

Imprese femminili: strategie competitive e differenziali di performance nel manifatturiero italiano. Quali evidenze da un'analisi di matching

Direzione Studi e Ricerche

Ottobre 2015

Imprese femminili: strategie competitive e differenziali di performance nel manifatturiero italiano. Quali evidenze da un'analisi di matching*

Ilaria Sangalli, Stefania Trenti**

Introduzione	2
I. Cenni di letteratura	2
2. Il campione di imprese analizzato: una definizione operativa di imprenditoria femminile	4
3. Imprese femminili e strategie competitive	6
4. Le performance delle imprese femminili: una analisi descrittiva	8
5. Strategie e performance nelle imprese femminili: un approccio econometrico	9
Conclusioni	15
Bibliografia	16

Ottobre 2015

* Una versione preliminare di questo studio è stata pubblicata nel Rapporto "Analisi dei Settori Industriali" Intesa Sanpaolo-Prometeia, maggio 2015.

** Intesa Sanpaolo SpA, Direzione Studi e Ricerche: ilaria.sangalli@intesasnpaolo.com; stefania.trenti@intesasnpaolo.com.

Si ringraziano Alessandra Benedini, Andrea Dossena, Giovanni Foresti, Fabrizio Guelpa e Alessandra Lanza per i commenti a una versione precedente dello studio e Angelo Palumbo per il contributo alla realizzazione della base dati. La responsabilità di quanto sostenuto rimane dei soli autori.

Introduzione

Il tema dell'imprenditoria femminile è stato negli ultimi anni al centro di un ampio dibattito, sia a livello internazionale che nazionale. Nonostante l'Italia sia percepita in una posizione ancora svantaggiata dal punto di vista della parità di genere, nel confronto con altre realtà europee¹, il paese si è mosso negli ultimi anni in maniera proattiva al fine di stimolare una maggiore partecipazione delle donne al *management* aziendale. Ciò è avvenuto anche attraverso l'introduzione di specifici incentivi, come la legge del 120/2011² sulle quote rosa nei Consigli di Amministrazione delle società quotate, che ha rappresentato il primo vero intervento dello Stato italiano in materia - sulla scia del modello già adottato in Norvegia.

Ma esiste davvero una specificità dell'imprenditoria femminile in Italia? E se sì, che impatto determina sulle performance aziendali? Il presente lavoro si propone di contribuire alla letteratura in materia sfruttando il patrimonio informativo contenuto in ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database). Si cercherà dapprima di porre l'accento su potenziali differenze tra imprese femminili e non in termini di strategie adottate: innovazione, internazionalizzazione, possesso di certificazioni ambientali o di qualità della gestione, acquisizione di marchi registrati a livello internazionale. Si affronterà poi da un punto di vista econometrico la questione dei differenziali di performance, con specifico riferimento alla crescita del fatturato e della marginalità. Si cercherà inoltre di porre l'accento sul nesso di causalità, poco esplorato in letteratura. L'analisi copre gli anni dal 2008 al 2013, un periodo sfidante per il manifatturiero italiano, che ha dovuto resistere agli urti di una doppia ondata recessiva.

1. Cenni di letteratura

Negli ultimi anni la letteratura sulla partecipazione delle donne alla crescita economica, (accuratamente sintetizzata in Profeta et al., 2014), si è arricchita di numerosi contributi, dedicati *in primis* alle discriminazioni subite dalle donne nel mercato del lavoro (differenziali di salario, percorsi di carriera difficili) e nell'ambiente competitivo. Tali discriminazioni potrebbero determinare o aver determinato anche una penalizzazione delle imprese a conduzione femminile, in termini di risultati conseguiti.

In particolare, una parte della letteratura sottolinea la presenza di divari di performance tra imprese in rosa e imprese caratterizzate da *management* misto o prettamente maschile. Tali *gap* sarebbero riconducibili a caratteristiche individuali, quali una minore esperienza manageriale delle donne o la tendenza ad evitare situazioni di forte competizione, oltre che ad una differente specializzazione produttiva delle imprese (quelle femminili risulterebbero specializzate in alcuni settori, perlopiù a minor intensità di capitale). La situazione di apparente svantaggio delle imprese in rosa deriverebbe, inoltre, anche da difficoltà ambientali o socio-culturali, frutto della presenza di vere e proprie discriminazioni di genere che influenzano la vita dell'impresa fin dalle sue fasi iniziali (maggiore difficoltà nel reperire finanziamenti, maggiore difficoltà nello stabilire rapporti fiduciari con clienti e fornitori etc.). I due tipi di fattori (individuali e socio-culturali) potrebbero inoltre rafforzarsi a vicenda: un contesto fortemente penalizzante potrebbe portare, ad esempio, a scoraggiare l'iniziativa imprenditoriale femminile, determinando una minore possibilità di accumulare esperienze manageriali nel tempo. Le difficoltà di accesso al credito potrebbero invece influenzare la scelta del settore, inducendo a privilegiare i settori a minore intensità di capitale. Al tempo stesso, la minore propensione ad assumere rischi potrebbe

¹ Si vedano ad esempio i dati dello European Values Survey.

² La prima pubblicazione della legge nella Gazzetta Ufficiale risale al 2011 ma si identifica nell'agosto 2012 il mese di effettiva entrata in vigore. La legge prevede che i Consigli di Amministrazione delle società quotate debbano essere costituiti in misura non inferiore ad un terzo da donne. Si tratta di una legge che ha validità temporale di soli dieci anni (fino al 2022), entro i quali si auspica di raggiungere l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che sinora hanno limitato l'accesso delle donne a ruoli di comando, favorendo un processo di rinnovamento culturale a supporto di una maggiore meritocrazia e di opportunità di crescita.

rafforzare gli stereotipi di genere, aumentando la discriminazione sul mercato del lavoro e nel contesto competitivo.

A livello internazionale, le evidenze raccolte sull'importanza dei diversi fattori e sulle specificità delle imprese femminili (in termini di caratteristiche e performance) conducono a risultati non univoci, a testimonianza della complessità dei fattori in gioco.

In molti contributi sul ruolo della diversità di genere nel *top management* (condotti prevalentemente su grandi imprese quotate) tendono a prevalere effetti positivi: la presenza femminile nei vertici dell'azienda porterebbe a risultati migliori, motivati da una minore propensione al rischio, da una maggiore preparazione e istruzione delle donne al vertice, dall'importanza dell'eterogeneità di competenze (si vedano tra gli altri Smith et al., 2006, Joy et al., 2007, Nguyen and Faff, 2007, Campbell and Minguez-Vera, 2008, Francoeur et al., 2008, Hoogendoorn et al., 2013).

Molti studi evidenziano, all'opposto, forti difficoltà riscontrate dalle imprese femminili, in particolare da quelle di dimensioni minori (si vedano ad esempio i contributi di Fischer et al., 1993, Du Rietz e Henrekson, 2000, Gneezy et al., 2003, Adams and Ferreira, 2009, Croson e Gneezy, 2009, Gottschalk e Niefert, 2011).

