

La corporate governance vista dai media: rilevanza e temi chiave per il caso italiano*

Vincenzo Farina
Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

Maria-Gaia Soana
Università degli Studi di Parma

Abstract

I media assumono una rilevanza fondamentale per quanto riguarda la produzione e la circolazione di notizie all'interno dei mercati finanziari. Negli ultimi anni fattori di diversa natura hanno contribuito ad accendere ed incrementare il dibattito sulla corporate governance.

Questo lavoro ha come obiettivo l'analisi della governance "comunicata" dai media italiani e prende in considerazione sia il profilo quantitativo della rilevanza delle notizie di governance rispetto alle altre notizie societarie che quello qualitativo relativo all'analisi del contenuto delle comunicazioni.

Si verifica l'esistenza di una relazione ad U fra la valenza (positiva e negativa) delle notizie e l'espressività (forte e debole) delle stesse. Tale relazione ha importanti implicazioni per gli studi tesi ad analizzare l'impatto della governance comunicata sul sentiment e sulle aspettative degli investitori.

JEL Classification: G14, G34

Keywords: Corporate Governance; Mass media; Performance; Text Analysis

* Sebbene questo paper sia frutto di un lavoro di collaborazione tra i due autori, la responsabilità per la stesura delle diverse parti può essere così suddivisa: Vincenzo Farina è autore delle parti 1, 2.3, 2.4, 3, 4 e 5 e Gaia Soana è autrice delle parti 2.1 e 2.2.

La corporate governance vista dai media: rilevanza e temi chiave per il caso italiano

1. Introduzione

I media assumono una rilevanza fondamentale per quanto riguarda la produzione e la circolazione di notizie all'interno dei mercati finanziari. L'ipotesi di fondo di questo lavoro è che il contenuto ed il livello di diffusione di queste notizie contribuiscano alla formazione delle aspettative degli investitori sulla performance dei soggetti operanti sui mercati. Effettivamente, i limitati riferimenti esistenti in letteratura associano il contenuto e la valenza, positiva o negativa, delle notizie riguardanti una particolare società sia al volume delle negoziazioni che al rendimento ed alla volatilità dei prezzi delle relative azioni (Tetlock, Saar-Tsechansky, Mackassy, 2008; Tetlock, 2007; Antweiler, Frank, 2004; Coval, Shumway, 2001).

Uno degli ambiti delle notizie diffuse dai media è sicuramente rappresentato dalla governance delle società. Se è vero che la corporate governance "reale" contribuisce ad aumentare l'affidabilità, la trasparenza e l'integrità dei fatti aziendali, traducendosi in un maggior valore aziendale, in un minor costo del capitale e in una superiore competitività dell'impresa sui mercati (Carretta, Farina, Schwizer, 2007), sembrano ancora sottovalutati in letteratura le modalità con cui la governance "comunicata" può incidere sulla formazione delle aspettative e del sentiment degli investitori oltre che gli effetti del contenuto e della forma delle notizie.

Questo lavoro ha come obiettivo l'analisi della governance "comunicata" dai media italiani e prende in considerazione sia il profilo quantitativo della rilevanza delle notizie di governance rispetto alle altre notizie societarie che quello qualitativo relativo all'analisi semantica delle comunicazioni. L'analisi è strutturata in due fasi, con differenti gradi di dettaglio e con il fine ultimo della comprensione dei meccanismi attraverso i quali le notizie di governance possono manifestare i propri effetti su aspettative e sentiment degli investitori.

Nella prima fase si procederà alla determinazione dei principali profili di comunicazione (rilevanza, contenuti e profilo dinamico) della governance.

Nella seconda fase si procederà, invece, alla verifica dell'ipotesi dell'esistenza di una relazione ad U fra la valenza (positiva e negativa) e l'espressività delle stesse. In questo senso, se la valenza della notizia può essere approssimata dalla sua "sostanza" o dal suo contenuto positivo o negativo, l'espressività ne rappresenta la "forma" o le modalità forti o deboli concernenti la sua esposizione. In termini pratici ciò significa che nel prendere in considerazione l'impatto delle notizie di governance sulla formazione delle aspettative e del sentiment degli investitori occorre valutare congiuntamente sia gli aspetti legati alla bontà delle stesse che quelli legati alla forza espositiva utilizzata.

Il contributo fornito riguarda due aspetti, uno di contenuto e uno di metodo. Sul piano dei contenuti, per quanto è a nostra conoscenza, questo è il primo studio che esamina il tema della governance "comunicata" dai media concentrandosi, in particolare, sugli aspetti qualitativi legati alla diffusione delle notizie.

Sul piano metodologico il lavoro si distingue per l'applicazione della text analysis, attraverso il ricorso al software Wordsmith 4 (Scott, 1999) prodotto dalla Oxford University, per la valutazione del contenuto e della forma delle notizie di governance, anche sotto il profilo dinamico.

2. Review della letteratura e ipotesi

2.1 Rilevanza del tema

Il tema della corporate governance, intesa come “l’insieme delle relazioni tra la direzione di un’impresa, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti interessate¹”, è un argomento di grande attualità per le imprese e, di conseguenza, per la stampa economica e finanziaria. L’interesse per questo tema, dimostrato sia dagli accademici che dagli operatori, è progressivamente aumentato nel corso del tempo, durante il quale il dibattito sul governo societario ha assunto peculiarità e motivazioni differenti.

Vari studi empirici sono stati condotti recentemente con lo scopo di verificare se la “buona” governance delle imprese possa contribuire a migliorarne i risultati reddituali ed il valore di mercato (El Mir, Seboui, 2008; Lehn, Patro, Zhao, 2007; Tam, Tan, 2007; Blach, Jang, Kim, 2006; Colarossi, Giorgino, 2006; Brown, Cayrol, 2005; Cremers, Nair, 2005; Durnev, Kim, 2005; Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2004; Brown, Caylor, 2004; Bauer, Günster, Otten, 2004; Drobetz, Shillhofer, Zimmermann, 2003; Gompers, Ishii, Metrick, 2003) o a ridurre il costo del capitale (Klock, Mansi, Maxwell, 2005; Chava, Dierker, Livdan, 2004). I risultati di tali indagini ad oggi appaiono piuttosto contrastanti: per questo motivo non è possibile affermare con certezza che l’efficienza del governo societario influenzi in modo diretto i risultati economici e finanziari dell’impresa. E’ tuttavia ragionevole pensare che una “buona” corporate governance possa contribuire ad aumentare la trasparenza e l’affidabilità delle aziende condizionando le aspettative di performance degli investitori, che potranno essere indotti a scegliere i titoli delle società ben governate, riconoscendo dunque un “prezzo” alla qualità della governance.

