



# Economia Aziendale Online

## International Business Review

*La value relevance del bilancio sociale:  
il caso delle banche europee*

Concetta Carnevale - Maria Mazzuca - Sergio Venturini

Pavia, April, 2010  
N. 2/2010

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



PaviaUniversityPress

Electronic ISSN 1826-4719

Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.



## La value relevance del bilancio sociale: il caso delle banche europee

Carnevale C. – Mazzuca M. – Venturini S.

---

### Abstract

This paper aims to test whether the publication of a social report provides information about the firm's market value. We applied value-relevance analysis to the social reporting variable on a sample of 130 European listed banks, analysed from 2002 to 2008, to understand whether investors believe that the social report plays a role equivalent to that traditionally attributed to accounting variables.

Our findings do not show a significant correlation between the publication of a social report and the stock price. We conclude that investors do not attribute a value-relevant to social report. However, cross-country analysis shows that national realities are very different. In some countries, the social report is seen as value-relevant and positively affects the stock price; in other countries, the social report remains value-relevant but negatively affects the stock price.

---

### Abstract

L'obiettivo della ricerca consiste nel verificare se il documento di bilancio sociale concorre a determinare il valore di mercato dell'azienda e, quindi, capire se gli investitori assegnano al bilancio sociale un ruolo simile a quello che tradizionalmente attribuiscono alle variabili contabili. L'indagine è stata sviluppata applicando la value-relevance analysis ad un campione di 130 banche europee osservate nel periodo 2002-2008. I risultati ottenuti per l'intero campione dimostrano che la relazione tra il valore di mercato dell'azienda e la variabile bilancio sociale non è significativa. Si potrebbe, quindi, concludere che gli investitori non attribuiscono al bilancio sociale un value-relevant. Tuttavia l'analisi cross-country evidenzia realtà nazionali molto diverse tra loro: l'effetto del bilancio sociale sul prezzo azionario si dimostra significativo, anche se positivo per alcuni Paesi e negativo per altri.

---

**Keywords:** social report, value relevance, banche, disclosure.

### 1 – Introduzione

Negli ultimi anni il livello di interesse, da parte di accademici e manager aziendali, verso le tematiche collegate alla Corporate Social Responsibility (CSR) è notevolmente cresciuto, al punto da considerare la CSR come un importante elemento nella gestione dell'azienda moderna, capace di condizionare l'effettivo successo delle strategie deliberate. A prescindere dalle diverse motivazioni sottostanti ai processi di interiorizzazione della CSR, alcune ricerche

hanno dimostrato che il grado di attenzione verso la CSR può influenzare l'attività di lungo periodo dell'azienda (per esempio per effetto di azioni ritorsive poste in essere dagli stakeholders in risposta a comportamenti ritenuti poco attenti alla CSR) e che ad una minore considerazione di tali temi da parte dell'azienda corrisponde anche una maggiore probabilità di incorrere in difficoltà nel rapporto con i propri shareholders (Porter e Kramer, 2006). Frey (2006) analizza le motivazioni che spingono una banca ad adottare e comunicare gli impegni di responsabilità so-

---

Concetta Carnevale  
Dipartimento di Scienze Aziendali, Università della Calabria  
e-mail: c.carnevale@unical.it

Maria Mazzuca  
Dipartimento di Scienze Aziendali, Università della Calabria  
e-mail: maria.mazzuca@unical.it

Sergio Venturini  
Dipartimento di Scienze delle Decisioni, Università Bocconi  
e-mail: sergio.venturini@unibocconi.it

ziale. L'autore sostiene che questi intermediari finanziari tendono a gestire in chiave competitiva il tema della responsabilità sociale, spinte dalla volontà di migliorare in questo modo la propria reputazione e il rapporto di fiducia con gli stakeholders.

Forse queste poche considerazioni contribuiscono a giustificare il numero crescente di aziende che ogni anno pubblicano il *social report* (SR), vale a dire il documento ufficiale con il quale l'azienda rendiconta la propria CSR. Tuttavia, nonostante la crescente diffusione del documento, crediamo che non sia ancora emerso con chiarezza il reale "valore" che il mercato riconosce al SR. L'obiettivo di questa ricerca consiste, quindi, nel provare a comprendere se gli investitori attribuiscono un valore significativo all'informazione contenuta nel SR, cioè nel testare la *value relevance* del SR. Per raggiungere il nostro scopo andiamo a verificare l'esistenza di una possibile relazione tra il valore di mercato del titolo azionario e la pubblicazione del SR, osservando un campione composto da 130 banche europee quotate (Euro-12 zone) nel periodo compreso fra il 2002 e il 2008.

La scelta di focalizzare l'analisi sul settore delle aziende di credito è da ricondursi a diverse motivazioni. La prima è legata al fatto che le banche, in questi ultimi anni, sono tra le categorie di imprese che più ricorrono, in misura crescente di anno in anno, alla pubblicazione del SR (Viganò e Nicolai, 2009). Si tratta allora di capire meglio se questo fenomeno possa essere giustificato dall'importanza che gli investitori assegnano al documento. La seconda motivazione riguarda la possibilità di arricchire la limitata letteratura in tema di banche e CSR, soprattutto con riferimento al contesto italiano, rispetto al quale pochi sono gli studi che se ne occupano in maniera specifica. Ciò è vero nonostante il fatto che, soprattutto negli ultimi dieci anni, l'ABI (Associazione Bancaria Italiana), così come le altre associazioni internazionali, si siano più volte concentrate sulla questione del legame tra banca e responsabilità sociale (ABI, 2001a, 2003, 2004, GRI, 2002, 2008), anche fornendo indicazioni di natura operativa, modelli e linee guida per la rendicontazione sociale (ABI, 2001b, 2006, GRI, 2002, 2008). Gli studi condotti sinora argomentano in chiave critica su diverse questioni (prevalentemente di natura tecnica), tra cui la possibilità di applicare al settore bancario i concetti e gli strumenti della responsabilità sociale d'impresa (Dal Maso e Zanoni, 2002; Sella, 2003; Becchetti, 2005; Carosio, 2005), i modelli operativi destinati alla rendicontazione degli impegni di CSR (Birindelli e Tarabella, 2001), e il ruolo delle norme e dell'autoregolamentazione nella relazione tra banca e CSR (Granata, 2005). La terza motivazione è riconducibile all'evoluzione dell'approccio alla CSR da parte delle banche, sempre più attente alla gestione dei rischi indiretti. Alcuni studiosi sostengono che in passato le problematiche legate alla CSR non coinvolgevano direttamente le banche poiché né il loro processo

produttivo né tanto meno i loro prodotti (servizi finanziari) comportavano rischi e/o effetti direttamente connessi alla CSR (Viganò e Nicolai, 2009). L'enfasi veniva, infatti, posta maggiormente sui temi legati all'ambiente e solo successivamente su quelli di più stretta di natura sociale (Jeucken e Bouma, 1999; Jeucken, 2001, 2002, 2004). Negli anni più recenti, invece, la maggiore attenzione ai cosiddetti rischi indiretti (reputazione, qualità dei soggetti debitori, ecc.) sembra assegnare nuovo valore alle dimensioni della sostenibilità (Viganò e Nicolai, 2009). Da qui un filone di studi che tende a considerare la relazione tra CSR e banche in chiave strategica (Schmidheiny et al. 1996, Lundgren and Catusus, 2000, Bouma et al., 2001, Frey, 2006, Tanno e Lucani, 2009). Permane, tuttavia, la mancanza di attenzione da parte degli studiosi verso il tema degli effetti prodotti della CSR, e quindi del SR, sul valore di mercato delle banche, cui è invece riconducibile la nostra ricerca che si pone l'obiettivo di colmare questo gap.

I risultati ottenuti dalla ricerca mostrano una realtà complessa. Considerando l'intero campione di riferimento, possiamo affermare che il mercato non attribuisce alla pubblicazione del SR un valore rilevante e statisticamente significativo. Le stime dimostrano, infatti, che la relazione esistente tra la pubblicazione del SR e il prezzo di mercato del titolo azionario non è significativa. Questa conclusione è valida anche quando valutiamo il potenziale effetto indiretto del SR, cioè la possibilità che il documento sia in grado, grazie alle informazioni rese note, di aumentare la rilevanza delle altre variabili contabili tradizionalmente capaci di influenzare il prezzo dell'azione, vale a dire l'earning per share (EPS) e il book value per share (BPS). I risultati cambiano muovendo un'analisi cross-country. Le stime condotte separatamente per ogni singolo Paese compreso nella zona Euro-12 mostrano situazioni nazionali molto differenti tra loro. Mentre in alcuni Paesi del campione la pubblicazione del SR esercita un'influenza positiva e significativa sul prezzo del titolo azionario, in altri Paesi tale influenza rimane significativa ma assume segno negativo. Di conseguenza, l'effetto combinato delle specifiche realtà nazionali tende ad annullare la significatività di ogni relazione nello sviluppo delle stime per l'intero campione.

Rispetto alla letteratura esistente questo paper apporta diversi contributi al dibattito accademico, sia perché va a testare se la pubblicazione del SR assume un valore rilevante nella formazione del prezzo del titolo azionario, sia perché estende la *value relevance analysis* alle variabili non contabili legate alla CSR, ed in particolare alla pubblicazione del SR.

Inoltre, la nostra analisi può essere considerata come un primo tentativo di misurazione del valore che il mercato riconosce al documento attraverso il quale la banca rendiconta agli stakeholders i propri impegni di CSR.

Il lavoro è organizzato come segue. Nel secondo paragrafo viene proposta una rassegna della principale letteratura esistente sugli studi condotti in materia di CSR, e di SR in particolare, e di applicazioni della value relevance analysis a variabili non finanziarie. Il terzo paragrafo esplicita la struttura dell'indagine (ipotesi di ricerca, metodologia di analisi, composizione del campione e variabili impiegate per l'analisi di regressione). Nel quarto paragrafo vengono discussi i modelli valutativi applicati ed i risultati ottenuti nell'analisi empirica. Infine, il quinto paragrafo prova ad offrire una possibile interpretazione dei risultati ottenuti e a suggerire alcune conclusioni.

## 2 – Rassegna della letteratura

Il dibattito scientifico sulla CSR si è sviluppato nella seconda metà del secolo scorso grazie al contributo di numerosi ricercatori i quali, seguendo differenti approcci metodologici, a partire dai più generali concetti della responsabilità sociale e dello sviluppo sostenibile, hanno affrontato e sviluppato i vari aspetti strategici ed operativi connessi all'implementazione del sistema di gestione e rendicontazione della CSR (Moskowitz, 1972; Carroll, 1979,1991; Rappaport, 1986; Meznar et al., 1992; Pinkston e Carroll, 1996; Zadek, 2001; Zadek et al., 1997).