Risultati discordanti emergono anche dagli studi condotti sulla realtà italiana³. Il paper di Depalo e Lotti (2013) focalizza l'attenzione sul periodo 2005-10: dall'analisi descrittiva ed econometrica non sembrano emergere differenze sostanziali tra imprese femminili e maschili in termini di redditività della gestione caratteristica (ROI), redditività del capitale investito (ROA) e produttività; le imprese femminili del campione presentano invece, nel medesimo periodo, un tasso di redditività complessiva (ROE) più basso e una minore liquidità. Il lavoro di Macis et al. (2014), evidenzia invece una relazione positiva tra la leadership femminile e le performance delle imprese, misurate in termini di vendite per addetto, valore aggiunto per addetto e produttività totale dei fattori, in funzione crescente della quota di occupazione femminile nell'azienda.

Gli studi condotti da Cerved Group – alcuni in collaborazione con ManagerItalia - forniscono invece una lettura interessante del fenomeno dal punto di vista della rischiosità: il campione di imprese in rosa si sarebbe distinto per tassi di insolvenza più bassi nel corso della grave recessione del 2009. Differenze tra imprese femminili e non si sostanzierebbero anche in termini di accesso al credito, con un divario che si risolve questa volta a sfavore delle prime. Evidenze di *gender discrimination* sono difatti messe in risalto nei contributi di Bellucci et al. (2010), Alesina et al. (2012), Cesaroni et al. (2013). Quest'ultimo paper sottolinea come, durante il triennio 2007-09, le imprese italiane guidate da donne abbiano subito maggiormente la fase di contrazione del credito. Inoltre, tali imprese si troverebbero a dover fronteggiare tassi di interesse più alti e richieste di maggiore collaterale.

Cruciale appare, in molti studi, la necessità di controllare per una serie di fattori esterni (dalle dimensioni d'impresa al settore di appartenenza, alle strategie delle imprese), tuttavia non facilmente catturabili sulla base di adeguate *proxy*. Appare inoltre difficile stabilire dei nessi di causalità: ad esempio, le imprese con migliori performance potrebbero adottare specifiche politiche contro la discriminazione di genere, risultando pertanto caratterizzate da una maggiore presenza femminile. In questo contributo si cercherà di evidenziare se emergono differenze nei percorsi strategici e nelle performance delle imprese femminili nel manifatturiero italiano, utilizzando un ampio insieme di informazioni sugli aspetti qualitativi e quantitativi e cercando, al tempo stesso, di affrontare con specifici strumenti econometrici il tema della causalità.

³ Alcune osservazioni interessanti sul ruolo del management femminile – che prescindono però da un confronto sulle performance - emergono anche da alcuni lavori preliminari di *network analysis*: Drago et al. 2011, 2012, Santella et al. 2007, 2008.

2. Il campione di imprese analizzato: una definizione operativa di imprenditoria femminile

Una definizione vera e propria di impresa femminile è venuta affermandosi nel diritto italiano solo negli anni più recenti. In particolare, si fa riferimento alla legge 215 del 1992 (articolo 2 comma 1, lettera A), cui sono seguite modifiche e integrazioni. Si definiscono femminili le imprese che presentano le seguenti caratteristiche: società cooperative e società di persone costituite in misura non inferiore al 60% da donne; società di capitali le cui quote di partecipazione spettano in misura non inferiore ai 2/3 a donne o i cui organi di amministrazione siano costituiti per almeno 2/3 da donne; imprese individuali gestite da donne.

Le informazioni disponibili in ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database) non consentono di identificare le imprese femminili partendo dal peso delle quote societarie. E' possibile, tuttavia, selezionare le imprese sulla base dell'appartenenza di genere del presidente, dell'amministratore unico e del consiglio di amministrazione. Si è scelto, pertanto, di definire le imprese come femminili quando siano guidate da un presidente o un amministratore unico donna e quando il numero di amministratori donna sia pari alla metà dei membri del consiglio di amministrazione. Quest'ultima condizione, meno stringente rispetto a quella legislativa, consente in particolare di mantenere all'interno del campione di analisi un numero più elevato di realtà di medio/grandi dimensioni – ma non soggette alla legge 120/2011 sulle quote rosa. Ciò contribuisce a dar valore all'analisi, in un paese come l'Italia dove l'imprenditoria femminile fatica sicuramente di più a emergere.

Il campione di partenza è composto da 49.956 imprese manifatturiere, con un fatturato superiore a 750mila euro nel 2008 e a 150mila euro nel biennio 2012-13⁴, di cui si dispone con continuità dei dati di bilancio relativi agli anni dal 2008 al 2013. Sono state inoltre eliminate le imprese che presentavano valori anomali di crescita del fatturato nel periodo analizzato (al di sotto del 1° percentile e al di sopra del 99° percentile) e margini operativi lordi negativi nel primo anno di analisi, il 2008 (ovvero già prima della doppia fase recessiva che ha interessato gli anni seguenti).

All'interno di questo campione sono state individuate 6.524 imprese manifatturiere femminili - sulla base dei criteri appena descritti, tra cui 2.244 imprese individuali e 735 aziende con presidente donna; le restanti realtà presentano un *board* composto per la metà da donne. Le imprese in rosa rappresentano pertanto il 13% del campione complessivo di aziende manifatturiere. Si tratta di un'incidenza inferiore rispetto a quella riscontrata in altre analisi eseguite sui dati italiani. Tali analisi tendono però a considerare il complesso dell'economia e a far emergere una forte presenza femminile nei settori dei servizi alla persona e nell'artigianato⁵. Quando il campo di osservazione si restringe al solo manifatturiero, come nel nostro caso, non sembra emergere – in linea generale – una specifica specializzazione settoriale delle imprese in rosa. La quota di realtà femminili nel nostro campione risulta infatti pressoché uniforme tra i settori, con una leggera maggiore presenza in alcuni settori produttori di beni di consumo (farmaceutica, sistema moda, altri beni di consumo, cosmesi e detergenza) e una diffusione inferiore nell'elettronica e nei prodotti per le costruzioni. Sfruttando una definizione ampia di imprese femminili, come quella qui proposta, non si notano le distorsioni settoriali emerse, invece, in altre analisi - in particolare per quanto riguarda una minore presenza nei settori ad elevata intensità di capitale.