Nell’ambito del contesto italiano, a partire dalla fine degli anni ’90, alcuni interventi normativi (disposizione Consob 97001574, 1997; disposizione Consob 9801537, 1998; Legge Draghi, 1998; codice di autodisciplina, 1999; D.Lgs. 231, 2001; Revisione del Codice Preda, 2002) hanno spinto progressivamente le imprese ad occuparsi con maggiore interesse della propria governance. La più rilevante novità in tema di governo societario in Italia è stata introdotta con la riforma del diritto societario del 2003, che ha previsto per le imprese la possibilità di optare per sistemi di amministrazione e controllo alternativi a quello tradizionale (modelli monistico e dualistico). Successivamente, altri importanti interventi normativi riguardanti la corporate governance sono stati emanati nel nostro Paese, come la Legge sul Risparmio (2005), il nuovo codice di autodisciplina (2006), le delibere Consob 15911 e 15915 (2007) e le disposizioni di vigilanza di Banca d’Italia in tema di organizzazione e governo societario delle banche (2008).

¹ E’ questa la definizione fornita dall’OECD in “Principi di governo societario dell’OCSE”, pag.10, 2004.

Importanti scandali societari, attribuibili fra l'altro a gravi inefficienze e distorsioni della governance aziendale, hanno indotto i mezzi di comunicazione a trattare temi come l'efficacia del sistema dei controlli, la presenza di conflitti d'interesse all'interno degli organi sociali, l'eccessivo numero di cariche di alcuni amministratori.

Fattori di diversa natura (legati sia alla regolamentazione che all'operatività delle società) hanno contribuito negli ultimi anni ad accendere ed incrementare il dibattito sulla corporate governance, a cui i mass media hanno dato sempre maggiore rilievo. A tale proposito, pare lecito ipotizzare che le notizie sulla governance aziendale fornite dai mezzi di comunicazione di massa (cosiddetta "governance comunicata") possano giocare un ruolo nel processo di selezione degli investimenti, influenzando il sentiment degli investitori.

2.2 Il ruolo delle notizie societarie per la formazione di un investor sentiment

Deephouse (2000) afferma che i mezzi di informazione possono assumere due differenti funzioni (non necessariamente incompatibili) all'interno dei mercati finanziari: quella di broker informativo, che si limita a diffondere "passivamente" informazioni riguardanti le imprese, e quella di partecipante "attivo" il cui giudizio, ritenuto qualificato (seppur talvolta espresso in modo non esplicito ed indiretto), permette agli attori che operano sui mercati di valutare meglio le loro scelte di investimento (Hayward, Rindova, Pollock, 2004; Pollock, Rindova, 2003). In generale, la diffusione di notizie da parte dei media può essere vista come un meccanismo in grado di migliorare l'efficienza informativa del mercato.

Più nel dettaglio, studiando l'impatto della diffusione delle notizie riguardanti diversi aspetti della vita d'impresa, Rindova, Pollock e Hayward (2006) dimostrano come i media rivestano un ruolo primario nella costruzione e nel consolidamento della firm celebrity, non solo in funzione della quantità di notizie riportate relativamente ad una certa società, ma anche in riferimento ai toni positivi o negativi adottati nella sua descrizione.

L'attenzione dei diversi studi si è soffermata sia sull'impatto delle informazioni diffuse attraverso internet che su quelle contenute nella stampa specializzata. Rispetto a quest'ultima, internet è un mezzo di comunicazione che non solo diffonde notizie in tempi più rapidi, ma permette anche (attraverso blog, chat, forum) di scambiare opinioni e raccogliere riflessioni in tema di investimenti ad un costo pressoché nullo: in questo senso la comunicazione può determinare il successo o l'insuccesso del corso di un titolo².

A questo proposito, Bagnoli, Beneish e Watts (1999) hanno dimostrato come la capacità predittiva delle whisper forecasts (ovvero delle previsioni sui rendimenti formulate da singoli investitori via internet ed aggregate in un unico valore definito "whisper number") sia superiore a quella delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari. Tale capacità predittiva è stata tuttavia successivamente smentita dalle indagini di Tumarkin e Whitelaw (2001) e di Das e Chen (2001).

Choi, Laibson e Metrick (2000) hanno invece verificato come, dopo l'utilizzo di internet, un campione di investitori abbia raddoppiato il numero di transazioni ed aumentato di circa il cinquanta per cento il turnover del portafoglio.

² Das e Chen (2001) propongono a questo riguardo l'esempio di Emulex Corp: la diffusione sul web di una notizia falsa ed anonima inerente la società fece scendere il titolo del 62%.

In riferimento alle informazioni presenti sul web, Wysocki (1998) ha verificato l'esistenza di un legame tra la variazione del numero di post apparsi su internet relativi ad alcune società e le successive variazioni dei rendimenti e dei volumi di negoziazione delle azioni. La relazione tra quantità di notizie e volumi di negoziazione è stata confermata dai contributi di Coval e Shumway (2001) e di Antweiler e Frank (2004), che hanno dimostrato anche l'esistenza di un'ulteriore relazione statisticamente significativa tra numerosità delle informazioni diffuse e volatilità dei prezzi.

Per quanto riguarda l'influenza che la stampa specializzata può esercitare sulle scelte degli investitori, Tetlock, Saar-Tsechansky e Mackassy (2008) e Tetlock (2007) hanno verificato il legame tra le notizie inerenti alcune società apparse sul Wall Street Journal ed il successivo andamento dei relativi corsi azionari. Nel dettaglio, questi studi hanno identificato l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la valenza (positiva o negativa) delle notizie riguardanti singole società ed il volume delle negoziazioni, il rendimento e la volatilità dei prezzi delle rispettive azioni.

2.3 Il ruolo delle notizie di governance per la formazione di un investor sentiment

In linea di massima, il ruolo giocato dalle notizie di governance per la formazione di un investor sentiment non è dissimile dal caso più generale analizzato in precedenza e quindi anche per questa categoria di notizie valgono le stesse considerazioni fatte per la più ampia categoria delle informazioni societarie.

