAP (n.)	h) Prin - OP STRAOD. (n.)	i) Piano Strat & Piano Ind - (ultimo)	l) PS&PI - (n.)	m) PS&PI - Presentazione (ultima)	n) PS&PI Presentazione (n.)	o) Conference call e presentazioni alla comunità finanziaria (ultima)	p) Conference call e presentazioni alla comunità finanziaria (n.)	q) rapporto conference call/n anni quotazione (p/b)	r) STUDI ANALISTI (ultimo)	s) STUDI ANALISTI (n.)
Acotel group	2000	11	9	0,8	2002	1	-	-	-	-	-	-	2011	13	1,2	-	-
Aicon	2007	4	6	1,5	2005	1	-	-	-	-	2011	4	-	-	-	-	-
Arena	2003	8	9	1,1	2002	-	2	4	-	-	2007	1	-	-	-	-	-
B&C Speakers	2007	4	4	1,0	2007	-	-	-	-	-	-	-	2011	1	0,3	apr-11	4
Basic Net	1999	12	12	1,0	1999	1	1	3	-	-	-	-	2004	1	0,1	-	-
Bastogi	1972	39	10	0,3	2001	-	1	6	-	-	-	-	2009	2	0,1	-	-
Boero Bartolomeo	1982	29	6	0,2	2005	-	-	2	-	-	-	-	2010	4	0,1	-	-
Borgosesia	1990	21	9	0,4	2002	-	2	10	-	-	-	-	2006	1	0,0	giu-07	1
Cairo communication	2000	11	11	1,0	2000	-	-	3	-	-	-	-	2011	1	0,1	-	-
Caleffi	2005	6	9	1,5	2002	1	1	6	-	-	-	-	2010	9	1,5	-	-
Centrale del Latte	2000	11	11	1,0	2000	-	-	1	-	-	-	-	2011	17	1,5	mar-10	4
Cogeme Set	2006	5	7	1,4	2004	1	1	1	2006	3	-	-	2010	9	1,8	nov-06	1
Digital Bros	2000	11	6	0,5	2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dmail Group	2000	11	11	1,0	2000	1	-	1	-	-	2005	2	2011	11	1,0	ago-09	28
Dmt	2004	7	7	1,0	2004	-	-	-	-	-	2010	2	2011	26	3,7	-	-
Enervit	2008	3	3	1,0	2008	1	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Eurotech	2005	6	9	1,5	2002	1	1	3	-	-	2007	1	2011	33	5,5	-	-
Fidia	2001	10	12	1,2	1998	1	-	2	-	-	-	-	2011	22	2,2	set-01	9
Gas Plus	2006	5	8	1,6	2003	-	-	-	-	-	-	-	2011	18	3,6	-	-
Gruppo Minerali Maffei	2008	3	9	3,0	2002	1	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
It way	2001	10	13	1,3	1998	1	1	-	-	-	2011	14	2011	-	-	dic-10	5
Kerself	2006	5	5	1,0	2006	-	1	-	-	-	2010	1	2010	3	0,6	mag-10	27
Landi Renzo	2007	4	7	1,8	2004	-	-	-	-	-	-	-	2011	19	4,8	-	-
Le Buone Società	1999	12	6	0,5	2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

SOCIETA'	a) Anno di quotazione	b) N anni di quotazione	c) Bilanci e relazioni annuali (n.)	d) Rapporto bilanci/anni quotazione (c/b)	e) Primo anno di Bilancio disp	f) PrIn - IPO (n.)	g) PrIn - AUM CAP (n.)	h) PrIn - OP STRAOD. (n.)	i) Piano Strat & Piano Ind - (ultimo)	l) PS&PI - (n.)	m) PS&PI - Presentazione (ultima)	n) PS&PI Presentazione (n.)	o) Conference call e presentazioni alla comunità finanziaria (ultima)	p) Conference call e presentazioni alla comunità finanziaria (n.)	q) rapporto conference call/n anni quotazione (p/b)	r) STUDI ANALISTI (ultimo)	s) STUDI ANALISTI (n.)
Noemalife	2006	5	8	1,6	2003	1	-	-	-	-	2011	-	2011	3	0,6	-	-
Poligraf. F.S.	1999	12	13	1,1	1998	-	1	-	2009	9	-	-	2010	1	0,1	-	-
Rcf Group	2007	4	5	1,3	2006	1	-	-	-	-	-	-	2009	3	0,8	lug-05	15
Richard Ginori	2009	2	6	3,0	2005	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rosss	2008	3	5	1,7	2006	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sadi Servizi industriali	2002	9	9	1,0	2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Valsoia	2006	5	6	1,2	2005	1	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yoox	2009	2	2	1,0	2009	1	-	-	-	-	2011	4	2011	9	4,5	-	-

Lara Penco

Professore Associato di Economia e gestione delle imprese
Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Genova
Via Vivaldi, 5
16126 Genova
lpenco@economia.unige.it

Giorgia Profumo

Professore Associato di Economia e gestione delle imprese
Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Genova
Via Vivaldi, 5
16126 Genova
profumo@economia.unige.it

Giovanni Satta

Assegnista di ricerca
Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Genova
Via Vivaldi, 5
16126 Genova
giovanni.satta@cieli.unige.it