La nostra ricerca prende spunto dal più generale aspetto della rendicontazione della CSR per focalizzare l'attenzione sulla rilevanza che il mercato azionario attribuisce al SR. Si tratta, quindi, di un lavoro riconducibile al filone di studi di market based accounting, diretto a testare il valore del documento di rendicontazione sociale.

Il tema di cui ci occupiamo coinvolge varie aree di ricerca. Voler indagare se il SR assume un valore rilevante nel processo di formazione del valore di mercato dell'azienda significa, da un lato guardare alle relazioni esistenti tra la CSR e le performance aziendali, e più in dettaglio tra il SR e la quotazione dei prezzi azionari, dall'altro osservare se alcune tipologie di stakeholders, cioè gli investitori, assegnano al SR un ruolo pari a quello tradizionalmente attribuito alle variabili di bilancio. Ciò vuol dire trattare congiuntamente temi, quali la CSR, il SR e la value relevance analysis, per i quali esiste una letteratura, più o meno consolidata, che tuttavia non offre una panoramica da cui si evince una interpretazione esaustiva dei possibili legami che collegano tutte insieme queste tematiche. Nel corso degli anni le ricerche condotte sulla CSR, e sul SR in particolare, sono state focalizzate su alcuni fondamentali aspetti (Deegan, 2002): *perché le aziende redigono il SR* (Milner e Adler, 1999; Rusconi, 2004; Gao et al., 2005; Solomon e Solomon, 2006); *cosa spinge i managers a prestare particolare cura nella predisposizione e pubblicazione del SR* (Rusconi, 1988; Hinna, 2002; O'Dwyer, 2002; Cormier et al., 2005; Adams e McNicholas, 2007); *quali sono le*

*criticità connesse alle diverse modalità di redazione del SR ed alla reale capacità informativa del documento per gli stakeholder interessati* (Gray, 1996; Gonella et al., 1998; Molteni, 2000; Campedelli, 2005; Cooper e Owen, 2007); *come gli stakeholders reagiscono alla pubblicazione di un SR* (Belkaoui, 1976; Epstein e Freedman, 1994; Berthelot et al., 2003; Freedman e Patten, 2004; Barnett, 2007); *quale relazione esiste tra le caratteristiche (strutturali, finanziarie, ecc.) dell'azienda e la sua propensione a fornire informazioni sugli impegni assunti in materia di CSR* (Ullmann, 1985; Mathews, 1987; Murray et al., 2006). Su questo ultimo tema Gray et al. (2001) offrono un'interessante analisi dei motivi per i quali le precedenti ricerche hanno spesso prodotto risultati contraddittori e, talvolta, poco significativi. Gli autori individuano la principale causa di fallimento degli studi precedenti nella volontà dei ricercatori di costruire un background condiviso, nonostante la difficoltà di ricondurre ad un paradigma generale tanto la disclosure volontaria quanto quella obbligatoria. Tuttavia, le realtà nazionali sono molto diverse fra loro e spesso ciò che rappresenta disclosure obbligatoria per un'azienda che opera in un Paese non è da considerarsi tale per una sua omologa, operante in un'altra situazione territoriale. Quindi non esiste un'omogeneità planetaria in materia di disclosure volontaria e disclosure obbligatoria e tale disomogeneità vale sia per l'oggetto della disclosure che per il volume della stessa (dimensione qualitativa e quantitativa della disclosure).

Un'altra importante area di ricerca è rappresentata da quegli studi condotti con l'obiettivo di indagare la relazione tra CSR e business performance. Questo gruppo di studi utilizza vari metodi statistici per esaminare la relazione tra Corporate Social Performance (CSP), usata come misura della CSR (De Bakker et al., 2005; Barnett, 2007), e Corporate Economic Performance (CEP), (Spicer, 1978; Aupperle et al., 1985; Jaggi e Freedman, 1992; Margolis e Walsh, 2001; Slapničar, 2006).

Altri studiosi hanno focalizzato le loro ricerche sull'analisi delle relazioni esistenti tra CSP e Corporate Financial Performance (CFP) (Cochran e Wood, 1984; McGuire et al., 1988; Griffin e Mahon, 1997; Waddock e Graves, 1997; Belkaoui, 1999; Richardson et al., 1999; Orlitzky, 2001; Orlitzky e Benjamin, 2001; Roberts e Dowling, 2002; Orlitzky et al., 2003; Mahoney e Roberts, 2007; Surroca e Tribò, 2008; Wahba, 2008). Nella maggior parte degli studi che hanno comparato la CFP delle aziende che pubblicano il SR con la CFP di quelle che non pubblicano il SR, l'attenzione è stata concentrata innanzitutto sulle misure di performance dello share price. Per esempio, Murray et al. (2006) indagano la correlazione tra il volume di informazione prodotta nell'environmental reporting e lo share price return utilizzando un campione costituito dalle prime 100 aziende del Regno Unito tra il 1988 e il 1997. I risultati ottenuti eviden-

ziano la mancanza di una possibile associazione tra il volume di disclosure dell'environmental reporting e lo share price return.

Nell'ambito delle ricerche focalizzate sulla relazione tra CSR e CFP, vari studiosi hanno utilizzato la metodologia dell'event study (Aintablian et al., 2007; Becchetti et al., 2007).

Anche in questi casi i risultati sono piuttosto controversi, al punto che vari ricercatori criticano la reale applicabilità di questa metodologia di analisi per investigare le relazioni tra CSR e CFP (Worrell et al., 1991; Davidson et al., 1994; McWilliams e Siegel, 1997; McWilliams et al., 1999; Posnikoff, 1999; McWilliams e Siegel, 2000).

La breve panoramica presentata sui contributi offerti da vari studiosi sulle diverse dimensioni della CSR, sia pure non strettamente collegati al nostro tema di ricerca, ci permette da un lato di meglio inquadrare la tematica affrontata nel presente lavoro, avvalendoci dei risultati ottenuti nei precedenti studi nonché delle interpretazioni offerte sui fenomeni analizzati, dall'altro di focalizzare l'oggetto della nostra ricerca su quell'aspetto della CSR, vale a dire il "valore" del SR, secondo noi meno esplorato, per interpretare il quale, tuttavia, non è possibile prescindere da una conoscenza più ampia delle varie implicazioni strategiche ed operative delle diverse dimensioni della CSR.

Come detto in precedenza, infatti, lo scopo di questo paper è indagare se la pubblicazione del SR è un value-relevant capace di catturare e/o riassumere informazioni che riguardano il valore di mercato dell'azienda, cioè se lo stock price è influenzato dalla pubblicazione del SR.

Il concetto di value-relevant non è nuovo in letteratura (Miller e Modigliani, 1966). Negli studi di market-based accounting, un valore contabile è definito come value-relevant se esso presenta un'associazione predittiva con il valore di mercato dell'azienda (Amir et al., 1993).

Il modello concettuale di analisi di value-relevance più conosciuto è quello proposto da Ohlson (1995), utilizzato nel corso degli anni da numerosi ricercatori per lo sviluppo delle proprie ricerche.

La maggior parte degli studi di value-relevance analysis si focalizza su variabili di tipo contabile, vale a dire valori derivanti dal bilancio e/o ottenuti attraverso sue riclassificazioni (Biddle et al., 1997; Collins et al., 1997; Hung, 2000; Barth et al., 2001; Holthausen e Watts, 2001; Aboody et al., 2002; Zhao, 2002; Brown e Sivakumar, 2003; Cazavan e Jeanjean, 2003; Graham et al., 2003; Lapointe Antunes et al., 2006).

Nel corso degli anni, la value-relevance analysis ha conosciuto diverse varianti del modello originario che hanno consentito di applicarne l'impostazione concettuale agli studi condotti per indagare l'impatto sullo stock price di variabili non contabili (Amir e Lev, 1996; Lev e Sougiannis, 1996; Hughes, 2000; Hirschey et al., 2001; Xu et al., 2007). La nostra atten-

zione muove proprio verso questi sviluppi della value relevance analysis, i quali ci permettono di ampliare l'orizzonte applicativo della metodologia di valutazione. In particolare, il nostro interesse si concentra su quelle applicazioni di value relevance finalizzate a valutare l'impatto delle molteplici dimensioni collegate alla CSR sul valore di mercato dell'azienda.

In questa direzione assumono particolare rilievo gli studi condotti, tra gli altri, da Feldman et al. (1996), Hassel et al. (2005), Cormier e Magnam (2007) e Sinkin et al. (2008).

Feldman et al. (1996) sviluppano un modello di value relevance analysis su un campione di 330 aziende inserite nell'indice S&P500 ed osservate in due periodi distinti: 1980-1987 e 1988-1994. L'obiettivo degli studiosi consiste nell'esaminare la relazione esistente tra il sistema di gestione ambientale attuato dall'azienda e la volatilità del prezzo del titolo azionario (share price volatility).

Gli autori affermano che esiste un'associazione significativa ma negativa tra la qualità del sistema di gestione ambientale adottato dall'azienda, misurata in base alla informativa volontaria pubblicata, e la volatilità del prezzo azionario, misurata in termini di beta.

Hassel et al. (2005) propongono di applicare la value relevance per analizzare la relazione esistente tra valore di mercato dell'azienda e l'environmental performance. Nel loro schema di ricerca gli autori assumono che il valore di mercato dell'azienda è funzione del suo book value, dell'earning e di un indice di environmental performance. I risultati, ottenuti su un campione costituito dalle aziende svedesi quotate tra il 1998 e il 2000, indicano l'esistenza di una relazione negativa e statisticamente significativa tra il valore di mercato dell'azienda e la sua environmental performance.

Cormier e Magnam (2007), utilizzando la value relevance analysis, provano ad analizzare l'impatto dell'environmental reporting sul prezzo del titolo azionario e, quindi, a studiare la relazione esistente tra l'earning e il valore di mercato dell'azienda.

Gli studiosi sviluppano un modello di analisi in cui lo stock market price è definito come variabile dipendente del book value per share, dell'earning per share, dell'environmental reporting e della variabile di interazione  $\text{earning per share} \times \text{environmental reporting}$ .

La variabile environmental reporting comprende soltanto le informazioni ambientali che l'azienda decide di fornire all'esterno su base volontaria. Per testare in che modo il contesto specifico di ogni singolo Paese possa influenzare l'impatto che l'environmental reporting produce sul prezzo del titolo azionario, Cormier e Magnam conducono la loro indagine su tre campioni di aziende distinti per singolo Paese: Canada, Francia e Germania. Le stime evidenziano un risultato fondamentale: gli effetti prodotti dall'environmental reporting non sono omogenei.