Tuttavia, l'impatto delle notizie di governance può essere spiegato anche alla luce della teoria dell'agenzia (Jensen, Meckling, 1976; Fama, Jensen, 1983) e della teoria del costruttivismo sociale (Johnson, Ellstrand, Dalton, Dalton, 2005; Pollock, Rindova, 2003; Deephouse, 2000).

La teoria dell'agenzia, riguardante il conflitto di interesse tra principale e agente, attribuisce agli organi di governance il compito di controllare l'operato del management, al fine di evitare che i comportamenti opportunistici possano compromettere il corretto funzionamento dell'impresa e gli interessi degli stakeholder. Il controllo è, tuttavia, condizionato dai problemi di asimmetria informativa esistenti fra proprietà e management (Sapienza, Gupta, 1994): la mancanza di informazioni sulle azioni di questi ultimi, oltre che di competenze da parte dei primi, rende più onerosi i costi di agenzia e più elevata la possibilità di comportamenti opportunistici (Holmstrom 1999; Milgrom, Roberts, 1992). In questa prospettiva, le notizie di governance avrebbero l'effetto di attenuare l'asimmetria informativa, contribuendo ad informare gli investitori sul comportamento dei manager ed a rendere noti gli eventuali problemi legati ai meccanismi di controllo, con ricadute positive sui costi connessi a questi ultimi. Secondo la teoria del costruttivismo sociale, i mezzi di comunicazione possono contribuire alla legittimazione della governance di una società a seguito di commenti basati sul raffronto del caso specifico e di alcuni standard comunemente ritenuti buone pratiche di governance.

Nel complesso, la diffusione di notizie riguardanti gli aspetti di governance delle imprese contribuisce, alla luce della teoria dell'agenzia, alla minimizzazione dei costi di controllo sull'operato del management da parte degli azionisti e, alla luce della teoria del costruttivismo sociale, alla legittimazione della società a seguito del rispetto degli standard comunemente accettati come buona governance.

A livello teorico, questi fattori rappresentano il più importante riscontro del fatto che la diffusione di informazioni in tema di governo societario possa influenzare le scelte degli investitori, avendo un impatto sia sulle loro aspettative che sul sentiment del mercato borsistico.

A livello empirico, l'unico studio che può essere citato a supporto della teoria è quello di Johnson, Ellstrand, Dalton e Dalton (2005). Attraverso la tecnica dell'event study, gli autori hanno analizzato l'impatto della pubblicazione sulla rivista Business Week dei rating dei consigli di amministrazione di alcune società sui rendimenti dei rispettivi titoli trovando un riscontro positivo alle loro ipotesi, ossia al fatto che la pubblicazione di notizie di governance favorevoli/sfavorevoli si traduce in rendimenti anomali positivi/negativi delle azioni e che la pubblicazione delle notizie di governance (favorevoli o sfavorevoli) ha un impatto addirittura maggiore delle informazioni sulla governance rese pubbliche dalle società sui rendimenti anomali delle loro azioni.

2.4 Ipotesi

Le indagini sopra descritte evidenziano la rilevanza che le informazioni fornite dai mass media hanno progressivamente assunto in riferimento alle scelte di investimento e approfondiscono le conseguenze che le notizie provocano sulle società interessate. Nel dettaglio, la letteratura esaminata fornisce un primo importante riscontro del fatto che la diffusione delle notizie riguardanti una certa società e la valenza positiva o negativa delle stesse possono influenzare il comportamento degli investitori e quindi riflettersi sul prezzo delle azioni oltre che sui volumi di negoziazione. Se il "cosa" succede appare quindi generalmente condiviso, sul "come" tale influenza si manifesta si apre invece un interessante ambito di indagine.

Già nel contesto degli studi cognitivi (Baumeister, Bratslavsky, Finkenauer, Vohs, 2001; Rozin, Royzman 2001; Fiske, Taylor, 1991; Brief, Motowidlo, 1986) si dimostra che le notizie positive e negative non si comportano allo stesso modo per quanto riguarda l'influenza del comportamento delle persone e che esse dovrebbero, pertanto, essere analizzate/trattate separatamente. In particolare, proprio Baumeister, Bratslavsky, Finkenauer e Vohs (2001) e Rozin e Royzman (2001) affermano che le notizie negative potrebbero avere, a parità di espressività, un impatto diverso e più marcato sull'atteggiamento degli individui.

A riprova di queste considerazioni, Tetlock, Saar-Tsechansky, Mackassy (2008) rilevano che le variazioni negli indicatori di profittabilità e di rendimento di mercato delle azioni di un'impresa sono in funzione della percentuale di parole negative contenute nelle notizie. Tra l'altro, esistono notizie che comportano reazioni nel breve periodo e quelle che invece vedono gli effetti protrarsi fino al lungo periodo. Fra queste ultime possono certamente essere incluse le notizie che si concentrano sui "fondamentali" dell'operatività delle imprese.

Un altro aspetto meritevole di ulteriore approfondimento è quello relativo all'espressività delle notizie (intesa come la forza espositiva delle stesse) e dell'effetto congiunto di valenza ed espressività sulla creazione del sentiment degli investitori e quindi sul comportamento degli stessi.

In particolare l'emozione suscitata dalla notizia, che può essere sia positiva che negativa a seconda della sua valenza (ossia la sua sostanza), sottende una valutazione di tipo

cognitivo da parte del pubblico cui essa è rivolta e perciò sarebbe in grado di influenzare (o meglio, orientare) il comportamento dei singoli individui (Reeve, 1992). Shoemaker e Reese (1996) affermano che generalmente i giornali tendono a mettere enfasi nelle notizie al fine di renderle più “coinvolgenti” per il pubblico di riferimento. Così, al fine di rendere più interessanti le proprie notizie, i giornalisti tendono ad una certa “drammatizzazione” che può massimizzarne l’impatto e rendere i lettori più legati allo stile di scrittura utilizzato (Damton, 1975). Tale drammatizzazione delle notizie ha l’effetto di accrescere il coinvolgimento del lettore e di dare maggiore credito al contenuto delle stesse (Gibson, Zillmann, 1994).

Implicite in queste argomentazioni vi sono le seguenti domande: i) le notizie di governance subiscono un effetto di drammatizzazione? ii) esiste una relazione fra contenuto della notizia di governance e drammatizzazione della stessa? iii) quali sono gli effetti di questa drammatizzazione sul comportamento degli investitori, ossia del pubblico cui la notizia è rivolta?