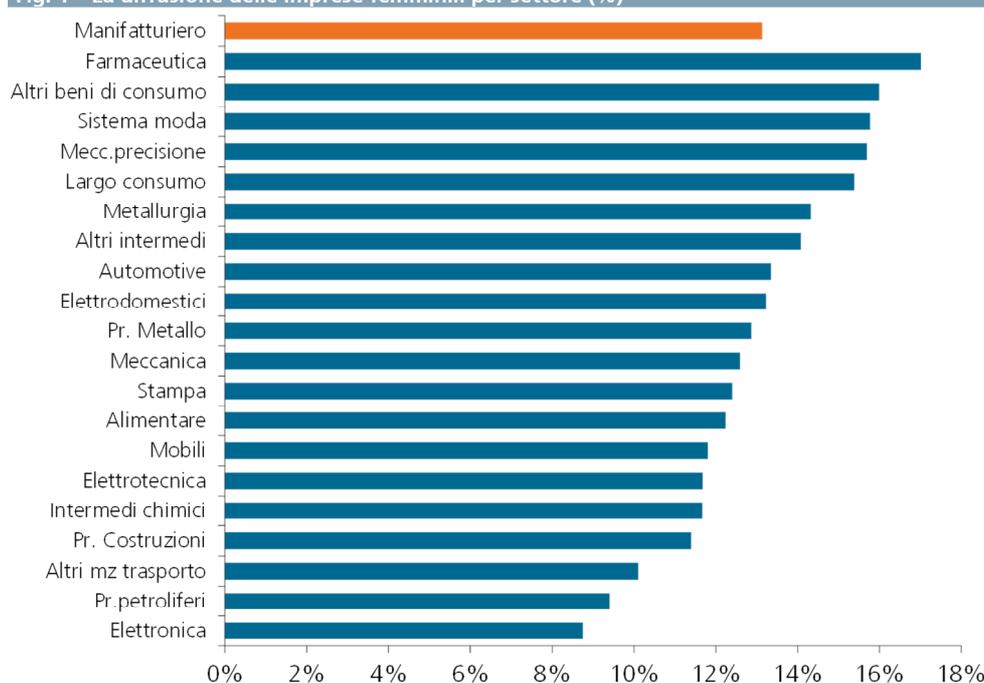
⁴ Le imprese con fatturato inferiore a 150 mila euro sono da considerarsi potenzialmente in liquidazione.

⁵ Si veda ad esempio l'Osservatorio per l'imprenditoria femminile prodotto da Unioncamere che, nell'ultima rilevazione relativa al primo trimestre 2015, evidenzia una quota di imprese femminili pari al 21%, con picchi elevati nei servizi alla persona e nell'assistenza sociale non residenziale, dove le donne rappresentano la maggioranza degli imprenditori. Tra le imprese artigiane, escluse dalle soglie dimensionali adottate in questo lavoro, la presenza femminile è pari al 15% circa.

L'analisi per dimensione, effettuata tenendo conto delle soglie di fatturato della Commissione Europea, evidenzia invece maggiori differenze: il sotto campione delle imprese femminili risulta fortemente influenzato dalla presenza di realtà di dimensioni minori (con un fatturato al di sotto dei 10 milioni di euro nel 2008), che raggiungono un peso del 13,7%. Solo di poco inferiore al dato totale (11,6%) è invece la quota di imprese femminili tra le medie imprese (fatturato 2008 tra 10 e 50 milioni di euro); quota che cala al 6,5% per le imprese di maggiori dimensioni (fatturato 2008 al di sopra di 50 milioni di euro). Sembra dunque emergere una sorta di "soffitto di cristallo" per quanto concerne la dimensione d'impresa, nonostante l'imprenditoria femminile sia un fenomeno in forte crescita e nonostante gli obblighi legislativi imposti dalla legge 120/2011.

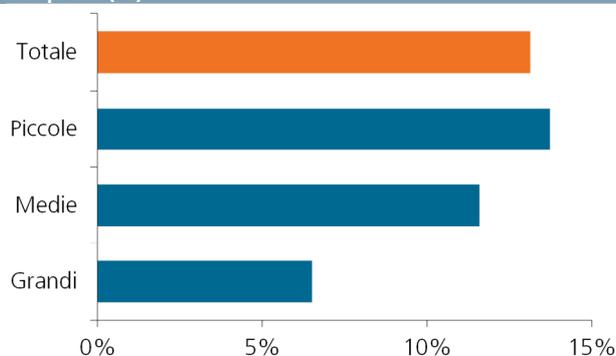
Dal punto di vista geografico è possibile osservare una preponderanza di imprese femminili al Nord-ovest (43,8%, contro un'incidenza del 38,8% nel resto del campione) e una presenza inferiore al Sud (10%, contro l'11,6% del restante manifatturiero) - coerentemente con i dati relativi alla partecipazione femminile al mercato del lavoro, che vedono le regioni del Mezzogiorno fortemente penalizzate (il tasso di occupazione femminile nel Mezzogiorno è sceso al livello minimo del 23,1% nel 2014).

Fig. 1 – La diffusione delle imprese femminili per settore (%)



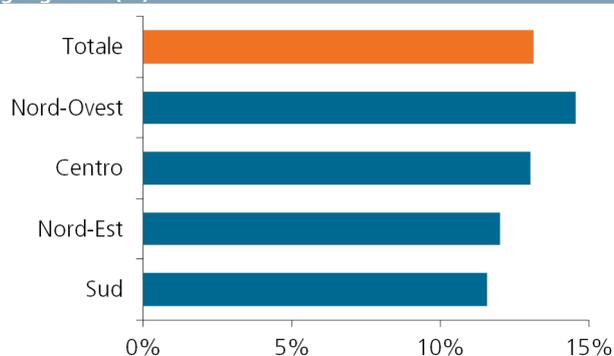
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 2 – La diffusione delle imprese femminili per dimensione d'impresa (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 3 – La diffusione delle imprese femminili per area geografica (%)



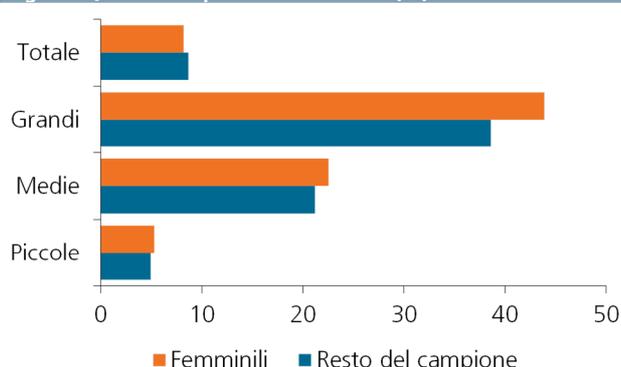
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

3. Imprese femminili e strategie competitive

L'analisi della diffusione delle imprese femminili evidenzia, dunque, una minore dimensione media ma, al contempo, una distribuzione per settore non particolarmente differente rispetto al totale manifatturiero. Le informazioni contenute in ISID consentono di ampliare l'analisi descrittiva, facendo emergere eventuali differenze tra imprese femminili e non dal punto di vista delle strategie adottate: innovazione (domande di brevetto presentate all'EPO, *European Patent Office*), *marketing* (analisi dei marchi internazionali registrati al WIPO, *World Intellectual Property Organization*), qualità dei processi (utilizzando come *proxy* le certificazioni di qualità ed ambientali) e internazionalizzazione – perseguita per mezzo di attività esportativa (si sfrutta un indicatore composito che coglie la capacità di essere presenti in modo continuativo sui mercati esteri) o per tramite di proprie partecipate (tali informazioni sono tratte dal database Reprint del Politecnico di Milano). E' poi possibile, sempre utilizzando le informazioni di Reprint, verificare l'appartenenza o meno delle imprese a gruppi multinazionali esteri.