Infatti, mentre la decisione di redigere l'environmental reporting produce un moderato impatto sulla rilevanza, e quindi sulla valutazione dell'earning dell'azienda tedesca da parte del mercato, la stessa decisione non presenta alcuna significatività per la valutazione dell'earning delle aziende canadesi e francesi.

Le conclusioni a cui giungono gli autori richiamano la necessità di dover controllare i fattori di endogeneità delle aziende (settore, mercato, rapporti con i media, disclosure, ecc.) in modo da poter pienamente cogliere e generalizzare gli effetti prodotti dall'environmental reporting sull'earning riconosciuti dal mercato.

Sinkin et al. (2008) indagano la possibile relazione tra l'adozione di eco-efficient business strategies e il valore di mercato dell'azienda utilizzando il modello di Ohlson.

Al fine di verificare la value relevance dell'environmental information, gli autori offrono una estensione del modello originario, includendo nello stesso una misura di environmental performance assunta come variabile indipendente rispetto alla dimensione dell'azienda.

Essi giungono alla conclusione che l'adozione di eco-efficient business strategies è positivamente correlata al valore di mercato dell'azienda. I risultati della loro analisi, condotta su 431 aziende, indicano, infatti, che le aziende eco-efficienti presentano consistenti e più alti valori di mercato rispetto alle aziende non eco-efficienti.

Pur essendo le ricerche sopra descritte centrate sull'environmental reporting e/o performance, che tuttavia rappresenta soltanto una delle molteplici dimensioni del SR (Belkaoui, 1999; Carroll, 1999; Cooper e Owen, 2007), questi lavori offrono importanti spunti di riflessione per lo sviluppo della nostra ricerca almeno sotto due aspetti.

Da un lato, attraverso l'utilizzo di differenti variabili contabili (earning piuttosto che dividendi, ecc.), inserite di volta in volta nei modelli valutativi utilizzati sulla base degli obiettivi conoscitivi propri di ogni ricerca, conferiscono elasticità all'analisi di value relevance e permettono di cogliere gli aspetti conoscitivi "rilevanti" nelle varie casistiche indagate.

Dall'altro, essi definiscono un background scientifico di riferimento per l'applicabilità dell'analisi di value relevance alla valutazione delle variabili non-finanziarie riconducibili alla CSR, e di riflesso al SR.

Rispetto a questa ultima variabile (SR) di particolare interesse sono le ricerche sviluppate da Greeves e Ladipo (2004) e da Niskala e Schadewitz (forthcoming).

Greeves e Ladipo (2004) utilizzano la value relevance analysis per verificare l'esistenza di un vantaggio per l'azienda nel fornire la disclosure volontaria collegata alla CSR.

A tal fine gli studiosi testano la relazione tra la pubblicazione del SR e la performance aziendale. Nel modello valutativo utilizzato il valore di mercato dell'azienda è espresso in funzione del beta (quale misura di volatilità del prezzo azionario), del tasso di crescita annuo dei ricavi negli ultimi cinque anni e del reddito operativo degli ultimi cinque anni.

L'indagine viene sviluppata su tre panel di aziende: a) l'insieme delle aziende inserite nell'indice S&P1200; b) l'insieme delle aziende inserite nell'indice S&P 1200 che contemporaneamente pubblicano il SR in base alle linee guida di GRI; c) l'insieme delle aziende che pubblicano il SR in base alle linee guida di GRI ma che non sono inserite nell'indice S&P1200.

I risultati ottenuti mostrano chiaramente che le aziende che pubblicano il SR in base alle linee guida GRI, a prescindere dall'essere o meno inserite nell'indice S&P 1200, presentano redditi operativi più alti e beta più bassi.

Più complesso si presenta, invece, il risultato relativo al tasso di crescita dei ricavi: l'indicatore, infatti, in prima istanza sembrerebbe essere a favore delle aziende che non pubblicano il SR; mentre, comparando i valori ottenuti rispettivamente per le aziende inserite in S&P1200 che non pubblicano il SR con quelli del campione relativo alle aziende inserite in S&P1200 che pubblicano il SR, il risultato si capovolge a favore di queste ultime.

Niskala e Schadewitz (forthcoming) propongono uno studio di value relevance del SR su un campione costituito dalle aziende finlandesi quotate nel periodo 2002-2005 che redigono il SR in base alle linee guida emanate da GRI.

L'obiettivo degli autori consiste nell'indagare gli effetti del SR sul valore di mercato dell'azienda al fine di stabilire se l'esistenza del SR offre una ulteriore spiegazione del *firm value*.

Nel modello valutativo utilizzato il valore di mercato dell'azienda è funzione del book value, dell'earning e del SR.

La variabile SR è espressa come proxy per tutte le altre informazioni che potrebbero assumere valore rilevante per l'investitore e presenta valore zero o uno a seconda se l'azienda redige il SR in base alle linee guida GRI o meno.

I risultati ottenuti mostrano che il SR, inteso quale GRI responsibility disclosure, rappresenta un importante elemento esplicativo del valore che il mercato assegna all'azienda.

All'interno dei pochi studi condotti per testare la rilevanza della CSR, la nostra ricerca si inserisce nel dibattito scientifico con l'obiettivo di indagare la possibile relazione tra il SR e il valore che il mercato riconosce all'azienda che si impegna a rendere pubblico il proprio impegno nella CSR attraverso la pubblicazione del SR.

In questa prospettiva pensiamo che il nostro lavoro possa contribuire allo sviluppo della letteratura sotto tre aspetti.

Innanzitutto esso arricchisce la letteratura esistente sull'analisi di value relevance applicata alle variabili non contabili.

In secondo luogo, il lavoro contribuisce allo sviluppo della limitata letteratura sulla value relevance del SR.

In terzo luogo, la ricerca concorre ad ampliare le analisi di value relevance condotte sul settore bancario, per il quale il dibattito scientifico e la precedente letteratura sono più centrati sui temi della disclosure dei derivati (Venkatachalam, 1996), del fair value disclosures, del fair value estimations, ovvero su altri metodi di stima (Barth, 1994; Barth et al., 1996; Eccher et al., 1996; Nelson, 1996).

Eppure è dato osservare che le banche mostrano una sempre crescente attenzione al SR e rappresentano ad oggi il settore in cui la pubblicazione del documento è maggiormente diffusa.

### 3 – Ipotesi e data setting

#### 3.1 – Ipotesi

L'obiettivo della ricerca consiste nell'investigare se, ed eventualmente in quale misura, la pubblicazione del SR da parte della banca assume rilevanza nel processo di formazione del prezzo di mercato del titolo azionario. In altre parole, vogliamo verificare se il prezzo a cui l'investitore è disposto ad acquistare le azioni della banca è influenzato dalla pubblicazione del documento con cui la banca comunica il proprio impegno di CSR.

Noi pensiamo che la pubblicazione del SR possa produrre effetti sul prezzo azionario in vario modo. Ad un primo livello riteniamo che di per se la semplice pubblicazione del documento offra agli investitori una maggiore informativa sulle condizioni gestionali della banca, in aggiunta quindi alle informazioni derivanti dai contenuti specifici del classico bilancio di esercizio.

Ciò vale soprattutto con riferimento alla potenzialità di disclosure che il SR potrebbe offrire rispetto al sistema rischi-opportunità collegati a quelle dimensioni informative che tradizionalmente non trovano esplicitezza nel bilancio di esercizio.

Ma la pubblicazione del SR può assumere il ruolo di informazione rilevante nel processo di formazione del prezzo del titolo azionario anche agendo in via indiretta.

E' nostra opinione, infatti, che l'investitore può percepire il documento di SR quale fonte di informazione ulteriore sulla natura, sulla composizione e sul trend delle classiche variabili contabili, vale a dire book value per share (BPS) e earning per share (EPS).

In questo caso la variabile SR agirebbe sul prezzo azionario in via indiretta poiché, offrendo una ulteriore disclosure dei valori di BPS e EPS, potrebbe interagire con gli stessi, modificando la rilevanza che gli investitori assegnano alle singole variabili di BPS e EPS.

Ad esempio, se dalla lettura del SR dovesse emergere una potenziale passività per l'azienda nel prossimo futuro, è naturale attendersi che l'investitore tenderà, nel suo processo valutativo, ad assegnare alla variabile BPS una minore rilevanza rispetto a quella che assegnerebbe alla stessa variabile contabile in assenza dell'informazione contenuta nel SR.

Il costrutto logico trova validità anche con riferimento agli effetti che il SR potrebbe generare sulla variabile EPS. In tutti questi casi, quindi, la variabile SR diventa rilevante per il suo possibile effetto sulle altre variabili contabili rilevanti.

Sulla base delle precedenti considerazioni, nello sviluppo delle nostre ipotesi di ricerca assumiamo che il SR possa produrre effetti sul prezzo del titolo azionario sia direttamente, agendo singolarmente nel modello valutativo come una variabile rilevante, sia indirettamente, cioè interagendo con le altre variabili contabili e modificandone la value-relevance.

L'analisi è, quindi, strutturata con l'obiettivo di testare due specifiche ipotesi:

- h<sub>1</sub>) la pubblicazione del SR influenza direttamente il prezzo del titolo azionario poiché gli investitori assegnano al documento di SR un valore rilevante, capace di esprimere parte del valore di mercato della banca;
- h<sub>2</sub>) la pubblicazione del SR influenza indirettamente il prezzo del titolo azionario perché gli investitori trovano nel documento di SR ulteriori informazioni, capaci di modificare la rilevanza assegnata alle tradizionali variabili contabili.

#### 3.2 – Campione

Per testare le nostre ipotesi di ricerca (h<sub>1</sub> e h<sub>2</sub>) abbiamo selezionato un campione costituito da tutte le banche europee quotate appartenenti alla zona Euro-12, analizzandole nel periodo compreso tra il secondo trimestre 2002 e il secondo trimestre 2008. Si tratta, quindi, di un campione sbilanciato composto complessivamente da 130 banche. La scelta di utilizzare un campione sbilanciato è motivata da una considerazione fondamentale: nel periodo di riferimento molte banche europee sono state interessate da operazioni straordinarie (fusioni, incorporazioni, ecc.), quindi la scelta di un bilanciamento del campione avrebbe condotto all'esclusione dall'analisi di importanti realtà bancarie. Naturalmente l'adozione di un campione sbilanciato ha comportato la presenza di vari missing nell'analisi di regressione. La scelta del periodo di osservazione non è stata casuale.



Innanzitutto abbiamo cercato di eliminare, quanto più possibile, dalla nostra analisi gli effetti collegati agli sconvolgimenti registrati dalle borse europee a seguito dei fenomeni finanziari verificatisi nella seconda metà del 2008.