Per quanto riguarda il primo punto, si ritiene in questa sede che al pari delle altre notizie anche quelle di governance dovrebbero riflettere livelli di espressività non omogenei. Inoltre, appare plausibile ipotizzare che alcune notizie si prestino meglio di altre a questo effetto di “drammatizzazione” in quanto appare generalmente più facile enfatizzare i toni di notizie che hanno una valenza estremamente positiva o negativa rispetto a quelle per le quali si assume una valenza intermedia. In altri termini, un meccanismo di tipo emozionale può portare a rafforzare o meno l’espressività di una certa notizia secondo quello che è il contenuto della stessa.

In questa sede si vuole verificare se tale espressività varia al variare del grado di positività o di negatività delle notizie, ossia si intende accertare se l’espressività è maggiore proprio per le notizie particolarmente positive o negative, essendo invece minima per notizie che presentano gradi intermedi di positività o negatività. Ciò significa che per indagare l’esistenza di un effetto di drammatizzazione delle notizie sulla base del loro contenuto occorre verificare la seguente ipotesi:

H: La valenza e l’espressività delle notizie di governance sono fra loro legate da una relazione ad U

Infine, se anche per le notizie di governance si dimostra la presenza di tale effetto è lecito domandarsi se l’aspetto della forza espositiva (o dell’espressività) non debba essere valutato congiuntamente a quello della valenza (positiva o negativa) delle notizie per la spiegazione degli effetti sul comportamento degli investitori a seguito della loro diffusione. Anche se quest’ultima non rappresenta un’area di indagine specifica di questo lavoro, se ne sottolinea comunque la rilevanza a livello teorico.

3. Metodologia

La verifica empirica è stata effettuata attraverso due distinte fasi, con il fine ultimo di indagare su quali basi (come) le informazioni di governance possano avere un’influenza sulla formazione delle aspettative degli investitori ed ipotizzando l’importanza congiunta della loro valenza ed espressività.

Nella prima fase si è proceduto alla determinazione dei principali profili di comunicazione (rilevanza, contenuti e profilo dinamico) della governance per imprese non finanziarie e intermediari finanziari, quotati e non, considerando il totale delle notizie societarie presenti all'interno del quotidiano economico "Il Sole 24 Ore" per un periodo di cinque anni (dal 2003 al 2007). Tale quotidiano è stato scelto in quanto risulta essere al primo posto tra i quotidiani economici, con una quota di mercato del 59% (M-Dis, 2006). Le informazioni sul numero di notizie di governance per il campione e per il periodo considerato sono state estratte dalla banca dati Factiva. Nel complesso le notizie considerate sono quelle rientranti nella categoria "Notizie societarie e industriali" di Factiva. Sulla base di queste ultime è si è proceduto al calcolo della rilevanza delle notizie riguardanti la governance considerando, in particolare, le sotto-categorie "Cambiamenti nella direzione" e "Corporate Governance / Investor Relations".

Per lo studio del contenuto delle notizie è stata utilizzata la tecnica della text analysis attraverso il software Wordsmith 4 (Scott, 1999) prodotto dalla Oxford University. Stone, Dunphy, Smith e Ogilvie (1966) definiscono text analysis una qualsiasi tecnica utilizzata per esaminare sistematicamente ed oggettivamente specifiche caratteristiche presenti all'interno di un testo. Analogamente, Roberts (1997) definisce la text analysis come ogni sistematica riduzione di un flusso di testi in un set di simboli standardizzati che suggeriscano la presenza, l'intensità e la frequenza di alcune caratteristiche rilevanti.

Complessivamente sono state analizzate le notizie di governance a livello aggregato (per società e intermediari quotati e non quotati) e singolo (per le società e gli intermediari quotati), per un totale di 1.777.388 parole, così suddivise nei diversi anni:

- 2003: 212.163 parole;
- 2004: 558.060 parole;
- 2005: 351.265 parole;
- 2006: 418.143 parole;
- 2007: 237.757 parole.

I profili messi in evidenza, sono quelli dell'indipendenza dei consiglieri di amministrazione, della presenza dei comitati all'interno del Cda, della trasparenza e della presenza femminile.

La seconda fase viene condotta sulle notizie di governance riferite alle sole società quotate, attraverso l'analisi dell'orientamento semantico tratto dal vocabolario Harvard IV Psycho – Social (Kelly, Stone 1975). Nello specifico, si assume che il linguaggio possa assumere diverse intensità lungo le seguenti le scale di giudizio (Osgood, Suci, Tannenbaum 1957): i) Valenza (Positivo-Negativo); ii) Potenza (Forte-Debole); iii) Attività (Attivo-Passivo). Nel caso particolare, le scale rappresentano il modo di porsi nei confronti del contenuto di una certa notizia. La valutazione è l'esplicitazione di un giudizio di valore e permette di esprimere il grado con cui la notizia è positiva o negativa. La potenza è la forza o l'intensità espressa dalla notizia. Infine, l'attività indica un orientamento attivo o passivo riguardante il contenuto della notizia.

La rappresentazione della rilevanza delle singole scale di giudizio all'interno delle notizie si basa su una formula del tipo: $(X - Y)/(X + Y)$ dove X e Y sono il numero di termini contenuti nelle scale dicotomiche. Ad esempio per stabilire la valenza delle notizie si può procedere in questo modo: $(P-N)/(P+N)$ dove P ed N sono rispettivamente

il numero di parole positive e negative contenute nella notizia. Il valore che si ottiene in questo modo è compreso fra -1 (notizia completamente negativa) e 1 (notizia completamente positiva).

Occorre peraltro precisare che utilizzando una procedura automatizzata il margine di errore nel classificare correttamente le notizie è teoricamente non trascurabile. Das e Chen (2001) riportano valori di accuratezza di poco superiori al 50% per l'impiego di metodologie automatizzate di classificazione dei testi. Nel caso particolare, ad esempio, se nella notizia fosse riportata la frase: "governance non buona", il sistema tenderebbe a classificare "buona" come un termine positivo e quindi si richiederebbe una correzione per non cambiare il senso della notizia.

Pertanto il valore finale di ogni scala di giudizio deve tener conto di opportune correzioni manuali volte a contenere (anche se a non eliminare del tutto) questo problema.