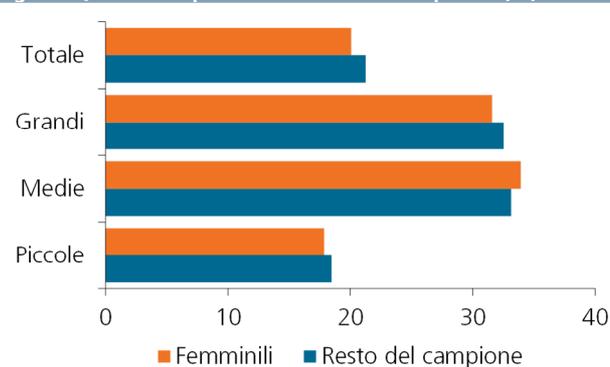
La forte presenza tra le imprese femminili di PMI, in generale più in difficoltà nell'adottare queste strategie, suggerisce un criterio di lettura dei dati a parità di dimensione.

Fig. 4 – Quota di imprese brevettatrici (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 5 – Quota di imprese con certificate di qualità (%)

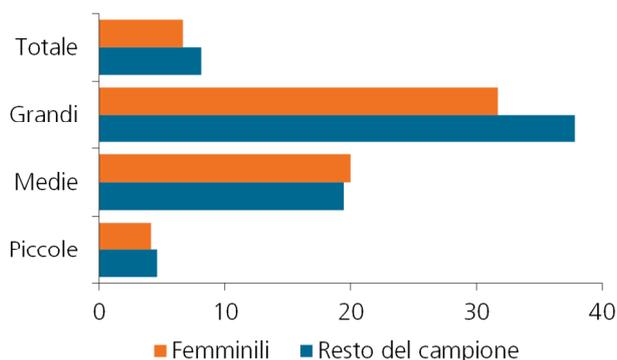


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

La quota di realtà innovatrici appare, ad esempio, simile nel confronto tra le imprese femminili e il resto del campione. Analizzando tuttavia i dati per dimensione d'impresa, emerge come tale risultato sia in realtà frutto della composizione dei due sotto-campioni (che vedono appunto le PMI dominanti nel caso dell'imprenditoria femminile). Il dato maschera, infatti, una significativa

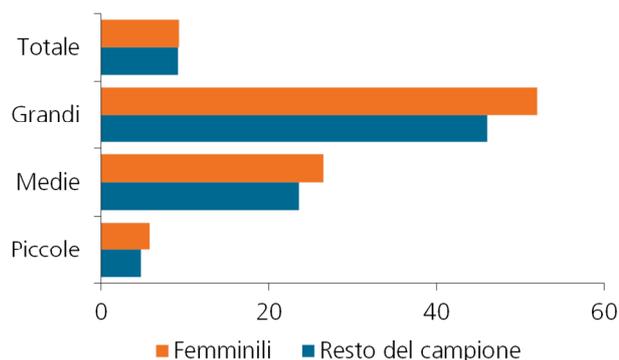
maggiore propensione nei confronti dell'innovazione da parte delle grandi imprese a conduzione femminile. Non emergono invece differenze, nemmeno a parità di dimensione, per quanto riguarda la propensione a certificare la qualità dei propri processi produttivi. Si rileva, per contro, una diffusione leggermente inferiore delle certificazioni ambientali tra le imprese femminili, parzialmente riconducibile alla minore presenza di imprese in rosa nei settori più interessati alla sottoscrizione di questo tipo di certificazioni (come la chimica).

Fig. 6 – Quota di imprese con certificazioni ambientali (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

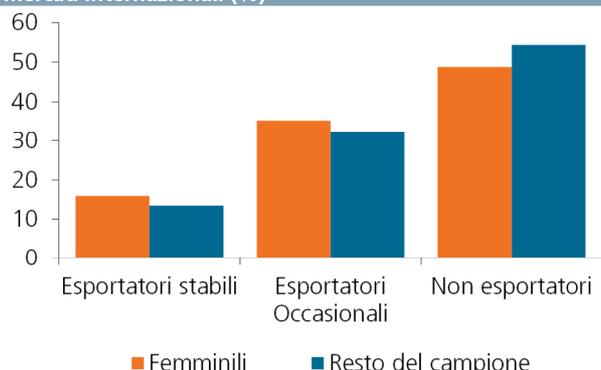
Fig. 7 – Quota imprese con marchi internazionali registrati (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

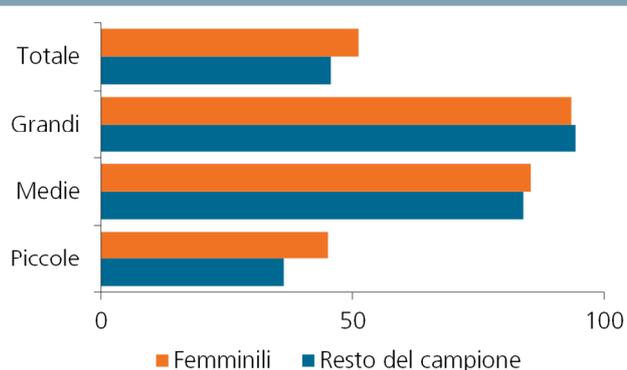
Maggiori differenze, per tutte le fasce dimensionali, emergono invece in termini di propensione a registrare marchi a livello internazionale: le imprese femminili, anche a causa della maggiore presenza in settori produttori di beni di consumo, appaiono più propense a investire nella registrazione dei propri marchi, segnalando un'attenzione importante al *marketing* e alle relazioni di mercato. Il dato appare particolarmente interessante se letto insieme alla maggiore propensione a servire i mercati esteri, che emerge dall'analisi del campione suddiviso per tipologia di esportatore⁶. La quota di imprese esportatrici, sia occasionali che continuative, risulta essere più alta tra le imprese a conduzione femminile, con un differenziale positivo particolarmente rilevante per le piccole imprese.

Fig. 8 – Imprese femminili e tipo di presenza commerciale sui mercati internazionali (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 9 – Quota di imprese esportatrici (%)

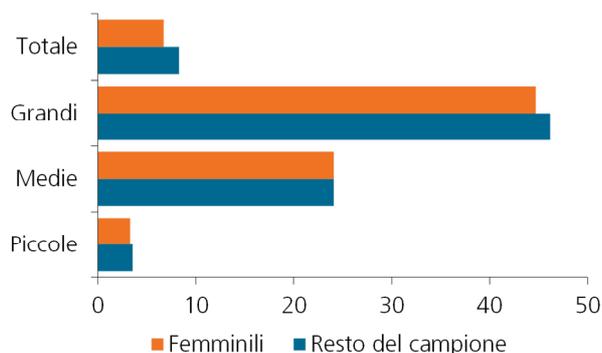


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

⁶ Attraverso le informazioni tratte dai bilanci e dall'attività di *trade finance* da Centrale Rischi, il campione è stato suddiviso in tre tipologie: non esportatori, esportatori occasionali ed esportatori continuativi.