Questa prima riflessione ci ha spinto a fermare il nostro periodo di osservazione al secondo trimestre del 2008.

Anche la data di inizio del periodo di riferimento è stata dettata da alcune importanti riflessioni centrate sulla reale diffusione del SR in Europa.

Riteniamo che, nel processo di sviluppo e diffusione del fenomeno di SR, due fattori fondamentali abbiano ricoperto un ruolo cruciale: da un lato, la concreta formalizzazione della posizione dell'EU sulla *CSR issue* in generale e sul *social accounting* in particolare; dall'altro, l'effettiva disponibilità di *CSR reporting guidelines* e di modelli di SR realmente applicabili alle specifiche realtà aziendali.

Riguardo al ruolo-guida svolto dall'EU, è possibile affermare che la pubblicazione della COM 2001 366 e della COM 2002 347 ha sicuramente rappresentato un elemento decisivo nel processo di interiorizzazione della CSR, e del SR in particolare, da parte delle aziende operanti sul territorio europeo.

Di fatto, con le due COM sopra ricordate, per la prima volta l'EU ha ufficializzato la propria volontà ad indirizzare le future scelte di politica economica lungo i percorsi della sostenibilità, fornendo un chiaro orientamento volto a favorire un'informativa aziendale capace di coniugare le classiche dimensioni economico-finanziarie con una più ampia disclosure, che tenga conto anche delle tematiche dello sviluppo sostenibile.

Alle COM 2001 366 e 2002 347 sono seguiti, nel corso degli anni, altri documenti della commissione EU, diretti a specificare ulteriormente linee di indirizzo e raccomandazioni per i singoli Paesi dell'area, al fine di promuovere la diffusione dei principi della sostenibilità nella gestione operativa e strategica delle aziende.

L'altro fondamentale fattore, che a nostro avviso ha contribuito alla diffusione del SR nel mondo aziendale, è stata l'effettiva disponibilità di un *global framework* di riferimento, che non si esaurisca nella semplice formulazione di principi e/o *guidelines* generiche, ma costituisca un insieme coerente di principi redazionali e modelli di rendicontazione, sulla base dei quali muovere verso l'implementazione di un concreto sistema di *social reporting* aziendale.

Quanto affermato trova pieno riscontro nei risultati apparsi in vari studi (Clarkson et. al., 2008) condotti successivamente alla pubblicazione delle *Global Reporting Initiative guidelines* (GRI, 2002).

A partire dalle prime versioni delle linee guida GRI, infatti, molte aziende, bancarie e non, hanno iniziato a mostrare una sempre crescente attenzione alla sistematica misurazione e rendicontazione della propria *social responsibility*. Ciò ha spinto GRI ad elabo-

rare e pubblicare, nel corso degli anni, specifiche linee guida, frequentemente rivisitate, per ogni settore di attività, incluso il settore bancario per il quale l'ultimo aggiornamento di settore si è avuto lo scorso anno (GRI, 2008).

Un altro importante *framework*, costruito specificatamente per il settore bancario, è contenuto in un documento elaborato e pubblicato dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI) in collaborazione con IBS-Istituto Europeo per il Bilancio Sociale e KPMG, con lo scopo di fornire alle banche italiane, che da sempre hanno mostrato particolare interesse verso la CSR, un utile modello di SR (ABI, 2001b).

Per verificare le ipotesi poste alla base della scelta di inizio del periodo di osservazione, abbiamo condotto un'indagine sui siti web delle banche inserite nel campione di riferimento.

In particolare abbiamo concentrato la nostra attenzione sulle sezioni dedicate alla CSR (se esistente) e alle *Investors Relations*, vale a dire su quelle pagine dei siti aziendali in cui le banche rendono disponibili non solo i SRs, ma anche tutte le altre informazioni relative al processo di implementazione e sviluppo della propria CSR.

I risultati ottenuti dall'indagine mostrano che: a) le banche che pubblicano il SR sono complessivamente 73 (oltre il 56% del campione), di cui 17 (circa il 13%) hanno pubblicato il documento senza soluzione di continuità nel periodo di riferimento, mentre altre 56 banche (circa il 43%) hanno iniziato a pubblicare il SR nel corso del periodo di osservazione; b) tenuto conto dello sbilanciamento del campione, dovuto alle cause sopra esposte, risulta che oltre l'80% della banche che pubblicano il SR ha iniziato a farlo a partire dal 2002-2003; c) i principi, le linee guida ed i modelli maggiormente utilizzati per redigere il SR (sia pure con minime varianti) sono quelli suggeriti da GRI e da ABI.

### 3.3 – Dati

I dati necessari per sviluppare l'analisi di regressione presentano diversa natura e ciò ha comportato la necessità di ricorrere a differenti metodologie di selezione-estrazione.

Per quanto riguarda le informazioni concernenti la variabile SR abbiamo fatto riferimento ai risultati ottenuti nell'indagine condotta sui siti web delle banche inserite nel campione di riferimento, come sopra specificato. I dati relativi alle variabili contabili usate nel modello di regressione sono stati, invece, estrapolati dal database Datastream.

In particolare, i valori del book value per share (BPS) e dell'earning per share (EPS) sono quelli comunicati dalle banche nei quarterly reports.

Tale scelta è stata dettata da una considerazione fondamentale: la pubblicazione del documento di SR da parte delle banche non avviene, come per il classi-

co bilancio, su base annuale al termine dell'esercizio, bensì in diversi momenti dell'anno, generalmente in coincidenza di un quarterly report.

Per tale motivo, al fine di testare l'eventuale value-relevance abbiamo cercato di collegare i valori delle variabili di regressione su base trimestrale.

I valori del prezzo del titolo azionario (P), anch'essi estrapolati da Datastream, sono quelli registrati dieci giorni dopo la pubblicazione dei quarterly reports.

La scelta di utilizzare il prezzo di mercato registrato dopo dieci giorni dalla pubblicazione dei quarterly reports è motivata dal fatto che, trascorso tale intervallo di tempo è naturale attendersi che le informazioni contenute nei quarterly reports si siano diffuse sul mercato e, quindi, abbiano iniziato a produrre i loro effetti sulla formazione del prezzo azionario.

Ad ulteriore prova (robustness test) dei risultati ottenuti, abbiamo sviluppato l'analisi di regressione utilizzando il prezzo registrato trenta giorni dopo la pubblicazione dei quarterly reports.

Ci rendiamo conto che la scelta di utilizzare i valori di P dopo dieci giorni può apparire soggettiva, e in parte lo è.

Tuttavia, la letteratura esistente in materia di value-relevance non indica una metodologia rigorosa e condivisa per stabilire un lag temporale di riferimento: la definizione del lag rientra tra le scelte dei ricercatori, i quali, per superare in parte questo limite, propongono la verifica dei risultati attraverso test di robustezza.

Poiché la nostra analisi si basa su dati trimestrali, abbiamo stabilito la durata del lag proporzionalmente a quello utilizzato frequentemente nelle analisi annuali di value-relevance.

Complessivamente sono state disponibili 3.250 osservazioni, ridotte a 1.600 nell'analisi di regressione a causa dei missing del database ed in conseguenza della scelta del campione sbilanciato (come sopra motivato).

## 4 – Analisi empirica

### 4.1 – Statistiche descrittive

A causa dell'elevata asimmetria delle distribuzioni, le variabili utilizzate nella ricerca sono state trasformate in scala logaritmica. Tale scelta ha implicato la perdita di circa il 3% delle banche incluse nel campione (quelle per le quali si è registrato un valore negativo dell'utile per azione)<sup>1</sup>.

Nella Tabella 1 vengono riportate le principali statistiche descrittive.

Il numero di dati mancanti è da ricondurre alla scelta di utilizzare un panel sbilanciato (per i motivi sopra esposti) ed ai missing del database.

La tabella 1 contiene le stesse misure statistiche per l'intero campione e per i due sotto-campioni delle banche che pubblicano e che non pubblicano il SR nel periodo considerato.

Si noti che le banche che pubblicano il SR presentano dei valori delle medie e delle mediane leggermente più elevati rispetto alle banche non pubblicano.

### 4.2 – Analisi di regressione

Per valutare l'effetto della pubblicazione del SR sui prezzi dei titoli azionari abbiamo proceduto alla stima di una serie di modelli di regressione per dati longitudinali i cui risultati vengono riportati nelle Tabelle 2 e 3.

La Tabella 2 presenta i risultati delle stime ottenute applicando i modelli di regressione ad effetti fissi (Wooldridge, 2002; Cameron e Trivedi, 2005).

I modelli ad effetti fissi utilizzati nell'analisi di regressione ci consentono di tener conto degli elementi di eterogeneità individuale di ogni soggetto/banca attraverso l'inclusione di un parametro (effetto fisso), che assume un valore diverso per ognuna delle banche incluse nel campione.

Una possibile alternativa a tale impostazione è rappresentata dai modelli ad effetti casuali, i quali però non sono presi in considerazione in questa sede poiché l'assunto che usualmente questi sottendono è che gli effetti casuali siano non correlati con gli altri regressori presenti nel modello, ipotesi non soddisfatta nel nostro caso. I modelli che ci apprestiamo a discutere impiegano una specificazione robusta per la stima degli standard error. Ciò permette di tener conto dell'eventuale presenza di eteroschedasticità e correlazione nei residui.

Il primo modello stimato rappresenta un test del modello tradizionale di *value relevance*, nel quale non prendiamo ancora in considerazione la variabile concernente la pubblicazione del SR poiché, in questa fase, il nostro obiettivo consiste nel testare la rilevanza delle classiche variabili contabili per il nostro campione:

$$(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

dove

- $(\log p)_{it}$  è il logaritmo del prezzo di mercato dell'azione per la banca  $i$ , nel trimestre  $t$ ;
- $(\log BPS)_{it}$  è il logaritmo del BPS per la banca  $i$ , nel trimestre  $t$ ;
- $(\log EPS)_{it}$  è il logaritmo dell'EPS per la banca  $i$ , nel trimestre  $t$ ;
- $\alpha_i$  è l'effetto fisso per la banca  $i$ ;
- $\varepsilon_{it}$  è il termine di errore.

<sup>1</sup> Le statistiche descrittive delle variabili sulla scala originale sono disponibili su richiesta.