4. Risultati

4.1 I principali profili di comunicazione della governance

L'analisi quantitativa della rilevanza delle notizie di governance contenute nel "Il Sole 24 Ore" e riferite alle società ed agli intermediari finanziari quotati e non quotati, è riportata nella seguente tabella (Tabella 1).

Tabella 1

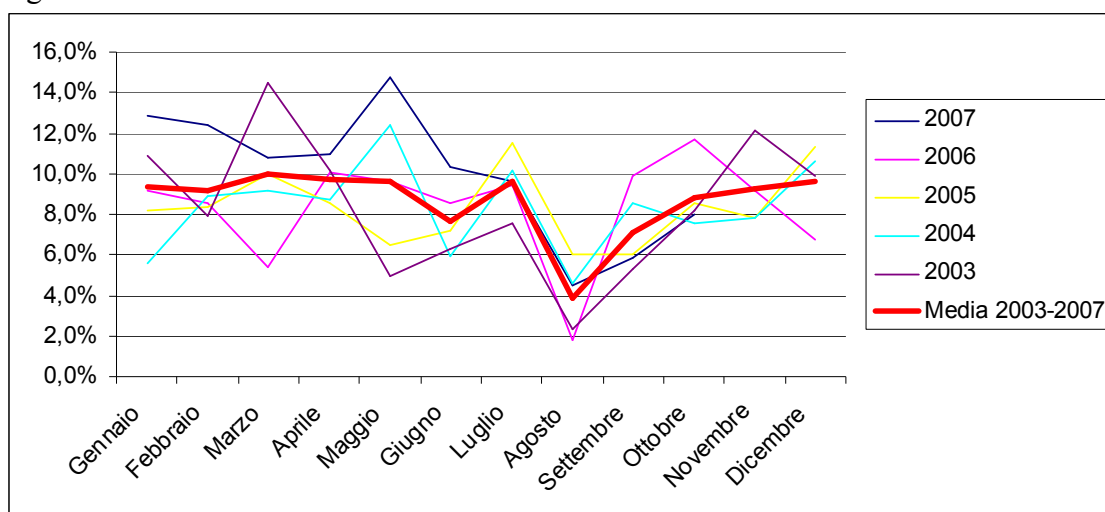
Anno di riferimento	Notizie di governance	Notizie societarie e industriali	Rappresentatività notizie di governance
2003	304	13.949	2,2%
2004	677	17.617	3,8%
2005	599	16.381	3,7%
2006	446	16.667	2,7%
2007*	427	13.999	3,1%

* Per il 2007 non sono presenti le notizie relative ai mesi di Novembre e Dicembre

In primo luogo, per quanto riguarda la rappresentatività delle notizie di governance sul totale delle notizie industriali e societarie i valori oscillano da un minimo del 2,2% del 2003 fino ad un massimo del 3,8% nel 2004. In termini assoluti si evince dai dati una progressiva diminuzione delle notizie riguardanti la governance.

Dall'analisi del trend nei diversi mesi per quanto riguarda la diffusione delle notizie di governance, i risultati mostrano in media un andamento abbastanza omogeneo, con l'unica eccezione del mese agosto. I risultati sono riportati nella seguente figura (Figura 1).

Figura 1



Passando all'analisi più approfondita dei contenuti delle notizie di governance, vengono prese in considerazione le seguenti tematiche: i) la presenza di comitati; ii) l'indipendenza; iii) la trasparenza e iv) la presenza femminile negli organi di governance.

Per quanto riguarda il primo punto, sia il Codice Preda che la raccomandazione della Commissione Europea (2005) prevedono espressamente per le società quotate la costituzione di diversi comitati al fine di garantire un più efficiente ed efficace funzionamento del Cda e la presenza di amministratori indipendenti negli organi di governance. Più nel dettaglio gli incarichi ricoperti all'interno dei comitati da consiglieri indipendenti devono essere interpretati come una prassi di buona governance per le società quotate e non. La necessità di una strutturazione per comitati può essere spiegata facendo riferimento alla crescente complessità dei compiti dei consiglieri che richiede la definizione di strutture organizzative sempre più articolate, di cui la stampa fornisce un ampio risalto all'interno delle notizie di governance.

Mediamente, all'interno del periodo considerato, i termini relativi all'esistenza di comitati di governance all'interno del consiglio di amministrazione sono quelli che ricorrono di più dato che il valore medio è pari a 3,22 termini ogni 10.000 parole (Figura 2).

Riguardo al tema dell'indipendenza si ritiene che la presenza di amministratori indipendenti sia un mezzo per proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholders dalle decisioni del management o di alcune categorie di azionisti. In questo senso gli amministratori indipendenti apporterebbero le loro specifiche competenze, contribuendo all'assunzione di decisioni equilibrate e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse.

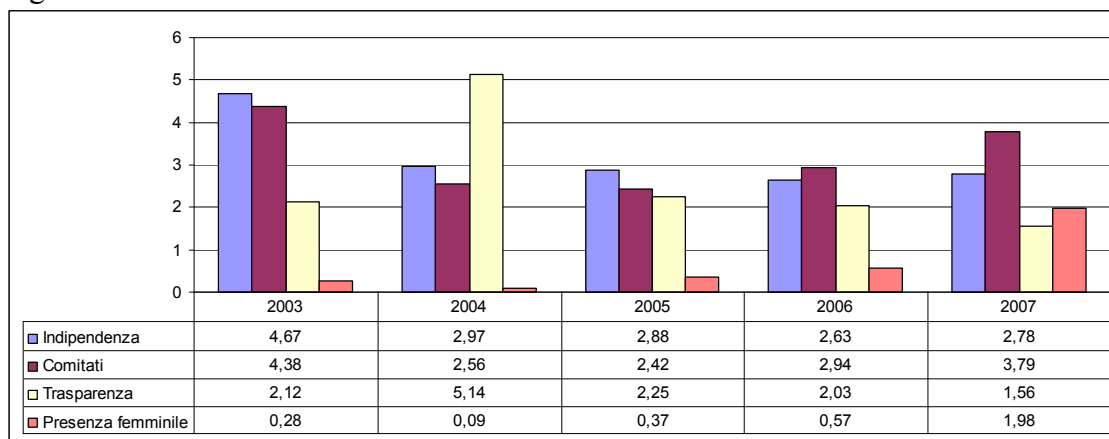
Anche a questo tema dunque viene dato ampio risalto nel periodo 2003-2007 (il valore medio in questo caso è di 3,18 termini ogni 10.000 parole) tuttavia dal 2003 al 2007 la rilevanza è diminuita di circa il 40% (Figura 2).