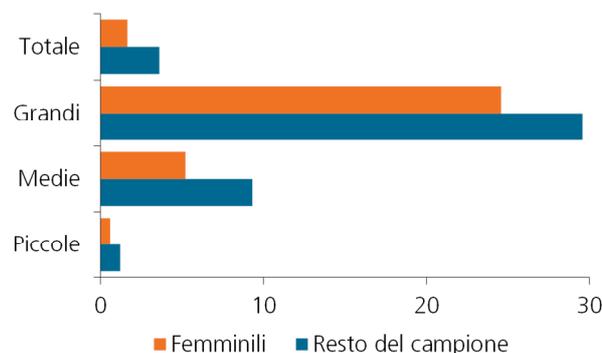
L'attività esportativa non sembra affiancarsi a una maggiore propensione ad avere partecipate estere (sia di tipo commerciale che produttivo), strategia tendenzialmente più frequente tra le imprese strutturate – e meno rappresentate nel campione di imprese in rosa.

Fig. 10 – Quota di imprese con partecipate estere (%)



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 11 – Quota di imprese partecipate da multinaz. estere (%)



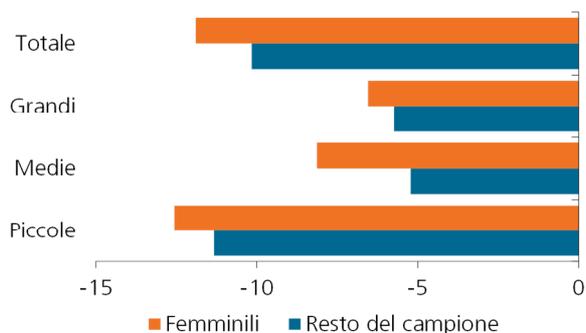
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Sul versante dell'internazionalizzazione, è interessante segnalare anche come la presenza di imprese femminili sia decisamente più limitata tra le controllate da multinazionali estere, anche tra le realtà di maggiori dimensioni.

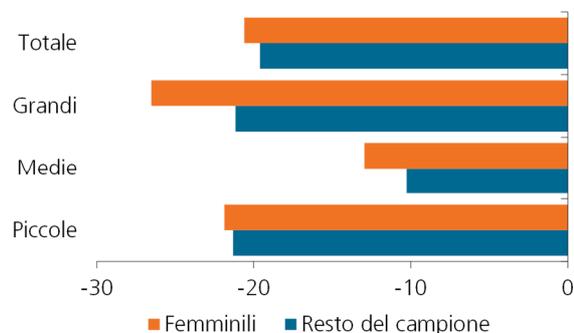
In sintesi, il profilo strategico che emerge dall'analisi vede le imprese femminili più orientate al *marketing* - con un impegno misurato dall'ottenimento di marchi registrati - e più propense a servire i mercati esteri, nonostante la minore dimensione media. Emerge, inoltre, una forte e importante attenzione all'innovazione tecnologica, testimoniata da una maggiore propensione all'attività brevettuale, concentrata nelle imprese di maggiori dimensioni.

4. Le performance delle imprese femminili: un'analisi descrittiva

Le informazioni disponibili in ISID consentono di analizzare, al contempo, le performance economico-finanziarie delle imprese a conduzione femminile durante il periodo 2008-13. Si tratta di una fase particolarmente difficile per il manifatturiero italiano, che ha subito gli effetti della crisi finanziaria globale del 2009 e la successiva crisi dei debiti sovrani - sperimentando nel biennio 2012-13 una brusca caduta della domanda interna, diffusa alla maggior parte dei settori. Le difficoltà delle imprese italiane nel periodo analizzato sono confermate da un andamento decisamente negativo del fatturato, diffuso tra le imprese del nostro campione. In particolare, tra il 2008 e il 2013 l'evoluzione cumulata delle vendite si è contratta, in termini medi, di circa il 10% con risultati peggiori per le piccole imprese, maggiormente influenzate dalla domanda interna. Nonostante la loro maggiore proiezione internazionale, le imprese femminili sembrano aver subito maggiormente la crisi, registrando nel complesso una performance peggiore in termini di fatturato, in corrispondenza di tutte le classi dimensionali: il differenziale risulta particolarmente significativo per le medie imprese.

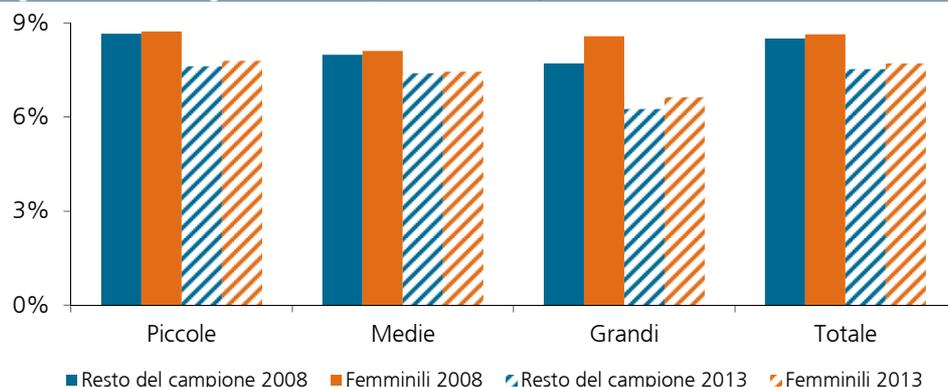
Fig. 12 – Evoluzione del fatturato 2008-13
 (var. %, dati mediani)


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Fig. 13 – Evoluzione dei margini operativi lordi 2008-13
 (var. %, dati mediani)


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Risultati simili si riscontrano anche dal punto di vista dell'evoluzione dei margini operativi lordi (MOL), che nel periodo considerato evidenziano una severa contrazione - più accentuata in corrispondenza delle imprese a conduzione femminile. L'andamento congiunto di fatturato e margini operativi lordi sottintende una riduzione marcata dell'EBITDA margin (inteso come rapporto tra il MOL e il fatturato) nel periodo 2008-13 esaminato, che ha interessato, più o meno in egual misura, sia le imprese femminili che le altre imprese del campione. Più nel dettaglio, le imprese in rosa sembrerebbero partire nel 2008 da una situazione di leggero vantaggio in termini di EBITDA margin, visibile soprattutto per le grandi imprese ma diffusa a tutte le classi dimensionali. Il ridimensionamento della marginalità subito durante la crisi sembrerebbe invece aver agito più intensamente sui dati delle medie e grandi imprese femminili, avvicinando le statistiche descrittive 2013 a quelle del restante campione manifatturiero.

Fig. 14 – EBITDA margin a confronto (% , dati mediani)


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

5. Strategie e performance nelle imprese femminili: un approccio econometrico

I confronti condotti nel paragrafo precedente sembrerebbero far emergere una maggiore sofferenza delle imprese femminili in termini di fatturato e di margini operativi lordi, nel periodo 2008-13. L'analisi, tuttavia, non ha tenuto finora pienamente conto delle differenze tra i sotto campioni di imprese qui considerati, in termini di dimensioni d'impresa, della maggiore presenza di imprese operanti in alcuni settori, nonché del diverso profilo strategico analizzato nel paragrafo 3.