Tabella 1. *Statistiche descrittive*

	Media	Mediana	Min	Max	Deviazione standard	Coefficiente di variazione
<i>Campione completo (n = 3.250)</i>						
Log-p10	3.023	2.925	-1.376	7.359	1.313	0.434
Log-p30	3.024	2.929	-1.241	7.434	1.314	0.435
Log-BPS	2.197	2.028	-1.852	5.887	1.399	0.637
Log-EPS	-1.194	-1.273	-6.908	3.739	1.632	-1.367
<i>Banche che pubblicano il bilancio sociale (n = 1.320)</i>						
Log-p10	3.098	3.025	-0.174	7.359	1.268	0.409
Log-p30	3.102	3.027	0.039	7.434	1.271	0.410
Log-BPS	2.351	2.125	-0.281	5.807	1.413	0.601
Log-EPS	-0.998	-1.053	-6.908	3.739	1.611	-1.614
<i>Banche che <u>non</u> pubblicano il bilancio sociale (n = 1.930)</i>						
Log-p10	2.971	2.855	-1.376	6.301	1.340	0.451
Log-p30	2.971	2.847	-1.241	6.292	1.341	0.451
Log-BPS	2.066	1.889	-1.852	5.887	1.374	0.665
Log-EPS	-1.364	-1.429	-6.908	3.300	1.631	-1.196

*Note:* Il campione consiste di 130 banche quotate in 12 mercati azionari della Euro-zona durante il periodo 2002-2008 (dal secondo trimestre del 2002 al secondo trimestre del 2008). P<sub>10</sub> e P<sub>30</sub> sono i prezzi dei titoli azionari registrati rispettivamente 10 e 30 giorni dopo la pubblicazione del quarterly report; BPS è il valore di book value per share, mentre EPS è il valore dell'earning per share.

La stima di [1] è riportata in Tabella 2 nella colonna 'Modello 1'.

Come si può verificare i valori di BPS ed EPS sono positivamente e significativamente associati con il prezzo di mercato del titolo azionario.

Tali risultati ci confortano in quanto in linea con la letteratura consolidata di value-relevance che riconosce al BPS e all'EPS relazioni significative con il prezzo.

Alla luce di questi risultati possiamo pensare che il nostro campione si comporta in maniera conforme all'universo indagato con la value-relevance analysis e, quindi, la metodologia di analisi può essere ulteriormente applicata.

Il secondo modello che abbiamo stimato prevede l'inclusione di una dummy con la quale inseriamo nelle nostre analisi la variabile della pubblicazione del SR, ovvero:

$$(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3 SR_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

dove  $SR_{it}$  indica la variabile dummy per la pubblicazione del SR per la banca  $i$  nel trimestre  $t$ .

La variabile dummy  $SR_{it}$  assume valore 1 se la banca pubblica il SR e valore 0 in caso contrario.

Le stime di [2] (Tabella 2, colonna 'Modello 2') continuano ad evidenziare che il BPS e l'EPS sono positivamente e significativamente associati con il prezzo di mercato dell'azione, ma allo stesso tempo che la dummy relativa alla variabile pubblicazione del SR non risulta essere significativa.

Al fine di testare la nostra seconda ipotesi - *la pubblicazione del SR può influenzare indirettamente il prezzo dell'azione attraverso l'interazione con le altre variabili contabili* - al precedente modello abbiamo aggiunto i termini di interazione della dummy con le variabili BPS e EPS. Il terzo modello utilizzato è dunque il seguente:

$$(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3 SR_{it} + \beta_4(\log BPS * SR)_{it} + \beta_5(\log EPS * SR)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

La stima del modello [3] è riportata in Tabella 2 nella colonna 'Modello 3'. I risultati ottenuti confermano l'associazione positiva e significativa dell'EPS e quella leggermente più debole del BPS.

Tabella 2. Stime di modelli di regressione ad effetti fissi

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4
Log-BPS	0.2415 (0.0160)	0.2400 (0.0227)	0.2099 (0.0605)	0.0101 (0.9385)
Log-EPS	0.1274 (0.0000)	0.1272 (0.0000)	0.1249 (0.0003)	0.0316 (0.6174)
SR		0.0058 (0.0759)	-0.1643 (0.2094)	-0.2841 (0.3162)
Log-BPS * SR			0.0655 (0.2697)	0.3504 (0.0646)
Log-EPS * SR			0.0037 (0.9215)	0.1035 (0.1394)
Log-BPS Squared				0.0708 (0.0529)
Log-BPS Sq. * SR				-0.0723 (0.0188)
Log-EPS Squared				-0.0177 (0.0322)
Log-EPS Sq. * SR				0.0205 (0.0471)
intercept	2.4475 (0.0000)	2.4477 (0.0000)	2.5206 (0.0000)	2.4487 (0.0000)
Numero di osservazioni	1600	1600	1600	1600
R-Squared	0.0955	0.0955	0.1001	0.1174
Adj. R-Squared	0.0944	0.0938	0.0972	0.1124
F-test	20.6479	13.8973	14.6232	13.5256
AIC	1002.0	1004.0	999.5	976.3

Note: La tabella riporta le stime per i seguenti modelli: Modello 1 =  $(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$ ; Modello 2 =  $(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3SR_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$ ; Modello 3 =  $(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3SR_{it} + \beta_4(\log BPS * SR)_{it} + \beta_5(\log EPS * SR)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$ ; Modello 4 =  $(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3SR_{it} + \beta_4(\log BPS * SR)_{it} + \beta_5(\log EPS * SR)_{it} + \beta_6(\log BPS^2)_{it} + \beta_7(\log EPS^2)_{it} + \beta_8(\log BPS^2 * SR)_{it} + \beta_9(\log EPS^2 * SR)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$  dove si assume  $\varepsilon_{it} \sim N(0, \theta)$ , mentre  $\alpha_i$  rappresenta un effetto fisso non noto a priori per la banca  $i$ -esima. BPS è il valore del book value per share; EPS è il valore dell'earning per share; SR è una variabile dummy uguale ad 1 se la banca pubblica il bilancio sociale e 0 se non lo pubblica; BPS\*SR è l'interazione tra la variabile dummy e BPS; EPS\*SR è l'interazione tra la variabile dummy e EPS. Per tutti i modelli di regressione i corrispondenti p-value sono riportati in parentesi.

Dall'altro lato, si nota ancora che il SR non è mai significativo, sia che si consideri l'effetto diretto sul prezzo, sia che si tenga conto anche dell'eventuale effetto mediato dalle altre variabili.

Al fine di valutare la robustezza del modello [3], abbiamo proceduto alla stima di un nuovo modello, in cui si sono aggiunti i termini quadratici per le variabili BPS ed EPS e per le loro interazioni con la variabile dummy SR:

$$(\log p)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{it} + \beta_2(\log EPS)_{it} + \beta_3SR_{it} + \beta_4(\log BPS * SR)_{it} + \beta_5(\log EPS * SR)_{it} + \beta_6(\log BPS^2)_{it} + \beta_7(\log EPS^2)_{it} + \beta_8(\log BPS^2 * SR)_{it} + \beta_9(\log EPS^2 * SR)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [4]$$

La Tabella 2 riporta nella colonna 'Modello 4' la stima di [4].

Anche in questo caso il SR risulta non influenzare in modo significativo il prezzo del titolo azionario. Quale ulteriore verifica della robustezza dei risultati ottenuti, abbiamo stimato tutti i modelli presentati utilizzando il prezzo dopo 30 giorni (robustness test).

Le nuove stime confermano pienamente i risultati ottenuti in precedenza<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Le stime dei modelli che utilizzano il prezzo dopo 30 giorni sono disponibili su richiesta.

Possiamo, quindi, giungere ad una prima conclusione, vale a dire che il mercato non sembra assegnare un valore rilevante alla pubblicazione del SR da parte delle banche europee.

La nostra indagine non si è limitata ad indagare gli effetti del SR a livello complessivo, cioè di intero campione.

Abbiamo voluto anche verificare la realtà di ogni singolo Paese per capire se i risultati precedentemente ottenuti trovano riscontro in tutte le situazioni nazionali, ovvero se esistono differenze territoriali.

Per valutare tali differenze abbiamo condotto una *cross-country analysis*.

Tabella 3. Stime di modelli di regressione ad effetti misti

	Modello 1	Modello 2
Log-BPS	0.3736 (0.0000)	0.4517 (0.0000)
Log-EPS	0.1403 (0.0000)	0.1137 (0.0000)
SR	-0.0395 (0.5607)	-0.0429 (0.5563)
Intercept	2.3058 (0.0000)	2.0091 (0.0000)
Var(_const)(2)	0.1685 (0.0000)	1.6741 (0.0098)
Var(lbps)(2)		0.3488 (0.0000)
Var(leps)(2)		0.0088 (0.0000)
Cov(_const,lbps)(2)		-0.7039 (0.0000)
Cov(_const,leps)(2)		-0.0266 (0.3706)
Cov(lbps,leps)(2)		0.0112 (0.3854)
Var(_const)(3)	0.1127 (0.0000)	0.1254 (0.0009)
Var(sr)(3)	0.0257 (0.0000)	0.0371 (0.0000)
Cov(_const,sr)(3)		-0.0660 (0.3983)
Var(residual)	0.1189 (0.0000)	0.0796 (0.0000)
Numero di osservazioni	1600	1600
Numero di parametri	8	14
Log-verosimiglianza	-754.4	-605.4
AIC	1525	1239

Note: La tabella riporta le stime per i seguenti modelli multilivello con effetti casuali annidati per la valutazione dell'effetto paese: Modello 1 =  $(\log p)_{ijk} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \beta_3 SR_{ijk} + \zeta_{ijk}^{(2)} + \zeta_{ijk}^{(3)} + \zeta_{ijk}^{(3)} SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk}$ ; Modello 2 =  $(\log p)_{ijk} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \beta_3 SR_{ijk} + \zeta_{ijk}^{(2)} + \zeta_{ijk}^{(2)} + \zeta_{ijk}^{(2)}(\log BPS)_{jk} + \zeta_{ijk}^{(2)}(\log EPS)_{jk} + \zeta_{ijk}^{(3)} + \zeta_{ijk}^{(3)} SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk}$  dove gli effetti casuali si assumono essere normalmente distribuiti e non-correlati nel Modello 1, ma correlati nel Modello 2. Inoltre, i residui si assumono  $\varepsilon_{it} \sim N(0, \theta)$  e indipendenti dagli effetti casuali. BPS è il valore di book value per share; EPS è il valore di earning per share; SR è una variabile dummy uguale ad 1 se la banca pubblica il bilancio sociale e 0 se non lo pubblica; BPS\*SR è l'interazione tra la variabile dummy e BPS; EPS\*SR è l'interazione tra la variabile dummy e EPS. Per tutti i modelli di regressione i corrispondenti p-value sono riportati in parentesi.

Abbiamo, quindi, stimato l'effetto paese utilizzando i modelli multi-livello con effetti casuali annidati (Rabe-Hesketh e Skrondal, 2008).

La Tabella 3 contiene i risultati dei modelli di regressione per la cross analysis.