Altra tematica particolarmente importante che è stata considerata è quella della trasparenza. Come era plausibile attendersi, la rilevanza data al tema è stata

particolarmente ampia nel 2004 a seguito del caso Parmalat, a sua volta preceduto in Italia dal caso Cirio nel 2002 e negli USA dai casi Enron e Worldcom risalenti entrambi al 2002. Effettuando, invece, un raffronto fra il 2003 ed il 2007 si nota una riduzione di circa il 27% della rilevanza per il tema della trasparenza, il cui valore passa da 2,12 termini ogni 10.000 parole del 2003 a 1,56 termini ogni 10.000 parole nel 2007 (Figura 2).

Negli ultimi anni, un ampio risalto negli studi di governance è stato dato all'aspetto della diversità rappresentato dalla partecipazione femminile. Si può sostenere, infatti, che il funzionamento degli organi di governance richiede sempre di più la diversificazione delle competenze e dei comportamenti dei relativi membri. Secondo l'ultimo Board Diversity Report di Spencer Stuart riferito all'anno 2006, nell'ambito delle principali 200 aziende dell'indice S&P 500 la presenza di donne nei Cda è pari al 16% sul totale dei consiglieri ed il 97% del Cda ha almeno una donna come membro. D'accordo con il crescente risalto dato alla presenza delle donne nei Cda, a questo tema viene dato un peso sempre maggiore nel corso del periodo considerato. Anche se il valore medio per i diversi anni è pari a 0,66 termini ogni 10.000 parole (e quindi in termini relativi si colloca al quarto posto delle tematiche considerate in questo studio) dal 2003 al 2007 l'incremento di rilevanza è in assoluto il più alto e pari a circa il 600% (Figura 2).

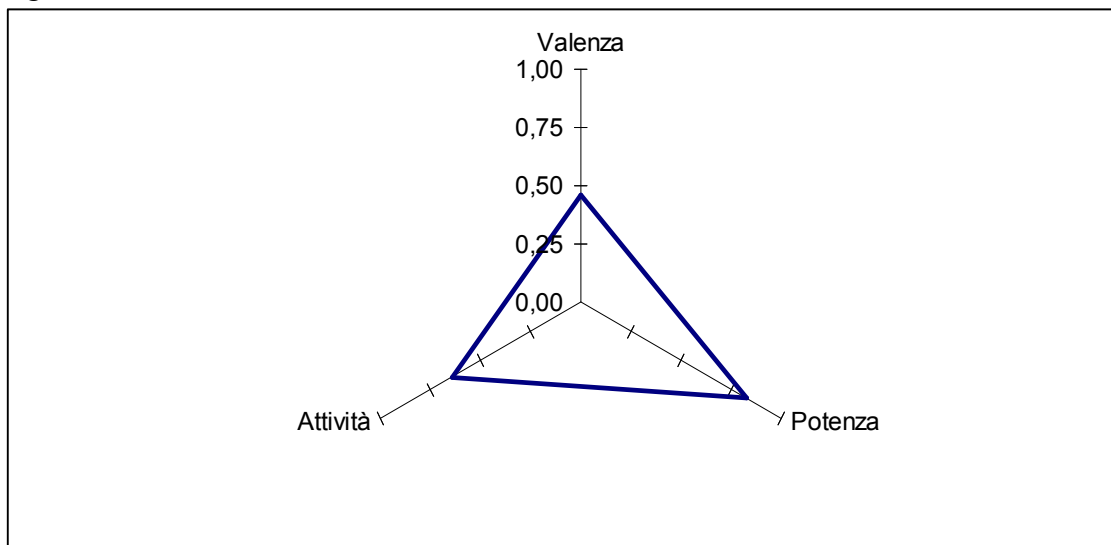
Figura 2



4.2 L'analisi semantica delle notizie di governance

L'analisi semantica delle notizie di governance effettuata per le società e gli intermediari finanziari quotati si basa sulle tre scale di giudizio (Osgood, Suci, Tannenbaum 1957): i) Valenza (Positivo-Negativo); ii) Potenza (Forte-Debole); iii) Attività (Attivo-Passivo). Complessivamente le notizie sono 215, così suddivise per i vari anni: 24 notizie per il 2003, 29 notizie per il 2004 e per il 2005, 45 notizie per il 2006 e 88 notizie per il 2007.

Figura 3



Per quanto riguarda la valenza, la figura 3 mostra un profilo in media sicuramente favorevole delle notizie di governance all'interno del periodo di tempo considerato (il valore osservato è pari a 0,46). Ciò significa che il linguaggio utilizzato, tenendo conto delle opportune correzioni, lascia intendere un'osservazione prevalentemente concentrata su aspetti positivi della governance delle imprese.

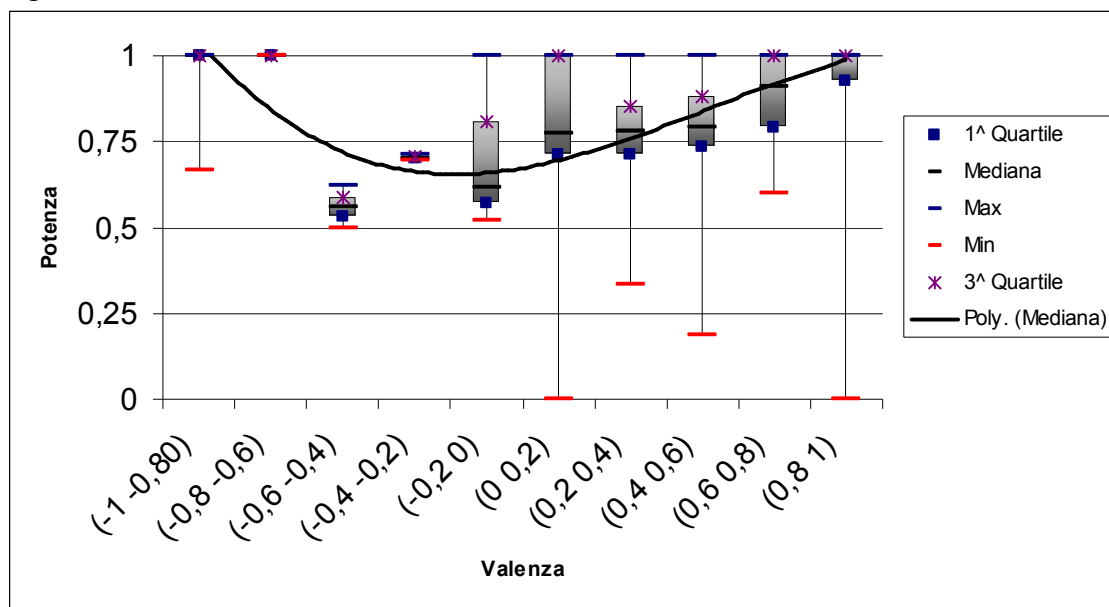
Con riferimento alla forza espositiva utilizzata (potenza) le notizie si caratterizzano mediamente per intensità molto vicine al valore massimo (il valore osservato è pari a 0,82), a riprova dell'enfasi elevata che viene rivolta all'aspetto della governance d'impresa.