Un approccio di tipo econometrico consente di valutare se sussistano davvero i presupposti per inquadrare le imprese femminili in una posizione di svantaggio sul resto del campione in termini di performance. Tale posizionamento potrebbe infatti derivare da caratteristiche strategiche o strutturali proprie delle imprese oggetto di analisi. Solo attraverso un approccio econometrico è cioè possibile depurare i risultati da tali aspetti qualitativi, isolando l'effetto causale "imprenditoria femminile" sulla dinamica degli indicatori di performance selezionati. L'analisi considera, pertanto, le caratteristiche strategiche già descritte in sede di approccio descrittivo del campione: interazione con i mercati esteri, possesso di marchi, innovazione, acquisizione di certificazioni di qualità della gestione o ambientali, investimenti diretti esteri. Gli effetti derivanti dall'appartenenza alla categoria delle imprese femminili sono isolati introducendo nell'equazione di regressione la variabile binaria "imprenditoria femminile": la variabile assume valore uno se le imprese rispecchiano le caratteristiche descritte al paragrafo 2 (imprese con presidente o amministratore unico donna, imprese che presentano un numero di consiglieri donna pari almeno alla metà dei membri del consiglio di amministrazione) e zero in caso contrario.

Più formalmente:

$$\begin{aligned}
 performance_{2008-13} = & \beta_0 + \beta_1 imprenditoria\ femminile_i + \beta_2 estero_i + \beta_3 marchi_i + \\
 & + \beta_4 marchi_nuovi\ mercati_i + \beta_5 innovazione_i + \beta_6 qualità_i + \\
 & + \beta_7 ambiente_i + \beta_8 ide_in_i + \beta_9 ide_out_i + \beta_{10} dimensione\ 2008_i + \\
 & (+ \beta_{11} dimensione\ 2008_quadrato_i) + \mu_j + v_g + u_i
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Gli indicatori utilizzati come variabile dipendente, genericamente indicati come *performance_2008-13* nella relazione [1] sono la variazione cumulata del fatturato nel periodo 2008-13, l'evoluzione dei margini operativi lordi tra il 2008 e il 2013 e l'evoluzione dell'EBITDA margin tra il 2008 e il 2013⁷. Oltre alle variabili qualitative prima menzionate, la relazione contiene un set di variabili di controllo, per filtrare opportunamente i risultati da dinamiche settoriali, geografiche o legate alla posizione che l'impresa assumeva nell'anno base (il 2008). Il controllo dimensionale viene realizzato utilizzando:

- i ricavi 2008, in livello e al quadrato – per tener conto di un eventuale *pattern* di crescita non lineare che ha interessato le imprese – nel caso di stime eseguite sulla variabile dipendente "delta fatturato 2008-13";
- la marginalità 2008, nel caso di stime eseguite sulle variabili dipendenti "delta margini lordi" e "delta EBITDA margin".

Trend settoriali o geografici vengono invece eliminati ricorrendo ad appositi set di variabili binarie, rappresentanti i principali macro-settori dell'industria manifatturiera nazionale e le quattro macro-aree geografiche (Nord-Ovest, Nord-Est, Centro, Sud e Isole).

Le stime OLS (Ordinary Least Squares) della relazione portano ad individuare un effetto negativo e significativo dell'appartenenza alla categoria "imprenditoria femminile" sulla variazione cumulata del fatturato e della marginalità lorda. Il legame negativo che emerge in sede econometrica, cioè dopo aver controllato simultaneamente per aspetti strategici delle imprese, dimensionali, settoriali e geografici, sembrerebbe quindi confermare quanto descritto in precedenza, in sede di statistiche preliminari. Non emergono invece differenze strutturali tra imprese femminili e non in termini di variazione cumulata dell'EBITDA margin, nel periodo 2008-13 considerato. Allo stesso tempo, i coefficienti di stima mettono in luce come le imprese che abbiano interagito con i mercati esteri, abbiano effettuato innovazione o investimenti diretti

⁷ Le variabili evoluzione cumulata 2008-13 del fatturato, della marginalità lorda e dell'EBITDA sono costruite come differenza tra il logaritmo 2013 e il logaritmo 2008 (delta logs).

esteri e abbiano acquisito certificazioni (di qualità della gestione o ambientali), siano riuscite a beneficiare di una dinamica del fatturato più favorevole - anche in un contesto critico come quello a cavallo tra 2008 e 2013. La registrazione di marchi - e soprattutto di marchi registrati nei mercati emergenti - ha invece influito positivamente sul delta cumulato della marginalità lorda 2008-13, in aggiunta alle strategie prima menzionate. Non è quindi da escludere che anche le imprese femminili, quelle che più di altre hanno puntato con successo su tali leve strategiche, abbiano in verità registrato una dinamica simile e che, pertanto, sull'effetto negativo "imprenditoria femminile" prima commentato agisca un effetto di composizione del campione non indifferente.

Tab. 1 – Stime su campione manifatturiero complessivo: fatturato, delta 2008-13

	Coefficiente	Standard error robusti
Imprese femminili	-0.023**	0.007
Caratteristiche qualitative:		
Estero	0.042**	0.007
Marchi	0.018	0.027
Marchi nuovi mercati	0.013	0.022
Innovazione	0.060**	0.009
Certificazioni di qualità della gestione	0.141**	0.005
Certificazioni ambientali	0.113**	0.008
IDE_in	0.071**	0.013
IDE_out	0.034**	0.009
Log fatturato 2008 (dimensione)	0.006	0.018
Log fatturato 2008 al quadrato	-0.002*	0.001
Costante	0.136**	0.049
Numero di osservazioni	49,656	
Dummy settoriale	includere	
Dummy geografiche (macroaree)	includere	

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Tab. 2 – Stime su campione manifatturiero complessivo: marginalità lorda, delta 2008-13

	Coefficiente	Standard error robusti
Imprese femminili	-0.037**	0.013
Caratteristiche qualitative:		
Estero	0.159**	0.013
Marchi	0.082*	0.047
Marchi nuovi mercati	0.151**	0.048
Innovazione	0.235**	0.017
Certificazioni di qualità della gestione	0.189**	0.011
Certificazioni ambientali	0.264**	0.016
IDE_in	0.344**	0.030
IDE_out	0.329**	0.018
Log MOL 2008 (dimensione)	-0.271**	0.005
Costante	1.739**	
Numero di osservazioni	43,546	
Dummy settoriale	includere	
Dummy geografiche (macroaree)	includere	

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Tab. 3 – Stime su campione manifatturiero complessivo: EBITDA margin, delta 2008-13

	Coefficiente	Standard error robusti
Imprese femminili	-0.036**	0.010
Caratteristiche qualitative:		
Estero	0.095**	0.010
Marchi	0.033	0.038
Marchi nuovi mercati	0.012**	0.039
Innovazione	0.151**	0.013
Certificazioni di qualità della gestione	0.147**	0.008
Certificazioni ambientali	0.182**	0.012
IDE_in	0.221**	0.025
IDE_out	0.194**	0.014
Log EBITDA 2008 (dimensione)	0.825	0.004
Costante	1.040**	0.100
Numero di osservazioni	47,265	
Dummy settoriale	include	
Dummy geografiche (macroaree)	include	

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Al fine di depurare ulteriormente i risultati da possibili effetti di diversa composizione dei sotto campioni - imprese femminili e resto del manifatturiero - e di isolare il puro effetto causale dell'appartenenza alla categoria femminile, si è proceduto per *step* nella costruzione di un campione di controllo. Si è cercato *in primis* di individuare, attraverso una analisi *probit*, cosa contraddistingua davvero le imprese femminili rispetto alle altre. I risultati sono poi stati sfruttati per applicare tecniche di *propensity score matching*.