Nello sviluppo dell'analisi abbiamo considerato la seguente gerarchia di livelli: i Paesi includono le diverse banche, ciascuna delle quali è oggetto di rilevazione trimestrale. In altri termini, il campione è composto da misure ripetute per le banche, le quali sono raggruppate in diversi Paesi.

La principale conseguenza derivante dall'utilizzo di una simile struttura è che le misurazioni riguardanti un medesimo Paese sono potenzialmente correlate tra di loro.

Nella colonna 'Modello 1' riportiamo le stime dell'Equ.[5], che incorpora l'eterogeneità ai tre diversi livelli includendo un effetto casuale  $\zeta_{jk}^{(2)}$  per le banche e gli effetti casuali  $\zeta_{0k}^{(3)}$  e  $\zeta_{1k}^{(3)}$  a livello di Paese:

$$\begin{aligned} (\log p)_{ijk} &= \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \beta_3 SR_{ijk} + \\ &+ \zeta_{jk}^{(2)} + \zeta_{0k}^{(3)} + \zeta_{1k}^{(3)} SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk} \\ &= (\beta_0 + \zeta_{jk}^{(2)} + \zeta_{0k}^{(3)}) + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \\ &+ (\beta_3 + \zeta_{1k}^{(3)}) SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk} \end{aligned} \quad [5]$$

dove l'indice  $i$  si riferisce ai trimestri, l'indice  $j$  alle banche e l'indice  $k$  ai Paesi.

Assumiamo, inoltre, che i diversi effetti casuali siano normalmente distribuiti e indipendenti l'uno dall'altro (Rabe-Hesketh e Skrondal, 2004).

Le stime del modello evidenziano, ancora una volta, la non significatività a livello individuale della pubblicazione del SR, la quale risulta invece influenzare in modo significativo l'eterogeneità osservata per la relazione tra il prezzo del titolo azionario e le altre variabili (vedi riga Var(sr)(3) in Tabella 3).

Il secondo modello, testato al fine di valutare l'impatto della pubblicazione del SR sul prezzo del titolo azionario in ogni Paese, include altri effetti casuali a livello individuale per i logaritmi del BPS e dell'EPS.

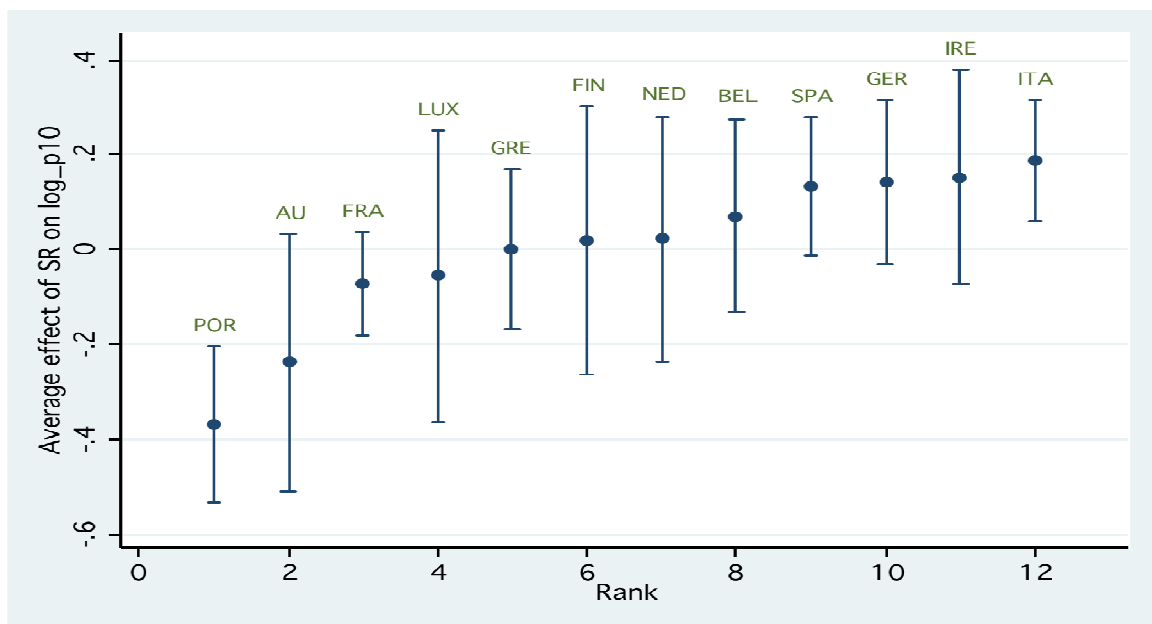
In questo modello si assume che gli effetti casuali possano essere correlati fra loro:

$$\begin{aligned} (\log p)_{ijk} &= \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \beta_3 SR_{ijk} \\ &+ \zeta_{0jk}^{(2)} + \zeta_{1jk}^{(2)} (\log BPS)_{jk} + \zeta_{2jk}^{(2)} (\log EPS)_{jk} + \zeta_{0k}^{(3)} + \\ &+ \zeta_{1k}^{(3)} SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk} \end{aligned} \quad [6]$$

La colonna 'Modello 2' in Tabella 3 riporta le stime di [6], le quali confermano quanto sopra illustrato per il 'Modello 1'.

Al fine di valutare l'impatto del SR nei diversi Paesi, utilizzando il 'Modello 2' abbiamo poi proceduto alla stima dell'effetto casuale  $\zeta_{1k}^{(3)}$  in [6]. La Figura 1 riporta le stime Bayesiane empiriche di tale parametro insieme ai corrispondenti intervalli di confidenza al 95%, ordinati per dimensione dell'effetto. Come si evince dal grafico la pubblicazione del SR sembra avere un impatto negativo in Portogallo, Austria e Francia, mentre produce effetti positivi in Italia, Germania e Spagna. Nel resto dei Paesi inclusi nel campione il SR risulta, invece, essere ininfluente.

Figura 1. Stima per paese dell'effetto casuale riguardante la pubblicazione del bilancio sociale e corrispondenti intervalli di confidenza al 95%.



Note: I punti rappresentano le stime Bayesiane empiriche per l'effetto casuale  $\zeta_{1k}^{(3)}$  nel modello:  $(\log p)_{ijk} = \beta_0 + \beta_1(\log BPS)_{ijk} + \beta_2(\log EPS)_{ijk} + \beta_3 SR_{ijk} + \zeta_{0jk}^{(2)} + \zeta_{1jk}^{(2)} (\log BPS)_{jk} + \zeta_{2jk}^{(2)} (\log EPS)_{jk} + \zeta_{0k}^{(3)} + \zeta_{1k}^{(3)} SR_{ijk} + \varepsilon_{ijk}$  dove gli effetti casuali si assumono normalmente distribuiti e correlati tra di loro ad ogni livello; inoltre si assume che i residui siano normalmente distribuiti e indipendenti da tutti gli altri effetti casuali.

## 5 – Conclusioni

L'obiettivo della ricerca consiste nel testare se le informazioni contenute nel SR pubblicato dalle banche hanno rilevanza per il mercato finanziario.

Le ipotesi sottostanti alla ricerca sono due. La prima riguarda la possibilità che il SR eserciti un'influenza diretta sul prezzo di mercato del titolo azionario. La seconda considera, invece, la possibilità di un'influenza indiretta del SR, collegata alla sua capacità di modificare la rilevanza di altre variabili contabili (EPS e BPS) in grado di influenzare il prezzo dell'azione.

Per verificare le due ipotesi abbiamo utilizzato la metodologia della value relevance analysis. Nei modelli valutativi testati la variabile SR è stata inserita come variabile dummy ed assume valore 1 nel caso in cui la banca considerata pubblichi il SR e valore 0 in caso contrario. Per valutare l'influenza indiretta del SR abbiamo introdotto due termini di interazione tra la dummy e le altre variabili contabili, rispettivamente BPS e EPS. Il campione analizzato si compone di 130 banche quotate appartenenti alla Euro-12 zone.

L'indagine svolta rivela che tra il 2002-2008 ben 73 banche hanno pubblicato il SR, di cui 17 senza soluzione di continuità, mentre altre 56 hanno iniziato a pubblicarlo nel periodo di riferimento.

Le statistiche descrittive mostrano che entrambe le variabili contabili considerate nei modelli valutativi (BPS e EPS) assumono valori relativamente maggiori nel caso delle banche che pubblicano il SR. Questi primi risultati sembrano dimostrare che, *ceteris paribus*, il SR è più diffuso tra le banche che realizzano un maggiore profitto e che presentano un capitale di rischio maggiore. Inoltre, il prezzo di mercato dei titoli azionari delle banche che pubblicano il SR sembra registrare una relativa minore variabilità.

Al fine di studiare gli effetti della pubblicazione del SR sul valore di mercato delle banche abbiamo condotto sia un'analisi di regressione per l'intero campione sia anche un'analisi cross-country. I risultati ottenuti dalla prima regressione suggeriscono due considerazioni. Innanzitutto le stime dimostrano che la relazione tra la pubblicazione del SR e il prezzo di mercato del titolo azionario non è significativa. Di conseguenza possiamo affermare che il mercato non sembra attribuire alcuna importanza agli sforzi profusi dalle banche nella pubblicazione del SR.

Potremmo interpretare questo risultato seguendo due diverse direttrici: a) ipotizzando che gli investitori non siano in grado di interpretare l'informazione contenuta nel SR e quindi decidano di non attribuirvi alcun valore; b) ipotizzando che gli investitori siano in grado di interpretare questa informazione ma che la reputino non rilevante e, quindi, decidano comunque di non attribuirvi valore. Se la prima delle due ipotesi

fosse vera allora una maggiore armonizzazione e standardizzazione a livello internazionale dei modelli di SR potrebbe contribuire a migliorare la capacità del mercato di interpretare l'informazione contenuta nel documento. Se, invece, fosse vera la seconda ipotesi, probabilmente dovremmo pensare a una revisione dei contenuti del SR. In questo senso, una delle possibili alternative potrebbe consistere nel potenziamento della componente analitico-quantitativa delle informazioni riportate nel documento. Non possiamo fare a meno di considerare una terza ipotesi in merito all'interpretazione dei risultati della nostra analisi, vale a dire che gli investitori non siano affatto interessati alle problematiche legate alla sostenibilità e discusse nel SR. Per esempio perché gli stessi sono convinti che le quotazioni dei titoli azionari, e quindi i valori di mercato delle banche, non dipendano dal loro comportamento in tema di CSR, o perché credono che questi eventuali effetti diventino rilevanti solo nel lungo periodo.

La seconda considerazione che i risultati ottenuti nell'analisi di regressione relativa all'intero campione suggeriscono riguarda gli effetti indiretti della pubblicazione del SR, vale a dire quelli riconducibili alla sua interazione con le variabili contabili BPS e EPS. Di nuovo, le stime dimostrano che il mercato non attribuisce alcun maggiore/minore valore né al BPS né all'EPS delle banche che pubblicano il SR rispetto a quello delle banche che non lo pubblicano. Fatte salve le precedenti osservazioni, possiamo ipotizzare che la pubblicazione del SR non sembra contribuire al miglioramento dell'informazione sulla composizione e sulle prospettive future del BPS e dell'EPS. Ancora una volta, se questa ipotesi fosse vera, ne potremmo dedurre che forse il contenuto del SR non è in grado di chiarire l'impatto, rispettivamente sul capitale di rischio e sul profitto, dei potenziali rischi e/o benefici derivanti da un comportamento virtuoso/non virtuoso della banca in tema di CSR.

I risultati ottenuti con la cross-country analysis vanno in una direzione in parte differente. Gli effetti specifici registrati per ciascun Paese rivelano una situazione molto diversificata. In alcuni Paesi, infatti, quali la Francia, il Portogallo e l'Austria, le stime dimostrano che la pubblicazione del SR è in grado di produrre un effetto significativo e negativo sul prezzo di mercato del titolo azionario. In altri Paesi l'effetto rimane significativo, ma cambia di segno diventando positivo. È il caso, ad esempio, dell'Italia, della Spagna, dell'Irlanda dove la pubblicazione del SR influenza positivamente il valore di mercato della banca. Sia che l'effetto abbia segno positivo sia che esso abbia segno negativo, questi risultati sembrano suggerire, quindi, che gli investitori sono in grado di interpretare l'informazione contenuta nel SR pubblicato dalle banche quotate in Francia, Portogallo, Austria, Italia, Spagna e Irlanda e che vi attribuiscono un valore. An-

cora una volta i differenti risultati ottenuti ci spingono a riflettere sul fatto che una maggiore armonizzazione dei modelli di SR a livello internazionale potrebbe contribuire a creare una sorta di *level playing field*. Queste ultime considerazioni diventano più pregnanti se consideriamo che i Paesi nei quali la relazione tra SR e prezzo di mercato del titolo azionario perde di significatività sono proprio quelli in cui il numero di banche quotate risulta relativamente più esiguo (con un'unica eccezione rappresentata dalla Grecia).

L'analisi che abbiamo condotto rappresenta un primo tentativo finalizzato a stabilire se il SR debba essere considerato una variabile rilevante per il mercato e, in particolare, se esso sia in qualche modo in grado di influenzare il valore dei titoli azionari. In futuro la ricerca potrebbe svilupparsi lungo due direttrici. Innanzitutto, l'analisi potrebbe concentrarsi sulla possibilità di misurare la value relevance dell'informazione legata alla CSR in modo più analitico, per esempio testando l'eventuale rilevanza di specifiche informazioni e/o sezioni contenute nel SR. Un secondo filone di ricerca potrebbe, invece, considerare settori diversi da quello bancario per verificare se il SR diviene un value-relevant in altri contesti dell'attività economica.

## References

- Abi – Associazione Bancaria Italiana (2001a), *Banca e responsabilità sociale, ambientale, etica. Il bilancio sociale nel settore creditizio: obiettivi ed esperienze*, Bancaria Editrice, Roma.
- (2001b), *Modello di redazione del Bilancio Sociale per il settore del credito*, Bancaria Editrice, Roma.
- (2003), *Il bilancio sociale nelle banche italiane. Primo rapporto dell'osservatorio ABI*, Bancaria Editrice, Roma.
- (2004), *La RSI e il bilancio sociale nelle banche e nelle altre imprese*. Bancaria Editrice, Roma.
- (2006), *Operational Guidelines on Banking Corporate Social Responsibility*, Bancaria Editrice, Roma.
- Aboody D. J. Hughes and Liu J. (2002), Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market, *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.4 (September), [965-986].
- Adams C.A. and McNicholas P. (2007), Making a difference. Sustainability reporting, accountability and organizational change, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.20, No.3 (Special Issue), [382-402].
- Aintablian A., McGraw P.A. and Roberts G.S. (2007), Bank monitoring and environmental risk, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.34, Nos.1&2 (January-March), [389-401].
- Amir E., Harris T.S. and Venuti E.K. (1993), A comparison of the value-relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations, *Journal of Accounting Research*, Vol.31, No.3 (Supplement), [230-264].
- Amir E. and Lev B. (1996), Value-relevance of non-financial information: The Wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, Nos.1&3 (August-December), [3-30].
- Aupperle K.E., Carroll A.B. and Hatfield J.D. (1985), An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability, *Academy of Management Journal*, Vol.28, No.2 (June), [446-463].
- Barnett M.L. (2007), Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility, *The Academy of Management Review*, Vol.32, No.3 (July), [794-816].
- Barth M. E. (1994), Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks, *The Accounting Review*, Vol.69, No.1 (January), [1-25].
- Beaver W.H. and Landsman W.R. (1996), Value-relevance of banks' fair value disclosure under SFAS No. 107, *The Accounting Review*, Vol.71, No.4 (October), [513-537].
- (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, Nos.1&3 (September), [77-104].
- Becchetti L., Ciciretti R. and Hasan I. (2007), *Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis*, <http://www.feem.it>, Milano.
- Becchetti L. (2005), Responsabilità sociale e performance d'impresa: una riflessione sui più recenti risultati empirici, *Bancaria*, No.10, [14-20].
- Belkaoui A. (1976), The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market, *Financial Management*, Vol.5, No.4 (Winter), [26-31].
- Belkaoui A.R. (1999), *Corporate Social Awareness and Financial Outcomes*, Greenwood Publishing Group, Westport, CT.
- Berthelot S., Cormier D. and Magnan M. (2003), Environmental disclosure research: review and synthesis, *Journal of Accounting Literature*, Vol.22, [1-44].
- Biddle G.C., Bowen R.M. and Wallace J.S. (1997), Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm value, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, No.3 (December), [301-336].
- Birindelli G. and Tarabella A. (2001), *La responsabilità sociale delle imprese e i nuovi strumenti di comunicazione nell'esperienza bancaria italiana*, Franco Angeli, Milano.
- Bouma J.J., Jeucken M.H.A. and Klinkers L. (2001), *Sustainable Banking. The Greening of Finance*, Greenleaf Publishing, Sheffield, UK.
- Brown L.D. and Sivakumar K. (2003), Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures,



- Review of Accounting Studies*, Vol.8, No.4 (December), [561-572].
- Cameron A. and P.K. Trivedi (2005), *Microeconomics: Methods and Applications*, Cambridge University Press, New York, NY.
- Campedelli B. (a cura di) (2005), *Reporting aziendale e sostenibilità. I nuovi orizzonti del bilancio sociale*, Franco Angeli, Milano.
- Carosio D. (2005), CSR e corporate governance bancaria, *Forum CSR*, Atti del Covegno ABI, 3-4 ottobre 2005, Bancaria Editrice, Roma.
- Carroll A.B. (1979), A Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance, *Academy of Management Review*, Vol.4, No.4 (October), [497-505].
- Carroll A.B. (1991), The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders, *Business Horizons*, Vol.34, No.4 (July-August), [39-48].
- Carroll A.B. (1999), Corporate Social responsibility; Evolution of a Definitional Construct, *Business & Society*, Vol.38, No.3 (September), [268-295].
- Cazavan A. and Jeanjean T. (2003), *Corporate Value Relevance of R&D Reporting: A Signaling Interpretation*, Working Paper, Cergy-Pontoise Cedex, GROUP ESSEC.
- Clarkson P.M., Li Y., Richardson G.D. and Vasvari, F.P. (2008), Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.33, Nos.4-5 (May-July), [303-327].
- Cochran P.L. and Wood R.A. (1984), Corporate Social Responsibility and Financial Performance, *Academy of Management Journal*, Vol.27, No.1 (March), [42-56].
- Collins D.W., Maydew E.L. and Weiss I.S. (1997), Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty year, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, No.1 (December), [39-67].
- Commission of the European Communities - COM 2001 366 (2001), *Green Paper. Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, <http://europa.eu>, Brussels.
- Commission of the European Communities - COM 2002 347 (2002), *Communication from the commission concerning Corporate Social Responsibility: A business contribution to Sustainable Development*, <http://europa.eu>, Brussels.
- Cooper S.M. and Owen D.L. (2007), Corporate social reporting and stakeholder accountability: The missing link, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.32, Nos.7&8 (October-November), [649-667].
- Cormier D., Magnan M. and Van Velthoven B. (2005), Environmental Disclosure Quality in Large German Companies: Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions?, *European Accounting Review*, Vol.14, No.1 (May), [3-39].
- Cormier D. and Magnan M. (2007), The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective, *Ecological Economics*, Vol.62, Nos.3&4 (May), [613-626].
- Davidson W., Worrell D. and Lee C. (1994), Stock market reactions to announced corporate illegalities, *Journal of Business Ethics*, Vol.13, No.12 (December), [979-987].
- Dal Maso D. and Zanoni D. (2002), *Responsabilità sociale d'impresa. Concetti e strumenti per le banche*, Bancaria Editrice, Roma.
- Deegan C. (2002), Introduction. The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.15, No.3 (Special Issue), [282-311].
- De Bakker F.G.A., Groenewegen P. and Den Hond F. (2005), A Bibliometric Analysis of 30 Year of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance, *Business and Society*, Vol.44, No.3 (September), [283-317].
- Doidge, C., Karolyi A. and Stulz R. (2004), Why are foreign firms listed in the US worth more?, *Journal of Financial Economics*, Vol.71, No.2 (February), [205-238].
- Eccher, A., Ramesh K. and Thiagarajan S.R. (1996), Fair value disclosures by bank holding companies, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, Nos.1&3 (October), [79-117].
- Epstain M.J. and Freedman M. (1994), Social Disclosure and Individual Investor, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.7, No.4, [94-109].
- Feldman S., Soyka P. and Ameer P. (1996), Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?, *Journal of Investing*, Vol.6, No.4 (Winter), [87-97].
- Freedman M. and Patten D.M. (2004), Evidence on a pernicious effect on financial report environmental disclosure, *Accounting Forum*, Vol.28, No.1 (March), [27-41].
- Frey M. (2006), Responsabilità sociale e ambientale nel mondo bancario: la strategia dello sviluppo sostenibile, *Bancaria*, No.10, [2-14].
- Gao S.S., Heravi S. and Xiao J.Z. (2005), Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: a research note, *Accounting Forum*, Vol.29, No.2 (June), [233-242].
- Gonella C., Pilling A. and Zadek S. (1998), *Making Value Count: Contemporary Experience in Social and Ethical Accounting, Auditing and Reporting*, Association of Chartered Certified Accountants Research Report 57, The New Economics Foundation, London.
- Graham R. C., Lefanowicz C.E. and Petroni M. (2003), The Value Relevance of Equity Method fair value Disclosures, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, Nos.7&8 (September), [1065-1088].