In ultimo, considerando l'attività delle notizie si osserva in media un ruolo (o meglio, un orientamento) sicuramente attivo da parte del quotidiano oggetto di analisi (il valore osservato è pari a 0,64).

Successivamente, passando alla verifica dell'ipotesi che vi sia una relazione ad U fra valenza e potenza delle notizie di governance riferite alle sole società quotate per il periodo 2003-2007, si è proceduto con la creazione di un grafico di sintesi del tipo Box Plot contenente, nell'asse delle ascisse, le varie fasce di valori per la variabile Valenza e, nell'asse delle ordinate, la variabile Potenza.

Per quest'ultima, all'interno delle fasce individuate per la variabile Valenza, sono stati riportati i valori corrispondenti a primo quartile, secondo quartile (mediana), terzo quartile, massimo e minimo. In seguito è stata inserita una linea di tendenza dei valori mediani del tipo polinomiale di ordine 3 (Figura 4).

Figura 4



Il grafico mostra una relazione curvilinea, seppure poco accentuata, fra le scale di valenza e potenza riferite alle notizie di governance. L'ipotesi di una relazione ad U fra la valenza positiva o negativa delle notizie e l'espressività delle stesse sembrerebbe quindi trovare conferma. In realtà occorre considerare pure come in generale i valori della scala di potenza restano molto elevati per tutte le "fasce" di valenza considerate e come questo aspetto faccia in qualche modo diminuire la significatività della relazione così ottenuta.

A livello teorico possono certamente essere evidenziate diverse implicazioni di questo lavoro per gli studi che intendono verificare la relazione esistente fra la diffusione di notizie (non solo di governance) ed i prezzi dei titoli azionari delle società interessate dalle notizie stesse.

In primo luogo vi è la possibilità che eventuali variazioni nel prezzo delle azioni siano in funzione non soltanto della valenza positiva o negativa di una notizia ma anche dell'intensità che questa assume all'interno della relativa scala. Questo studio definisce un approccio che consente di tracciare il profilo semantico delle notizie di governance e, conseguentemente, di definire l'intensità assunta dalle notizie per le tre scale di valenza, potenza e attività.

In secondo luogo viene considerata la possibilità che l'analisi degli effetti delle notizie sul comportamento degli investitori consideri non soltanto la valenza (e la relativa intensità) ma pure la forza espositiva ed il livello di attività delle stesse. La "drammatizzazione" delle notizie potrebbe avere l'effetto di influenzare sia l'impatto delle stesse sull'investor sentiment che la durata degli effetti. In questo senso, pare opportuno pure che ulteriori studi siano condotti per valutare l'esistenza di eventuali differenze, attribuibili alla sola forza espositiva delle notizie, negli effetti prodotti sui comportamenti degli investitori.

5. Conclusioni

Il lavoro contribuisce sotto differenti punti di vista alla letteratura che studia gli effetti delle notizie (in particolar modo quelle di governance) sull'investor sentiment e sui comportamenti degli investitori.

La letteratura esaminata pone in risalto la rilevanza che le notizie societarie fornite dai mass media hanno progressivamente assunto per le scelte di investimento degli individui e fornisce importanti riscontri del fatto che la diffusione delle notizie riguardanti una certa società e la valenza positiva o negativa delle stesse possono influenzare il comportamento degli investitori e quindi riflettersi sul prezzo delle azioni oltre che sui volumi di negoziazione delle stesse.

La diffusione di notizie riguardanti gli aspetti di governance delle imprese contribuisce anche alla minimizzazione dei costi di controllo sull'operato del management da parte degli azionisti ed alla legittimazione del management (e delle stesse società) come conseguenza del rispetto degli standard comunemente definiti di buona governance.

Il principale risultato di questo studio è senza dubbio rappresentato dalla constatazione che l'effetto delle notizie societarie e di governance sul comportamento degli investitori deve considerare vari aspetti concernenti sia il contenuto positivo o negativo delle stesse che il linguaggio utilizzato. Al momento non si è a conoscenza di nessuno studio che abbia considerato congiuntamente questi aspetti.

Ipotizzare una relazione ad U fra valenza e potenza delle notizie significa tener conto di una sorta di effetto di drammatizzazione di queste ultime che potrebbe non essere irrilevante sia per la creazione di un investor sentiment che per l'attuazione di azioni concrete da parte degli investitori.

L'effetto di drammatizzazione, già indagato a livello di studi cognitivi, potrebbe infatti incidere sul livello emozionale degli investitori e quindi potrebbe influenzare non soltanto le reazioni conseguenti la diffusione di una certa notizia, ma anche la relativa intensità. La verifica di questi aspetti non rappresenta un'area di indagine specifica di questo lavoro ma se ne sottolinea comunque la rilevanza a livello teorico.

In conclusione, gli effetti di una notizia possono essere studiati sotto diversi punti di vista all'interno dei quali la valenza positiva o negativa costituisce solo un particolare ambito di analisi.

Bibliografia

Antweiler W., Frank M.Z., *Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards*, Journal of Finance 59/3: 1259-1293, 2004.

Bagnoli M., Beneish M.D., Watts S.G., *Whisper forecasts of Quarterly Earnings per share*, Journal of Accounting and Economics 28/1: 27-50, 1999.

Bauer, R., Günster N., Otten R., *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*, Journal of Asset Management, 5/2: 91-104, 2004.

Baumeister, R.F., Bratslavsky, E., Finkenauer, C., Vohs, K.D., *Bad is stronger than good*, Review of General Psychology 5: 323–370, 2001.

Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., *What Matters in Corporate Governance?*, Discussion Paper Num. 491, Harvard John M. Olin centre for Law, Economics and Business, 2004.

Black B.S., Jang H., Kim W., *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea*, Journal of Law, Economics, and Organization 22/2: 366-413, 2006.

Brief, A.P., Motowidlo, S.J., *Prosocial organizational behaviors*, Academy of Management Review, 11: 710-725, 1986.

Brown L.D., Caylor M.L., *The correlation between corporate governance and company performance*, Research study commissioned by ISS, 2004.

Brown L.D., Caylor M.L., *Corporate governance and firm performance*, The Accounting Review 80/2: 423-40, 2005.

Carretta, A., Farina, V., Schwizer, P., *Esistono competenze board-specific? Un'assessment sulle banche italiane*. In (a cura di) Bracchi G., Masciandaro D., XII Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano "Banche italiane: la metamorfosi?". Edibank-Bancaria Editrice, Milano, 2007.

Chava, S., Dierker, M., Livdan, D., *Do shareholder rights affect the cost of bank loans?*, working paper, University of Houston, Houston, 2004.

Choi J.J., Laibson D., Metrick A., *Does the Internet Increase Trading? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans*, NBER Working Papers 7878, National Bureau of Economic Research, 2000.

Colarossi F., Giorgino M., *Corporate governance e valore di mercato: un'analisi sulle blue chips italiane*, paper presentato alla XVII Riunione Scientifica AiIG, 12-13 giugno 2006, Roma.

- Coval J.D., Shumway T., *Is sound just noise?*, Journal of Finance 56/5: 1887- 1910, 2001.
- Cremers K.J.M., Nair V.B., Governance mechanisms and equity prices, Journal of Finance 60/6: 2859-94, 2005.
- Damton, R., *Writing News and Telling Stories*, Daedalus, 104/2: 175-193, 1975.
- Das S.R., Chen M.Y., *Yahoo! for Amazon: opinion extraction from small talk on the web*, working paper, Santa Clara University, 2001.
- Deephouse D.L., *Media reputation as a strategic resource: an integration of mass communication and resource-based theories*, Journal of Management 26/6: 1091-1112, 2000.
- Drobetz W., Shillhofer A., Zimmermann H., *Corporate governance and expected stock return: evidence from Germany*, WWZ Department of Finance Working Paper 2, University Basel, 2003.
- Durnev A., Kim E.H., *To steal or not to steal? Firm attributes, legal environment, and valuation*, Journal of Finance 60/3: 1461-94, 2005.
- El Mir A., Seboui S., *Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value*”, Corporate Governance 8/1: 46-58, 2008.
- Fama, E., Jensen, M., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics 26: 301-326, 1983.
- Fiske, S.T., Taylor, S.E., *Social cognition*, New York: McGraw-Hill, 1991.
- Gibson, R., Zillmann, D., *Exaggerated versus representative exemplification in news reports: Perception of issues and personal consequences*, Communication Research 21: 603-624, 1994.
- Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A., *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics 118/1: 107-155, 2003.
- Hayward M.L.A., Rindova V.P., Pollock T.G., *Believing one's own press: the causes and consequences of CEO celebrity*, Strategic Management Journal 25/7: 637-653, 2004.
- Holmstrom B., *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*, NBER Working Papers 6875, National Bureau of Economic Research, 1999.
- Jensen M., Meckling W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3: 303-360, 1976.

Johnson J.L., Ellstrand A.E., Dalton D., Dalton C., *The influence of the financial press on stockholder wealth: the case of corporate governance*, Strategic management Journal 26/5: 461- 471, 2005.

Klock M.S., Mansi S.A. & Maxwell W.F., *Does corporate governance matter to bondholders?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 40/4: 693-720, 2005.

Lehn K., Patro S., Zhao M., *Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which?*, Journal of Corporate Finance 13/5: 907-928, 2007.

Milgrom P., Roberts J., *Economics Organization and Management*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1992.

OECD, *Principi di governo societario*, 2004.

Osgood, C.E. Suci, G.J., Tannenbaum, P.H., *The Measurement of Meaning*, University of Illinois Press, Urbana, 1957.

Pollock T.G., Rindova V.P., *Media legitimation effects in the market for initial public offerings*, Academy of Management Journal 46/5: 631-642, 2003.

Reeve, J., *Understanding motivation and emotion*. Fort Worth, TX: Harcourt Brace Jovanovich, 1992.

Rindova V.P., Pollock T.G., Hayward M.L., *Celebrity firms: the social construction of market popularity*, Academy of Management Review 31/1: 50-71, 2006.

Roberts, C.W., *Text analysis for the social sciences: Methods for drawing statistical inferences from texts and transcripts*, Lawrence Erlbaum, Mahwah, 1997.

Rozin, P., Royzman, E., *Negativity bias, negativity dominance, and contagion*, Personality and Social Psychology Review, 5: 296-320, 2001.

Sapienza H.J., Gupta A.K., *Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-entrepreneur relations*, Academy of Management Journal 37/6: 1618-1632, 1994.

Shoemaker P., Reese, S. *Mediating the message: Theories of influence on mass media content*, New York: Longman, 1996.

Stone, P.J., Dunphy, D.C., Smith M.S., Ogilvie, D.M., *The General Inquirer: a computer approach to content analysis*, MIT studies in comparative politics, MIT Press, Cambridge, 1966.

Tam O.K., Tan M.G., *Ownership, governance and firm performance in Malaysia*, Corporate Governance 15/2: 208-222, 2007.

Tetlock P.C., *Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market*, The Journal of Finance 62/3: 1139-1168, 2007.

Tetlock P.C., Saar-Tsechansky M., Mackassy S., *More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals*, *The Journal of Finance* 63/3: 1437-1467, 2008.

Tumarkin R., Whitelaw R.F., *News or noise? Internet message board activity and stock prices*, *Financial Analyst Journal* 57/3: 41-51, 2001.

Wysocki P.D., *Cheap talk on the web: the determinants of postings on stock message boards*, University of Michigan Business School Working Paper No. 98025, 1998.