Nello specifico, si è fatto uso di un modello *probit* del tipo:

$$\begin{aligned}
 \text{Imprenditoria femminile}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{estero}_i + \beta_2 \text{marchi}_i + \beta_3 \text{innovazione}_i + \beta_4 \text{qualità}_i + \\
 & + \beta_5 \text{ambiente}_i + \beta_6 \text{ide_in}_i + \beta_7 \text{ide_out}_i + \beta_8 \text{dimensione}_i + \\
 & + \beta_9 \text{dimensione_quadrato}_i + \mu_j + \nu_g + u_i
 \end{aligned}
 \quad [2]$$

La probabilità di appartenere alla categoria "imprenditoria femminile" risulta influenzata positivamente da operatività delle imprese con i mercati esteri e acquisizione di marchi – oltre che dalla dimensione - e negativamente da appartenenza a gruppi multinazionali (IDE_in, investimenti diretti esteri all'interno dell'impresa) ed investimenti diretti esteri (IDE_out). Non si identifica invece alcun impatto significativo delle altre caratteristiche qualitative: innovazione e possesso di certificazioni (di qualità della gestione e ambientali).

Tab. 4 – Stime probit: determinanti della probabilità di appartenere alla categoria “imprenditoria femminile”

	Coefficiente	Standard error robusti	Effetto marginale	Standard error
Estero	0.136**	0.021	0.030**	0.049
Marchi	0.082**	0.028	0.018**	0.006
Innovazione	0.044	0.029	0.009	0.006
Certificazioni di qualità della gestione	0.008	0.019	0.002	0.004
Certificazioni ambientali	-0.006	0.030	-0.001**	0.006
IDE_in	-0.299**	0.051	-0.053**	0.007
IDE_out	-0.081**	0.031	-0.016**	0.006
Log fatturato 2013 (dimensione)	0.250**	0.050	0.052**	0.011
Log fatturato 2013 al quadrato	-0.018*	0.030	-0.004**	0.001
Costante	-2.258**	0.216		
Numero di osservazioni	49,656			
Dummy settoriale	include			
Dummy geografiche (macroaree)	include			

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Tali evidenze possono essere sintetizzate in un unico indicatore, il *propensity score* (Rosenbaum e Rubin, 1983) che esprime la probabilità di appartenere alla categoria “imprenditoria femminile”. Sulla base del valore assunto dal *propensity score*, sono state applicate delle tecniche di matching⁸ (Dehejia e Wahba, 2002), al fine di selezionare nella restante parte del campione manifatturiero le imprese più simili a quelle a conduzione femminile. Sono state così identificate 6.253 imprese non femminili, da confrontarsi con le 6.524 femminili del campione di partenza.

Le regressioni prima descritte sono state così rieseguite sul campione ristretto, derivante dall'unione del sotto-campione femminile con il campione di controllo *post-matching*. Se le regressioni effettuate sul campione complessivo di partenza portavano all'identificazione di un effetto negativo e significativo della variabile binaria “imprenditoria femminile” sulla variazione cumulata del fatturato 2008-13 e sul delta cumulato della marginalità lorda 2008-13, quelle eseguite sul campione ristretto consentono invece di identificare effetti causali non significativi⁹. In sostanza, un approccio econometrico più raffinato, che consideri nell'analisi solo le imprese più simili tra loro in termini di strategie perseguite e caratteristiche strutturali, non consente di mettere in luce differenziali di performance tra le imprese femminili e non.

⁸ Più nel dettaglio, è stata applicata la tecnica di *propensity score matching* di tipo *nearest neighbor* (con *replacement*).

⁹ L'effetto della *dummy* “imprenditoria femminile” risultava non significativo in partenza per la variazione cumulata dell'EBITDA margin; pertanto, non si ripropongono i coefficienti di stima sul campione ristretto (simili a quelli della Tabella 3).

Tab. 5 – Stime su campione manifatturiero post matching: fatturato, delta 2008-13

	Coefficiente	Standard error robusti
Imprese femminili	0.008	0.009
Caratteristiche qualitative:		
Estero	0.044**	0.013
Marchi	0.041	0.046
Marchi nuovi mercati	-0.031	0.049
Innovazione	0.065**	0.017
Certificazioni di qualità della gestione	0.147**	0.011
Certificazioni ambientali	0.133**	0.016
IDE_in	0.060	0.037
IDE_out	0.051**	0.020
Log fatturato 2008 (dimensione)	-0.001	0.050
Log fatturato 2008 al quadrato	-0.001	0.003
Costante	0.063**	0.225
Numero di osservazioni	12,777	
Dummy settoriale	include	
Dummy geografiche (macroaree)	include	

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Tab. 6 – Stime su campione manifatturiero post-matching: marginalità lorda, delta 2008-13

	Coefficiente	Standard error robusti
Imprese femminili	0.032*	0.018
Caratteristiche qualitative:		
Estero	0.165**	0.024
Marchi	0.116	0.097
Marchi nuovi mercati	0.087	0.100
Innovazione	0.231**	0.036
Certificazioni di qualità della gestione	0.192**	0.022
Certificazioni ambientali	0.286**	0.035
IDE_in	0.461**	0.082
IDE_out	0.314**	0.040
Log MOL 2008 (dimensione)	-0.277**	0.010
Costante	1.281**	0.149
Numero di osservazioni	11,224	
Dummy settoriale	include	
Dummy geografiche (macroaree)	include	

Nota: ** livello di significatività 5%; * livello di significatività 10%.

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati ISID (Intesa Sanpaolo Integrated Database)

Si è da ultimo considerata anche l'ipotesi che eventuali caratteristiche non osservabili (*unobservables*) possano aver influito a monte sull'appartenenza delle imprese alla categoria femminile e che quindi i risultati precedenti fossero alterati da potenziali effetti *confounding* - risultando pertanto non identificativi di un effetto causale puro. Al fine di depurare le stime dalla presenza di tali effetti, è stato adottato un modello alternativo di stima, ovvero un modello di selezione à la Heckman. Le stime del modello, realizzate in corrispondenza di tutti gli indicatori di performance prima menzionati, mettono tuttavia in evidenza una non significatività dell'*Hazard Lambda* o *Inverse Mills Ratio* - ovvero del termine che controlla esplicitamente in regressione per la presenza di effetti derivanti da caratteristiche non osservabili - invalidando di fatto l'appropriatezza di un simile approccio. I risultati descritti nella sezione precedente possono quindi essere considerati a tutti gli effetti come identificativi di un nesso di causalità tra l'appartenenza alla categoria imprese femminili e i risultati ottenuti nel periodo 2008-13.