- Granata E. (2005), Banca e responsabilità sociale d'impresa tra prescrizioni normative e autoregolamentazioni, *Bancaria*, No.12, [35-49].
- Gray R. (1996), *Accounting & Accountability. Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*, Prentice Hall International, London.
- Gray R., Javad M., Power D.M. and Sinclair C.D.A. (2001), Social and Environmental Disclosure and Corporate Characteristics: A Research Note and Extension, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.28, Nos.3&4 (April), [327-356].
- Greeves L. and Ladipo D. (2004), *Added Values? Measuring the 'Value Relevance' of Sustainability Reporting*, Lintstock Ltd & Imagination (GIC) Ltd, London.
- GRI - Global Reporting Iniziative (2002), *Sustainability Reporting Guidelines*, www.globalreporting.org, Amsterdam.
- (2002), *Sustainability Reporting Guidelines*, Financial Services Sector Supplement, www.globalreporting.org, Amsterdam.
- (2008), *Sustainability Reporting Guidelines*, Financial Services Sector Supplement, www.globalreporting.org, Amsterdam.
- Griffin J.J. and Mahon J.F. (1997), The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate, *Business and Society*, Vol.36, No.1 (March), [5-31].
- Hassel L., Nilsson H. and Nyquist S. (2005), The Value Relevance of Environmental Performance, *European Accounting Review*, Vol.14, No.1 (May), [41-61].
- Hinna L. (a cura di) (2002), *Il bilancio sociale*, Il Sole 24 Ore Edizioni, Milano.
- Hirschey M., Richardson V.J. and Scholz S. (2001), Value-relevance of Nonfinancial information: The Case of Patent Data, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.17, No.3 (November), [3-75].
- Holthausen R. W. and Watts R. (2001), The Relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, Nos.1&3 (September), [223-235].
- Hughes K.E. (2000), The Relevance of Nonfinancial measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry, *The Accounting Review*, Vol.75, No.2 (April), [209-228].
- Hung M. (2000), Accounting Standard and value relevance of financial statements: An International analysis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.30, No.3 (December), [401-420].
- Jaggi B. and Freedman M. (1992), An examination of the impact of pollution performance on economic performance: pulp and paper firms, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.19, No.5 (September), [697-713].
- Jeucken M.H.A (2001), *Sustainable Finance and Banking. The financial sector and the future of the planet*, Earthscan Publishing, London.
- (2002), *What has been achieved by the lending sector?*, in UNEP, Report on the financial and insurance industry sector Compiled for the World Summit on Sustainable Development 2002, Paris.
- (2004), *Sustainability in Finance. Banking on the planet*, Eburon, Delft, Netherlands.
- Jeucken M.H.A and Bouma J.J. (1999), The Changing Environment of Banks, *Greener Management International*, No.27, [21-35].
- Lapointe Antunes P., Cormier D., Magnan M. and Gay-Angers S. (2006), On the relationship between Voluntary Disclosure, Earnings Smoothing and the Value relevance of Earnings: The case of Switzerland, *European Accounting Review*, Vol.15, No.4 (December), [465-505].
- Lev B. and Sougiannis T. (1996), The capitalisation, amortization, and value relevance of R&D, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.21, No.1 (February), [107-138].
- Lundgren M. and Catusus B. (2000), The banks' impact on the natural environment, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 9, No.3 (May/June), [186-195].
- Mahoney L. and Roberts R.W. (2007), Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms, *Accounting Forum*, Vol.31, No.3 (September), [233-253].
- Margolis J.D. and Walsh J.P. (2001), *People and Profits? The Search for A Link Between A Company's Social and Financial Performance*, Lawrence Erlbaum Associates, Philadelphia.
- Mathews M.R. (1987), Social Responsibility Accounting Disclosure and Information Content for Stakeholders, *British Accounting Review*, Vol.19, No.2 (August), [161-168].
- McGuire B.J., Sundgren A. and Schneeweis T. (1988), Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance, *Academy of Management Journal*, Vol.31, No.4 (December), [854-872].
- McWilliams A. and Siegel D. (1997), Events studies in management research: Theoretical and empirical issues, *Academy of Management Journal*, Vol.40, No.3 (June), [568-592].
- (2000), Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Missspecification?, *Strategic Management Journal*, Vol.21, No.5 (May), [603-609].
- and Teoh S.H. (1999), Issue in the Use of the Event Study Methodology: A Critical Analysis of Corporate Social Responsibility Studies, *Organizational Research Methods*, Vol.2, No.4 (October), [340-365].
- Meznar M.B., Chrisman J.J. and Carrol A.B. (1992), Social responsibility and Strategic Management: To-

- ward Enterprise Strategy Classification, *Business & Professional Ethics Journal*, Vol.10, No.1, [47-66].
- Miller M.H. and Modigliani F. (1966), Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954-57, *The American Economic Review*, Vol.56, No.3 (June), [333-391].
- Milner M. J. and Adler R.W. (1999), Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.12, No.2, [237-256].
- Molteni M. (2000), *Bilancio e strategia. L'annual report come occasione per comunicare strategia e risultati a tutto campo*, Egea, Milano.
- Moskowitz M.R.(1972), Choosing Socially responsible Stocks, *Business and Society Review*, No.1 (Spring), [71-75].
- Murray A., Sinclair D., Power D. and Gray R. (2006), Do financial markets care about social and environmental disclosure. Further evidence and exploration from UK, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.19, No.2, [228-255].
- Nelson K. (1996), Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No. 107, *The Accounting Review*, Vol. 71, No.2 (April), [161-182].
- Niskala M. and H.J. Schadewitz (forthcoming), Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.17, No.2.
- O'Dwyer D. (2002), Managerial perceptions of corporate social disclosure, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.15, No.3 (Special Issue), [406-436].
- Ohlson J. (1995), Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2 (Spring), [661-687].
- Orlitzky M. (2001), Does Firm Size Confound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?, *Journal of Business Ethics*, Vol.33, No.2 (September), [167-180].
- and Benjamin J.D. (2001), Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review, *Business and Society*, Vol.40, No.4 (December), [369-396].
- , Schmidt F.L. and Rynes S.L. (2003), Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis, *Organization Studies*, Vol.24, No.3 (March), [403-441].
- Pinkston T.S. and Carroll A.B. (1996), A Retrospective Examination of CSR Orientations: Have They Changed?, *Journal of Business Ethics*, Vol.15, No.2 (February), [199-206].
- Porter M.E. and Kramer M.R. (2006), The link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility, *Harvard Business Review*, Vol.84, No.12 (December), [78-92].
- Posnikoff J.F. (1997), Disinvestment From South Africa: They did well by doing good, *Contemporary Economic Policy*, Vol.15, No.1 (January), [76-86].
- Rabe-Hesketh S. and Skrondal A. (2004), *Generalized Latent Variable Modeling*, Chapman & Hall/CRC, Boca Raton, FL.
- (2008), *Multilevel and Longitudinal Modeling Using Stata*, 2th ed., Stata Press, College Station, Texas.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value. The new Standard for Business Performance*, The Free Press, New York.
- Richardson A.J., Welker M. and Hutchinson I.R. (1999), Managing capital market reactions to corporate social responsibility, *International Journal of Management Reviews*, Vol.1, No.1 (March), [17-43].
- Roberts P.W. and Dowling G.R. (2002), Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance, *Strategic Management Journal*, Vol.23, No.12 (December), [1077-1093].
- Rusconi G. (1988), *Il bilancio sociale d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano.
- Rusconi G. (2004), *La responsabilità sociale d'impresa*, Franco Angeli, Milano.
- Schmidheiny S. and Zorraquin F. (1998), *Financing change: The financial community, eco-efficiency, and sustainable development*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Sella M. (2003), Responsabilità sociale: la nuova frontiera dell'impresa bancaria, *Bancaria*, No.2, [2-12].
- Sinkin C., Wright C.J. and Burnett R.D. (2008), Layoff announcements and stockholder wealth, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.27, No.2 (March-April), [167-176].
- Slapničar S. (2006), Reporting on Corporate Social Responsibility, in J. Prašnikar (ed.), *Competitiveness, Social Responsibility and Economic Growth*, Nova Science Publishers Inc., Hauppauge, NY, [341-355].
- Solomon J. F. and Solomon A. (2006), Private social, ethical and environmental disclosure, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.19, No.4, [564-591].
- Spicer B.H. (1978), Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: Empirical Study, *The Accounting Review*, Vol.53, No.1 (January), [94-111].
- Surroca J. and Tribo' J.A. (2008), Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.35, Nos.5&6 (June), [748-789].
- Tanno A. and Luciani R. (2009), Banche e responsabilità sociale d'impresa: l'approccio del Csr benchmark, *Bancaria*, No.1, [49-59].
- Ullmann A.A. (1985), Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms, *The Academy of Management Review*, Vol.10, No.3 (July), [540-557].

- Venkatachalam M. (1996), Value-relevance of banks' derivatives disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, No.1-3 (August-December), [327-355].
- Viganò F. and Nicolai D. (2009), CSR in the European Banking Sector: Evidence from a Sector Survey, in R. Barth and F. Wolff (ed.), *Corporate Social Responsibility In Europe*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham, UK, [327-355].
- Waddock S.A. and Graves S.B. (1997), The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.4 (April), [303-319].
- Wahba H. (2008), Does The Market Value Corporate Environmental Responsibility? An Empirical Examination, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.15, No.2 (March-April), [89-99].
- Wooldridge J.M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Worrell D.L., Davidson W.N. and Sharma V. M. (1991), Layoff announcements and stockholder wealth, *Academy of Management Journal*, Vol.34, No.3 (September), [568-592].
- Xu B., Magnan M.L. and André P. E. (2007), The Stock Market Valuation of R&D Information in Biotech Firms, *Contemporary Accounting Research*, Vol.24, No.4 (Winter), [1291-1318].
- Zadek S. (2001), *The Civil Corporation. The New Economy of Corporate Citizenship*. Earthscan Publications, London.
- Zadek S., Pruzan P. and Evans R. (1997), *Building Corporate Accountability. Emerging Practices in Social and Ethical Accounting, Auditing and Reporting*, Earthscan Publications, London.
- Zhao R. (2002), Relative value-relevance of R&D Reporting: An International Comparison, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol.13, No.2 (Summer), [153-174].