Conclusioni

L'analisi ha messo in luce come, nel contesto del manifatturiero italiano, le imprese in rosa risultino diffuse ad una pluralità di settori, inclusi quelli ad elevata intensità di capitale e di ricerca e sviluppo, e siano soprattutto concentrate tra le realtà di dimensioni minori. Nonostante la ridotta dimensione media, il profilo strategico evidenzia una significativa propensione delle imprese femminili alla proiezione internazionale, accompagnata da una maggiore attenzione al *marketing* e (limitatamente alle imprese più grandi) all'innovazione.

Le statistiche descrittive hanno messo in evidenza una contrazione più accentuata di fatturato, marginalità lorda ed EBITDA margin in corrispondenza delle imprese femminili del campione, nel periodo 2008-13 analizzato; le prime due dinamiche trovano conferma nell'effetto negativo e significativo della *dummy* "imprenditoria femminile" in sede di approccio econometrico preliminare.

Tuttavia, le regressioni eseguite su un campione ridotto derivante da tecniche di matching consentono di isolare il puro effetto causale dell'appartenenza alla categoria femminile sugli indicatori di performance: non emergono, dalle nuove stime, effetti significativi in corrispondenza della medesima *dummy* "imprenditoria femminile". In altri termini, quando si controlla (con adeguati strumenti) per le differenze qualitative che emergono tra le imprese oggetto di analisi, non si è in grado di identificare alcuna differenza significativa di risultati tra le imprese femminili e non, nel periodo 2008-13. All'interno del manifatturiero italiano, le imprese femminili hanno vissuto l'ultima fase di crisi in modo sostanzialmente simile alle altre realtà industriali.

Bibliografia

Adams R.B., Ferreira D. (2009) Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, 94: 291-309.

Alesina A., Lotti F., Mistrulli P.E. (2012) Do women pay more for credit? Evidence from Italy, *Journal of the European Economic Association*, 11 (s1): 45-66.

Bellucci A., Borisov A.V., Zazzaro A. (2010) Does gender matter in bank-firm relationships? Evidence from small business lending, *Journal of Banking & Finance*, 34(12): 2968-2984.

Campbell K., Minguez-Vera A. (2008) Gender diversity in the board-room and firm financial performance, *Journal of business ethics*, 83(3): 435-451.

Cerved Group (2010) Le donne al vertice delle imprese.

Cerved Group e ManagerItalia (2012) Le donne al vertice delle imprese: amministratori, top manager e dirigenti.

Cesaroni F. M., Lotti F., Mistrulli P.E. (2013) Female firms and banks' lending behaviour: what happened during the great recession? *Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia, No. 177 (2013)*

Crosan R., Gneezy U. (2009) Gender differences in preferences, *Journal of Economic Literature*, 47(2): 448-474.

Dehejia R.H., Wahba S. (2002) Propensity score matching methods for nonexperimental causal studies, *The Review of Economics and Statistics*, 84(1): 151-161.

Depaolo D., Lotti F. (2013) Che genere di impresa? Differenziali di performance tra imprese maschili e femminili, *Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia, No. 184 (2013)*.

Drago C., Millo F., Ricciuti R., Santella P. (2011), Corporate governance reforms, interlocking directorship networks and company value in Italy (1998-2007), *CESifo Working Paper: Industrial Organization*, 3322.

Drago C., Millo F., Ricciuti R., Santella P. (2012), The role of women in the Italian network of boards of directors, 2003-2010, *Rivista di Politica Economica*, 110(4-6): 161-85.

Du Rietz A., Henrekson M. (2000) Testing the female underperformance hypothesis, *Small Business Economics*, 10(1): 1-10.

Fisher E., Reuber R., Dyke L. (1993) A theoretical overview and extension of research on sex, gender and entrepreneurship, *Journal of Business Venturing*, 8(2): 151-168.

Francoeur, C., Labelle, R., Sinclair-Desgagne, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management, *Journal of business ethics*, 81(1), 83-95.

Gneezy U., Niederle M., Rustichini A. (2003) Performance in competitive environments: gender differences, *Quarterly Journal of Economics*, 118(3): 1049-1074.

Gottschalk S., Niefert M. (2011) Gender differences in business success of German start-up firms, *ZEW Discussion Paper No. 11-019*.

Hoogendoorn S., Oosterbeek H., van Praag M. (2013) The impact of gender diversity on the performance of business teams: evidence from a field experiment, *Management Science*.

Joy L., Carter N.M., Wagner H.M, Narayanan S. (2007) The bottom line: corporate performance and women representation on boards, *Catalyst*.

Macis M., Flabbi L., Moro A., Schivardi F. (2014) Do Female Executives Make a Difference? The Impact of Female Leadership on Gender Gaps and Firm Performance, *CEPR Discussion Paper No. 10228*.

Nguyen H., Faff R. (2007) Impact of board size and board diversity on firm value, *Corporate Ownership and Control*, 4(2): 24-32.

Profeta P., Amidani Aliberti L., Casarico A., D'amico M., Puccio A. (2014) Women directors: the Italian way and beyond, Palgrave MacMillan.

Rosenbaum P.R., Rubin D. B. (1983) The central role of propensity score in observational studies for causal effects, *Biometrika*, 70 (1): 41-55.

Santella P. Drago C., Polo A., Gagliardi E. (2009) A comparison among the director networks of the main listed companies in France, Germany, Italy and the United Kingdom, *Midterm Meeting 2009*, University of Hamburg.

Santella P. Drago C., Polo A. (2007) The Italian Chamber of Lords sits on listed company boards: an empirical analysis of Italian listed company boards from 1998 to 2006, *MPRA paper No. 2265*.

Smith N., Smith V., Verner M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Servizio Industry & Banking		
Fabrizio Guelpa (Responsabile Servizio)	0287962051	fabrizio.guelpa@intesasanpaolo.com
Ufficio Industry		
Stefania Trenti (Responsabile)	0287962067	stefania.trenti@intesasanpaolo.com
Giovanni Foresti (Responsabile Analisi Territoriale)	0287962077	giovanni.foresti@intesasanpaolo.com
Maria Cristina De Michele	0287963660	maria.demichale@intesasanpaolo.com
Serena Fumagalli	0280212270	serena.fumagalli@intesasanpaolo.com
Caterina Riontino	0280215569	caterina.riontino@intesasanpaolo.com
Illaria Sangalli	0280215785	ilaria.sangalli@intesasanpaolo.com
Ufficio Banking		
Elisa Coletti (Responsabile)	0287962097	elisa.coletti@intesasanpaolo.com
Marco Lamieri	0287935987	marco.lamieri@intesasanpaolo.com
Clarissa Simone	0287935939	clarissa.simone@intesasanpaolo.com
Local Public Finance		
Laura Campanini (Responsabile)	0287962074	laura.campanini@intesasanpaolo.com

Avvertenza Generale

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo.