

Consiglio di amministrazione e valore d'impresa

Paolo Tenuta, Domenico Rocco Cambrea (*)

Sommario: 1. Introduzione - 2. *Corporate governance* in Italia - 3. Revisione della letteratura - 4. Ipotesi di ricerca - 5. La metodologia di ricerca - 6. Analisi dei dati e risultati - 7. Conclusioni - Bibliografia

Abstract

This paper examines the role of the board of governances in influencing the value of the firm. In particular, we study the impact of the five most important characteristics of corporate governance on firm value of the Italian listed firms during the period 2003-2013. The empirical findings, based on sample of 193 firms-year and 1613 total observations, show the predominance of the benefits deriving of stewardship theory and resource dependence theory rather than the disadvantages related to agency theory. The results, obtained using panel data analysis, show that performance are positively affected by the presence of Busy governances and Board Size. On contrary to our expectations, CEO duality, Independent and Female Governances do not influence firm value.

Key words: Consiglio di amministrazione, Corporate governance, Valore d'impresa.

1. Introduzione

Un aspetto che sta guadagnando crescente attenzione da parte degli studiosi di *corporate governance* riguarda lo studio delle caratteristiche che il consiglio di amministrazione dovrebbe possedere al fine di garantire un controllo efficiente sull'operato del management e un valido supporto al processo decisionale dell'impresa (Hermalin e Weisbach, 2003; Stiles e Taylor, 2001; Zattoni, 2006). L'assolvimento di queste importanti mansioni influisce sulla bontà del sistema di

* Per quanto il lavoro sia frutto di un progetto unitario, i paragrafi 1, 3, 7 sono da attribuirsi a Paolo Tenuta, mentre i paragrafi 2, 4, 5, 6 a Domenico Rocco Cambrea.

governance aziendale, creando le condizioni ideali affinché possa agire in equilibrio tutelando i diritti di tutti gli azionisti.

Una forte *corporate governance* può essere un valido strumento a disposizione degli azionisti per attenuare i problemi di agenzia (Jensen, 1993) e invogliare i manager ad operare adeguatamente al fine di garantire il soddisfacimento degli interessi di tutti gli stakeholder. Un efficace consiglio di amministrazione deve essere in grado di impedire il comportamento opportunistico dell'azionista di controllo e/o del management aziendale, così da limitare costi di agenzia derivanti dalla gestione inefficiente dell'impresa.

Dal momento che gli amministratori della società hanno accesso diretto a una serie di informazioni relative alla gestione strategica dell'impresa e godono di potere discrezionale, un rafforzamento del consiglio di amministrazione è un modo per migliorare la gestione delle risorse dell'impresa e consentire, al tempo stesso, un adeguato monitoraggio delle azioni del CEO. L'efficacia del suo operato viene valutata dalla capacità di allineare gli interessi di manager e azionisti per ridurre potenziali perdite di valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976).

Come affermato precedentemente, negli ultimi anni, gli studi di *corporate governance* hanno focalizzato le loro attenzioni sull'analisi della struttura del consiglio di amministrazione (Daily et al., 2003; Di Pietra et al., 2008; Zattoni, 2006). Nonostante ciò, l'evidenza empirica sulla relazione tra la composizione del *board* d'impresa e le performance finanziarie è ancora incerta (Dalton et al., 1998, 1999; Minichilli et al., 2009).

Lo scopo di questo studio è quello di indagare, facendo riferimento a quanto previsto dalle varie teorie di *governance*, l'impatto della composizione del consiglio di amministrazione sul valore di mercato delle imprese italiane quotate alla borsa valori di Milano. In particolare, come misura di valore si fa riferimento, seguendo gli studi precedenti di Chen e Nowland 2010 - Ahern e Dittmar 2012, alla Tobin's Q, derivante dalla somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo. Pertanto, questo studio intende posizionarsi nel filone che misura la performance in termini di valore per gli azionisti.

Ci si è concentrati sulle caratteristiche del *board of governances* che hanno dimostrato essere capaci di influenzare la qualità del monitoraggio da parte dell'organo governativo, vale a dire, *Chief Executive Officer duality* (amministratore delegato è anche il presidente del consiglio di amministrazione), presenza di consiglieri indipendenti, così come la dimensione del consiglio di amministrazione, il grado di "impegno" dei suoi membri e la diversità di genere presente in consiglio (consiglieri donne nel consiglio di amministrazione).

Sulla base di un campione di 1613 osservazioni e 193 imprese italiane quotate, analizzate durante il periodo 2003-2013, i risultati empirici evidenziano come le performance aziendali possano dipendere dalla composizione del Consiglio di Amministrazione.

La scelta di optare per una analisi di medio-lungo periodo è dettata dalla considerazione che, solitamente, i consigli di amministrazione durano in carica tre esercizi e raramente vengono rinnovati ogni mandato. Pertanto, prendere in

esame un periodo di 11 anni ci permette di tenere conto delle reali variazioni nelle composizione del *board*, cosa che altrimenti non sarebbe possibile se l'analisi empirica fosse stata svolta per un periodo temporale inferiore.

I principali risultati evidenziano come la presenza di *busy governances* e la dimensione del consiglio di amministrazione sembrano essere in grado di incrementare il valore delle imprese. I primi, potendo avvalersi di maggiori esperienze nei *board* aziendali, hanno delle pregevoli competenze che permettono loro sia di effettuare un costante controllo del management che allo stesso tempo, grazie alle molteplici relazioni su cui possono contare, di aiutare l'impresa nell'acquisizione di risorse esterne che saranno utili per avviare progetti di investimento a *van* positivo, determinando in ambo i casi una crescita delle prestazioni dell'impresa. Allo stesso modo, un *board* più numeroso, permette di osservare correttamente l'operato dei manager, per il semplice motivo che più persone vigilano sulle operazioni di gestione, evitando azioni scorrette del management o degli azionisti di controllo, che potrebbero condurre a problemi di agenzia rilevanti in grado di sfociare in riduzioni di valore d'impresa. Contrariamente alle aspettative, la condizione di *CEO duality*, la presenza di consiglieri indipendenti e di consiglieri donne non sembrano essere in grado di influenzare le performance dell'impresa.

L'Italia è un Paese fortemente caratterizzato dalla presenza di imprese controllate da famiglie e/o da una proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti che detengono la piena maggioranza del pacchetto azionario e da un contesto istituzionale in cui si rileva una debole protezione degli investitori. Pertanto, l'esistenza di una proprietà ben individuata, coinvolta o meno nel management aziendale, potrebbe avere importanti implicazioni per quanto riguarda il comportamento manageriale nel definire le giuste strategie che determinano l'andamento delle performance d'impresa. Le analisi ulteriori, finalizzate ad esaminare l'impatto che genera il coinvolgimento familiare nell'impresa, permettono di affermare che la struttura di *governance* societaria può essere uno strumento fondamentale, a sostegno degli azionisti e finalizzata ad acuire i costi di agenzia dell'impresa, quando sussistono le condizioni economiche e di mercato che avallano comportamenti opportunistici da parte del management.

Il lavoro è diviso in quattro principali sezioni. La prima parte descrive la letteratura di riferimento, focalizzandosi sulla relazione fra corporate *governance* e performance, e individua le ipotesi di ricerca sulla relazione oggetto di analisi. La seconda sezione descrive il processo di selezione del campione e il modello empirico. La terza sezione commenta i dati utilizzati e discute i principali risultati. L'ultima sezione presenta le conclusioni.

2. Corporate governance in Italia

Il sistema economico e imprenditoriale italiano è prevalentemente costituito da società caratterizzate da una elevata concentrazione proprietaria, in cui il controllo è nelle mani di pochi investitori (Bianchi e Bianco, 2006). In tale situazione, un ruolo particolarmente rilevante viene svolto dalle imprese familiari, che come affermato da Belcredi e Enriques (2013) rappresentano la “colonna vertebrale del sistema economico italiano”. Diversamente, le imprese ad azionariato diffuso e le società pubbliche rappresentano una piccola quota del mercato delle società quotate in borsa.

Il contesto italiano è caratterizzato da una debole protezione legale degli investitori, da una debole applicazione della legge e da una elevata concentrazione proprietaria (Volpin, 2002), in cui i membri del consiglio di amministrazione rappresentano azionisti di controllo, mentre gli azionisti di minoranza generalmente non sono fortemente tutelati. La conseguenza di operare in un sistema con queste caratteristiche è la presenza di avere trascurabili problemi di agenzia fra manager e azionisti di controllo, ma rilevanti problemi di agenzia (tipo II) tra azionisti di controllo e di minoranza (La Porta et al., 1997).

L'elevata concentrazione azionaria e il controllo familiare delle imprese potrebbero determinare la nascita di specifici problemi di agenzia che, a lungo andare, potrebbero determinare una diminuzione del valore delle imprese e la nascita di conflitti interni, con conseguenze negative per tutti gli azionisti, specialmente quelli di minoranza.

Per queste ragioni, le principali autorità che vigilano sull'operato delle società quotate in borsa (CONSOB e Banca d'Italia) già dai primi anni 90 hanno iniziato a dar vita ad una serie di riforme che avevano come obiettivo primario quello di riorganizzare l'intero sistema della *corporate governance* in Italia (Melis, 2000).

La prima importante introduzione normativa, entrata in vigore nel luglio del 1998 e conosciuta come “Legge Draghi”, si riferiva a tutte le società quotate nei mercati regolamentati italiani e aveva come fine il rafforzamento dei meccanismi di *governance* delle società, precisando meglio i compiti dei diversi organi societari e specificando gli obblighi informativi, a tutela del mercato e degli azionisti di minoranza. Successivamente, a seguito di alcuni scandali societari molto gravi, nel 2005 è stata emanata la legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (legge n. 262/2005), la quale aveva come obiettivi principali quello di prevedere una maggiore trasparenza del mercato, una migliore qualità dell'informazione e maggiore efficacia della *governance* nelle società per azioni. Inoltre, si intendeva dare più spazio al ruolo delle minoranze azionarie, assicurando la designazione di almeno un membro del consiglio da parte degli azionisti di minoranza (Bianco et al., 2015). Infine, la recente legge n. 120/2011 ha stabilito la presenza obbligatoria per le aziende italiane quotate della diversità di genere nella composizione del consiglio di amministrazione. Tale disposizione stabilisce che dal 2015 almeno un terzo dei componenti del *board* (un quinto per il triennio 2012-2015) devono essere consiglieri donne.

Contestualmente ai suddetti obblighi normativi, le imprese quotate in borsa possono fare riferimento, quale strumento a loro disposizione per migliorare le proprie decisioni in tema di *corporate governance*, al Codice di Autodisciplina,

arrivato ormai alla settima versione. Infatti, alla prima versione del 1999 hanno fatto seguito varie revisioni che hanno permesso un costante aggiornamento del Codice in virtù non solo delle evoluzioni normative, ma soprattutto delle necessità richieste dei mercati internazionali in cui operano le imprese e degli sviluppi economico-finanziari del contesto istituzionale di riferimento.

In Italia le discussioni sulla corporate *governance* si sono da sempre concentrate sul ruolo, ma soprattutto sulle caratteristiche che il consiglio di amministrazione dovrebbero possedere per garantire l'efficacia nello svolgimento dei suoi vari compiti (Minichilli, 2014).

A tal fine, il Codice di Autodisciplina si pone l'obiettivo di intervenire laddove non vi sono esplicite previsioni normative da rispettare. Di conseguenza, esso si pronuncia chiaramente in merito alla CEO *duality* e alla presenza di consiglieri indipendenti nelle imprese. Facendo riferimento alla *best practice* internazionale che raccomanda di evitare la concentrazione di cariche in una sola persona, il Codice consiglia di evitare la coesistenza dei ruoli di presidente e di amministratore delegato dell'impresa in una sola persona. Circa i consiglieri indipendenti, invece, il Comitato ha previsto che nelle società maggiori, che appartengono al FTSE-Mib, almeno un terzo del consiglio di amministrazione sia costituito da amministratori indipendenti, con un limite minimo di due. Per quanto attiene invece alla presenza nel *board* di consiglieri "occupati", vale a dire quei membri che ricoprono dei ruoli in altre società quotate, il Codice non indica espressamente un numero massimo di incarichi ricopribili da ciascun soggetto, ma lascia un libero orientamento ad ogni impresa, anche in relazione alla natura e alle dimensioni delle società in cui gli incarichi sono ricoperti.

La tabella 1 permette di apprezzare l'evoluzione degli aspetti legati alla composizione del consiglio di amministrazione a partire dal 2003, anno di entrata in vigore della seconda edizione del Codice di Autodisciplina. Dall'analisi si evince come in Italia il cambiamento della struttura del *board* aziendale sia dipeso dalle indicazioni fornite dalla legge e dai consigli proposti dal Codice.

Tab. 1 - Evoluzione struttura del Consiglio di Amministrazione nel periodo 2003/2013

Anno	CEO duality	Independent governances	Busy governances	Board size	Female governances
2003	0.220	0.366	0.339	9.417	0.063
2004	0.162	0.383	0.349	9.676	0.064
2005	0.200	0.389	0.350	9.521	0.062
2006	0.282	0.388	0.339	9.380	0.061
2007	0.291	0.383	0.357	9.396	0.069
2008	0.241	0.369	0.348	9.428	0.070
2009	0.243	0.379	0.340	9.582	0.072
2010	0.298	0.382	0.349	9.597	0.078
2011	0.284	0.387	0.346	9.505	0.085

2012	0.263	0.405	0.324	9.495	0.113
2013	0.231	0.412	0.299	9.513	0.170

Infatti, se con riferimento alla presenza della condizione di CEO *duality* e alla dimensione del CdA, ci sono state variazioni impercettibili dal 2003 al 2013, lo stesso non si può affermare per quanto riguarda la partecipazione dei consiglieri indipendenti, degli amministratori con altri incarichi e la diversità di genere. Nei primi due casi si evidenzia, rispettivamente, un aumento di circa il 5% e una riduzione del 4%, a conferma del fatto che gli organi predisposti al controllo aspirano ad avere una struttura di *governance* più aperta agli azionisti di minoranza, strettamente collegati ai consiglieri indipendenti, e composta da consiglieri meno impegnati, che possano dedicare maggiore tempo alle problematiche dell'impresa. Per quanto riguarda i *female governances*, si osserva un sostanziale aumento delle quote rosa in seno al Consiglio di Amministrazione. Nel 2012 la presenza di donne nei *board* delle imprese quotate italiane è cresciuta dal 6.3% del 2003 all'11.3%. Nel 2013, ultimo anno di osservazione, tale percentuale arriva al 17%, registrando la partecipazione di quasi il triplo di donne rispetto al 2003.

Tali dati sono in linea con le analisi statistiche prodotte dalla CONSOB e illustrate nel report sulla *corporate governance* delle società italiane quotate in borsa (CONSOB, 2015).

3. Revisione della letteratura

Il consiglio di amministrazione è l'organo societario a cui compete l'attività di monitoraggio del management (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983). Tuttavia, fra le sue competenze rientrano altre svariate mansioni che spaziano dal fornire una concreta attività di supporto al processo decisionale e strategico, fino al delicato incarico di rappresentazione degli azionisti di minoranza e di tutela dei loro diritti (Adams et al., 2010).

Anche se è possibile individuare numerosi studi che hanno ad oggetto l'analisi della relazione fra *corporate governance* e valore d'impresa, fra gli studiosi non vi è consenso unanime circa la variabile che meglio rappresenta la *corporate governance* d'impresa (Ertugrul e Hegde, 2009; Larcker et al., 2007). In letteratura, per misurare la qualità della *governance* societaria, si fa indistintamente riferimento alla concentrazione azionaria della proprietà, alle caratteristiche del consiglio di amministrazione o ad alcuni indici compositi, derivanti dalla combinazione di varie peculiarità della *governance*.

Con riferimento alla struttura del consiglio di amministrazione, generalmente i *board* sono esaminati analizzando due principali caratteristiche: la numerosità e

la loro composizione in termini qualitativi, come la percentuale di membri indipendenti o la sussistenza della CEO *duality* (Agrawal, 2012).

Il presente lavoro di ricerca ha come riferimento le indicazioni per le ricerche future esposte nel lavoro empirico di Fasan (2012) e mira ad estendere la letteratura sul tema considerando, oltre alle suddette variabili, altre due caratteristiche del *board* che recentemente hanno richiamato l'attenzione dei ricercatori scientifici e dei media specializzati. Infatti, grazie alle recenti normative che prevedono la presenza delle donne nei *board* aziendali, sta suscitando notevole interesse in letteratura l'analisi della diversità di genere e la presenza di amministratori con altri incarichi di consiglieri in altre imprese.

In letteratura è possibile rinvenire numerosi studi che esaminano gli effetti della *corporate governance* sul valore dell'impresa. Tuttavia, essi molto spesso giungono a conclusioni conflittuali e differenti fra loro. Infatti, è possibile rilevare per ognuna delle cinque variabili di *governance* oggetto di studio, sia studi empirici che evidenziano la presenza di effetti positivi sia lavori di ricerca che, al contrario, mostrano delle conseguenze negative, in termini di minori performance, per le imprese.

In linea generale, quando i risultati empirici mostrano degli effetti sfavorevoli per le imprese, i diversi autori attribuiscono gli stessi ai rilevanti problemi di agenzia che sorgono in seno all'impresa quando sussistono determinate caratteristiche di *governance*. Diversamente, i benefici per le imprese confermano i vantaggi, riconosciuti dalla *stewardship theory* e dalla *resource dependence theory*, derivanti da alcune peculiarità del *board* aziendale.

La prima variabile oggetto di osservazione della presente analisi è la CEO *duality*. Essa si verifica quando ambo le cariche di amministratore delegato e presidente del *board* convergono in un unico membro. Nonostante siano ormai passati molti anni dal primo studio empirico avente ad oggetto il nesso fra CEO *duality* e performance (Rechner e Dalton, 1989), tale relazione continua ad essere fonte di acceso dibattito nelle discussioni inerenti la *corporate governance* delle imprese (Finkelstein et al., 2009).

Da qualche anno ormai le società di gestione dei mercati azionari e le autorità preposte ai controlli sulle società quotate stanno facendo pressioni sulle imprese affinché evitino, nel processo di assegnazione degli incarichi in seno al *board*, la sovrapposizione dei ruoli in un unico soggetto. Tuttavia, non tutte le imprese appaiono predisposte ad accogliere tale consiglio. A loro sostegno vi sono numerose evidenze empiriche che mostrano la presenza di effetti positivi per le imprese che adottano tale tipologia di *governance*. Infatti, accanto alla teoria dell'agenzia che sostiene come dalla CEO *duality* non possano che esserci delle ricadute negative per le imprese (Jensen, 1993), come naturale conseguenza del comportamento opportunistico dei manager (Fama e Jensen, 1983), vi è la visione della *stewardship theory* (Donaldson e Davis, 1991) e della *resource dependence theory* (Pfeffer e Salancik, 1978), secondo cui la CEO *duality* promuove l'unità direzionale, facilitando l'efficacia organizzativa e un miglioramento del *board*, soprattutto in fase di processo decisionale, con conseguenti vantaggi per le imprese.

Conseguentemente, dalla disamina della letteratura si evince la presenza di risultati misti e contrastanti. Dall'elenco degli studi citati nella recente e dettagliata revisione dei principali lavori di ricerca da parte di Krause et al. (2014), si prende atto di come sia possibile riscontrare la risultanza di effetti opposti anche per campioni di imprese che si riferiscono a periodi di analisi molto simili fra loro. Infatti, gli studi, compresi fra il primo paper di Rechner e Dalton del 1989 e quello di Krause e Semadeni del 2013, evidenziano la presenza sia di effetti positivi che di effetti negativi sul valore delle imprese[†]. Non mancano però, dei lavori empirici che sostengono l'assenza di significatività statistica fra le due variabili (Daily e Dalton, 1993; Dalton et al., 1998).

Negli ultimi anni, dopo qualche periodo in cui gli interessi dei ricercatori si sono spostati verso altri aspetti legati alla CEO *duality*, si è tornati ad indagare gli effetti della CEO *duality* sulle performance, al fine anche di valutare se, anche alla luce della recente globale crisi finanziaria, tale caratteristica di *governance* rappresenti una minaccia o una opportunità per le imprese.

Duru et al. (2016), nella loro analisi avente ad oggetto la relazione fra le caratteristiche di *governance* societaria e le performance in un campione di 6848 imprese statunitensi, mostrano come la leadership nelle mani di un unico membro ha un impatto negativo sulle performance operative delle imprese, misurate attraverso l'impiego delle variabili di natura contabili ROA, ROS e ROE. Tuttavia, tale effetto può essere positivamente moderato dalla presenza di un *board* indipendente. Analogamente, Tang (2016), in un campione di imprese americane quotate appartenenti al settore dell'informatica, evidenzia una relazione negativa fra la CEO *duality* e le performance, misurate attraverso la variazione annuale del prezzo delle azioni societarie, quando il CEO può godere di un ruolo dominante nel *board* e quando nel consiglio di amministrazione siedono dei membri esterni. Secondo l'autore, il consigliere esterno, anziché provvedere al monitoraggio e alla supervisione del CEO, può decidere di collaborare col CEO al fine di raggiungere gli obiettivi personali di entrambi e, pertanto, favorendo la nascita di problemi di agenzia in seno all'impresa. Diversamente, Dey et al. (2011) documentano che le imprese statunitensi che hanno optato per la divisione dei due ruoli di amministratore delegato e presidente hanno rendimenti inferiori, con conseguenti minori possibilità di effettuare investimenti a favore della ricchezza degli azionisti. Essi suggeriscono che le recenti proposte per le imprese di separare i ruoli il CEO e presidente meritano maggiore e una più attenta considerazione prima di essere prese in esame. Anche Yang e Zhao (2014) trovano che le imprese americane e canadesi nel periodo che va dal 1979 al 1998 che sono caratterizzate da CEO *duality* sovraperformano le imprese, in termini di maggiore Tobin's Q, in cui la CEO *duality* non è presente del 3-4%. Inoltre, la differenza di rendimento è maggiore per le imprese con elevati costi di informazione e una migliore *corporate governance*. I vantaggi della CEO *duality* si riflettono sostanzialmente nella capacità di assumere delle decisioni veloci in seno al *board*, evitando ritardi e impantanamenti nel processo decisionale. I loro risultati empirici sono coerenti

[†]Si veda Krause et al. (2014).

con quelli presentati dal Peng et al. (2007), secondo cui le risultanze empiriche derivanti da un campione di imprese cinesi quotate in borsa si sposano con le ipotesi sostenute dalla *stewardship theory*. La CEO dualità crea la condizione necessaria per avere una importante unità del comando al vertice dell'impresa (Donaldson e Davis, 1991), consentendo di evitare confusione tra i manager e gli altri amministratori e facilitando un tempestivo e più efficace processo decisionale. Anche Cabrera-Suárez e Martin-Santana (2015), analizzando l'effetto che alcune caratteristiche del consiglio di amministrazione hanno sulle performance di 544 imprese spagnole non quotate, mostrano la capacità della CEO *duality* di generare un effetto positivo e una crescita di valore delle società, misurata attraverso la percentuale del fatturato delle imprese.

Riguardo alla presenza dei consiglieri indipendenti, buona parte della letteratura gli riconosce il ruolo di principali supervisor dell'operato manageriale (Fama e Jensen, 1983). In particolar modo, quando nelle imprese sussistono le condizioni ideali per mettere in atto dei comportamenti opportunistici a scapito degli azionisti di minoranza, la loro presenza nel *board* viene recepita come indice di buon consiglio di amministrazione, in grado di accrescere il valore delle imprese.

Nonostante vi sia parere quasi unanime nell'affermare la necessità di avere nei consigli di amministrazione delle imprese un numero cospicuo di consiglieri indipendenti e, dal punto di vista teorico, vi sia chiarezza dei benefici che gli stessi apporterebbero nelle imprese, le evidenze empiriche che indagano sul valore degli amministratori indipendenti sono scarse (Nguyen et al. 2010) e fanno riferimento a periodi temporali ormai remoti. Inoltre, buona parte degli studi che analizzano la correlazione fra membri indipendenti e performance trovano, in molti casi, la presenza di una relazione statisticamente non significativa (Bhagat e Black, 2002; Hermalin e Weisbach, 1991; Klein, 1998). Secondo Shivdasani e Yermack (1999), questo risultato è dovuto principalmente al fatto che l'amministratore delegato della società ha l'ultima parola nella selezione dei componenti del consiglio di amministrazione, ragion per cui gli stessi, una volta insediatisi, non effettuano un efficace monitoraggio delle operazioni manageriali, come segno di riconoscenza per essere stati nominati.

Solo recentemente alcuni studi hanno iniziato a evidenziare risultati differenti dal passato. Il lavoro empirico di Nguyen et al. (2010), su un campione di imprese americane nel periodo 1994-2007, suggerisce che i consiglieri indipendenti rappresentano un valore aggiunto per le imprese, in grado di fornire oltre ad ottime prestazioni manageriali nel *board* e agli azionisti anche un incremento della capitalizzazione di mercato delle imprese. Tuttavia, sembrerebbe che solo status di "indipendente" non basti a creare valore aggiunto nelle imprese. La loro capacità di migliorare le performance d'impresa è strettamente correlata alle loro abilità e alle loro competenze. Infatti, come mostrato da Wang et al. (2016), i quali rivolgono l'attenzione sui backgrounds e le relazioni professionali dei consiglieri prima di assumere l'incarico nel *board*, i membri indipendenti del consiglio di amministrazione si dimostrano in grado di determinare migliori performance contabili, in termini di un migliore ROE, solo quando essi sono realmente preparati e non hanno mai avuto alcun legame con

chi controlla l'impresa. Sulla loro stessa lunghezza d'onda, anche Terjesen et al. (2015) evidenziano come i membri indipendenti creino maggior valore d'impresa solo quando svolgono le proprie mansioni in un *board* societario caratterizzato da diversificazione di genere. Oltre alle caratteristiche proprie dei consiglieri, l'effetto positivo dei membri indipendenti può dipendere anche dalla tipologia di impresa in cui operano. Dal confronto fra consiglieri indipendenti nelle imprese familiari e non-familiari, García-Ramos et al. (2016), nel loro studio su un campione di 221 imprese in Spagna - Portogallo e Italia, evidenziano l'attitudine dei membri indipendenti a determinare delle migliori performance, espresse dalla variabile di mista Tobin's Q, solo nel sotto-campione di imprese non controllate da una famiglia. Al contrario, in quelle familiari l'effetto dei membri dipendenti sulle performance è moderato positivamente dalla presenza della *family CEO duality*.

Da qualche anno, una tematica che sta attirando l'interesse degli studiosi di management è quella relativa all'opportunità o meno di avere all'interno dei *board* aziendali dei consiglieri di amministrazione con altri incarichi in essere, vale a dire che ricoprono il ruolo di consiglieri in tre o più altre società. Ad alimentare il dibattito ha certamente contribuito lo scambio di opinioni, derivanti dal conseguimento di opposti risultati empirici, degli autori dei due fra i più importanti paper che hanno ad oggetto l'analisi della relazione fra *busy governances* e *performance*. Infatti, dopo la pubblicazione dei risultati dello studio di Ferris et al. (2003) su un campione di 3190 grandi imprese americane che presentano assets per un valore maggiore a 100 milioni di dollari, dai quali non si evincono effetti negativi sul *market to book ratio* delle imprese che hanno attribuito numero ampio di incarichi ai membri del CdA, Fich e Shivdasani (2006) hanno ripreso l'argomento mostrando, anche essi in un campione delle 500 più grandi imprese quotate americane, non solo dei risultati differenti, ma rispondendo dettagliatamente agli autori del precedente lavoro evidenziando i limiti che lo caratterizzavano. Secondo gli autori, questa categoria di consiglieri è particolarmente impegnata al punto tale da non avere il giusto tempo da poter dedicare ad una attenta e precisa supervisione del CEO, compromettendo così le performance d'impresa. I risultati empirici di Jiraporn et al. (2008) sostengono la teoria che più incarichi di amministratore in capo ad un unico soggetto influenzano negativamente il monitoraggio e l'efficacia della vigilanza del consiglio di amministrazione. Gli autori mostrano, in un campione di 3605 imprese nel periodo tra il 1998 e il 2002, l'esistenza di una relazione inversa tra *busy governances* e il valore di mercato e la Tobin's Q dell'impresa. Tali risultati acquisiscono un'importante rilevanza in ambito scientifico poiché un numero sempre maggiore di studi, anche facenti riferimento a contesti istituzionali e campioni di imprese diversi fra loro, conferma la presenza di una relazione negativa fra questa variabile di *governance* e il valore delle imprese, sia di tipo operativo-contabile che come *proxy* di mercato (Cashman et al., 2012; Jackling e Johl, 2009; Sarkar e Sarkar, 2009; Andres et al., 2013).

Il convincimento che il *busyeffect*, termine utilizzato per indicare gli esiti negativi che determinano nelle imprese i consiglieri con altri incarichi, sia l'unico rilevante risultato sul tema resta in vigore fino alla pubblicazione del lavoro empirico di Field et al. (2013). I ricercatori statunitensi hanno provveduto ad

indagare ulteriormente la relazione, pervenendo a dei risultati empirici differenti dai precedenti lavori di ricerca. Infatti, per la prima volta, si afferma come una elevata presenza nei *board* dei consiglieri con altri incarichi contribuisca positivamente alla crescita del valore delle imprese, espresso sia da variabili contabili (ROS) che di mercato (Mtbr). Essi scoprono che le imprese possono beneficiare dei consigli, del know-how, e dei preziosi contatti che sono in possesso di tali consiglieri di amministrazione.

Infine, diversi studi dimostrano che la relazione tra *busy governances* e performance d'impresa non è lineare (Ahn et al., 2010; Pombo e Gutiérrez, 2011; López Iturriaga e Morrós Rodríguez, 2014). La presenza di uno scarso numero di consiglieri occupati è sinonima di buona *corporate governance* e determina dei risultati positivi per le imprese. Viceversa, quando il loro numero aumenta notevolmente si ha l'effetto opposto, con la prevalenza del *busy effect* e conseguente la riduzione delle performance.

La dimensione del consiglio di amministrazione è una delle variabili di *corporate governance* maggiormente analizzate in letteratura. Ancora oggi, a distanza di 20 anni dallo studio pionieristico di Yermack (1996), non è chiaro quale sia l'effetto principale fra la numerosità del *board* e il valore d'impresa (Bennedsen et al., 2008). Ai lavori empirici di Yermack (1996) e Eisenberg et al. (1998), rispettivamente facenti riferimento ad un campione di 452 grandi imprese americane e a 879 piccole e medio imprese finlandesi, i quali evidenziano la presenza di una relazione negativa fra le variabili oggetto di osservazione, fanno seguito una serie di ricerche in differenti Paesi che confermano la presenza della suddetta relazione inversa (Conyon e Peck, 1998; Mak e Kusnadi, 2005; de Andres et al., 2005; Guest, 2009; Arosa et al., 2013). Le motivazioni secondo cui affollati consigli di amministrazione siano meno efficienti rispetto a quelli ristretti sono da ricercarsi nelle difficoltà che possono emergere fra i vari membri e quindi alla nascita di problemi di agenzia in seno all'impresa (Jensen, 1993; Lipton e Lorsch, 1992; Hermalin e Weisbach, 2003). Infatti, come sostenuto da Cheng (2008), un numero maggiore di componenti potrebbe determinare difficoltà di comunicazione interna e rallentamenti nel processo decisionale aziendale. Tuttavia, nonostante un numero congruo di studi sottolinei la presenza di un effetto negativo, dalla meta-analisi di Dalton et al. (1999) derivano risultati discordanti con la precedente letteratura. Gli autori evidenziano, infatti, come l'incremento degli amministratori sia correlato ad un miglioramento delle performance, espresse sia da variabili di derivazione contabile (ROE, ROI) che di mercato (Tobin's Q, Mtbr). I sostenitori di questa visione affermano che un *board* più numeroso migliora il capitale umano della società, aumentando le abilità e le competenze specifiche in seno all'impresa, con un relativo impatto positivo sulle prestazioni aziendali. In linea con queste argomentazioni, le evidenze empiriche di Jameson et al. (2014) e Kiel e Nicholson (2003), aventi ad oggetto, rispettivamente, un campione di imprese indiane e le 100 maggiori società australiane, trovano un legame positivo fra una maggiore dimensione del consiglio di amministrazione e il valore delle imprese, rappresentato dalla Tobin's Q. Inoltre, un più ampio *board* abbraccia varie prospettive all'interno, che si possono tradurre in supporto per le strategie d'impresa e diminuzione della

dipendenza dei CEOs (Forbes e Milliken, 1999; Goodstein et al., 1994; Van den Berghe e Levräu, 2004).

Diversamente dagli studi precedenti che mostrano un chiaro effetto in ambedue le direzioni, alcuni studiosi affermano che la struttura ottimale del consiglio di amministrazione dipenda dalle caratteristiche dell'impresa (Boone et al., 2007; Coles et al., 2008; Linck et al., 2008). In particolare, Coles et al. (2008) trova che nelle imprese più complesse vi sono dei *board* più numerosi, con più consiglieri esterni, e che la relazione fra dimensione e valore d'impresa abbia un andamento a U, in cui sia *board* molto piccoli che quelli relativamente numerosi siano ottimali per le imprese.

La caratteristica del consiglio di amministrazione che, più delle altre, sta attualmente ricavando maggiore attenzione dagli studiosi di *governance* è sicuramente quella relativa alla presenza di donne nel *board*. Questo crescente interesse è sicuramente dovuto alle recenti introduzioni normative che si stanno susseguendo in molti Paesi europei[‡] e che prevedono l'introduzione di una quota minima obbligatoria, in seno ai consigli di amministrazione delle imprese, per le donne. Conseguentemente, sono state pubblicate numerose ricerche empiriche che hanno come obiettivo quello di approfondire la capacità delle consiglieri donne a influenzare il valore delle imprese.

Nonostante in letteratura sia possibile individuare studi con risultati differenti fra di loro, la recente meta-analisi di Byron e Post (2016) evidenzia prevalentemente l'esistenza di una relazione positiva fra donne nel CdA e performance aziendali. Il primo studio che esamina se la diversità di genere nel *board* è collegata a delle migliori performance è quello di Carter et al. (2003). Gli autori, dopo aver analizzato empiricamente le maggiori 1000 imprese americane, affermano come la frazione di donne all'interno del *board* sia positivamente correlata ad un aumento della Tobin's Q, quale *proxy* del valore d'impresa. A distanza di molti anni, Conyon e He (2016), utilizzando i dati su oltre 2000 imprese statunitensi mostrano che la diversità di genere nel *board* ha un effetto positivo sulle performance aziendale, misurata anche in questo lavoro attraverso la Tobin's Q. Identico risultato per lo studio empirico di Campbell e Mínguez-Vera (2008), i quali, in aggiunta, dimostrano l'inesistenza di causalità fra le variabili. Gli autori chiariscono che non sono le migliori performance d'impresa a favorire l'incremento delle donne nel *board*, viceversa la loro presenza incide fortemente sulla crescita del valore delle imprese. Tanti altri autori confermano nei rispettivi studi empirici i precedenti risultati positivi (Dezsö e Ross, 2012; Lückerath-Rovers, 2013; Liu et al., 2014).

Le donne vengono recepite come una risorsa preziosa per le imprese, in cui esse appaiono abili ad apportare abilità uniche e punti di vista differenti in seno al *board*, contribuendo così a migliorare non solo il funzionamento dell'organo di governo, ma soprattutto la qualità delle decisioni che esso si appresta a prendere (Pfeffer e Salancik, 1978; Hillman et al., 2007). Un recente studio di Terjesen et al. (2015) afferma che le consiglieri donne migliorano l'efficacia dei consigli di

[‡]Si veda Bianco et al. (2015).

efficacia amministratori, grazie alla loro creatività che permette di avere delle soluzioni innovative ai problemi societari.

Tuttavia, seppur in numero inferiore, altri ricercatori evidenziano l'esistenza di un legame negativo fra *diversity* e valore d'impresa (Adams e Ferreira, 2009, Ahern e Dittmar, 2012). In particolare, lo studio di Adams e Ferreira (2009), nonostante trovi riscontro empirico sulla capacità delle donne di migliorare il funzionamento e l'efficienza del *board*, mostra che la relazione fra consiglieri donne e il valore delle imprese, misurato dalla variabile Tobin's Q, è negativa. La loro interpretazione dei risultati è coerente con la visione che un eccessivo monitoraggio può ridurre il valore delle imprese. Pertanto, le donne potrebbero essere valide consiglieri nelle imprese caratterizzate da debole *governance* societaria.

In conclusione, dall'analisi della letteratura si evince, per quasi tutte le variabili oggetto di studio, la presenza di risultati contrastanti e conflittuali, dai quali però emerge, in via generale, la tesi che imprese con strutture di *governance* più deboli e scarsa tutela dei diritti degli azionisti sono implicate in maggiori problemi di agenzia e la presenza di un consiglio di amministrazione efficace, può aiutare ad evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager, determinando l'allineamento degli obiettivi del management con quelli degli stakeholder aziendali.

I risultati dissimili possono essere attribuiti a varie differenze che sono proprie degli studi. I risultati possono dipendere infatti dalle variabili utilizzate per misurare la *corporate governance* o il valore delle imprese, oppure da differenze relative al contesto istituzionale di riferimento dello studio, dal campione di imprese analizzato e dal periodo di riferimento sotto osservazione. Delle importanti differenze possono derivare anche dalle tecniche econometriche impiegate e quindi dalla eventuale omissione di variabili. In particolare questi ultimi aspetti risultano essere molto importanti, in quanto come evidenziato in buona parte degli studi, le analisi che riguardano la *corporate governance* molto spesso sono soggette a problemi di endogeneità e di eterogeneità, che se non controllate adeguatamente possono dare luogo a risultati non robusti.

4. Ipotesi di ricerca

Le ipotesi di ricerca che si intende indagare con il presente contributo sono di seguito illustrate.

CEO *duality* e valore d'impresa: la condizione di CEO *duality* si verifica quando sono rinvenibili in capo alla medesima persona sia l'incarico di amministratore delegato che quello di presidente del consiglio di amministrazione (Rechner e Dalton, 1991). Diversamente, quando questi due ruoli vengono ricoperti da soggetti differenti, si può affermare che l'impresa adotti una struttura di leadership separata.

La condizione di CEO *duality*, secondo Fama, Jensen (1983) ostacola la capacità del *board* di monitorare la gestione e quindi implica un aumento dei problemi di agenzia. Tale caratteristica di *governance*, facendo convogliare il potere decisionale e operativo nelle sole mani dell'amministratore delegato, crea i presupposti per potenziali disaccordi con gli azionisti, inasprando conflitti di interesse tra principali e agente (Jensen e Meckling, 1976). Gli studiosi della teoria dell'agenzia suggeriscono che la CEO *duality* riduca le performance dell'impresa perché è in grado di compromettere un efficiente monitoraggio e il controllo delle operazioni del CEO (Peng et al., 2007). Il Presidente-CEO può approfittare della propria posizione dominante rispetto agli azionisti rilevanti e/o ai soci di minoranza, provocando un esproprio dei beni aziendali, con effetti negativi sulle prestazioni aziendali. Anche Tuggle et al. (2010) trovano come tale caratteristica di *governance* riduce le attività di monitoraggio del *board* e conduce a ridotte performance di mercato.

Secondo la teoria dell'agenzia, gli amministratori delegati sono avversi al rischio e possiedono obiettivi divergenti da quelli degli azionisti. Pertanto, quando ne avranno l'opportunità, si impegneranno in azioni di self-serving a spese degli azionisti (Jensen e Meckling, 1976). Gli azionisti soffrono la mancanza della separazione del potere di gestione da quello decisionale e di controllo che, a sua volta, determina un aumento dei costi di agenzia per l'impresa (Fama e Jensen, 1983; Rechner e Dalton, 1991). La struttura a doppia carica permette anche al CEO di filtrare le informazioni da rendere disponibili agli altri membri del consiglio, impedendo in tal modo un controllo efficace (Jensen, 1993). In aggiunta, un amministratore delegato che è anche il presidente detiene l'ultima parola in merito alla nomina degli amministratori (Shivdasani e Yermack, 1999). Pertanto, essi sono più propensi a nominare soggetti fidati che, probabilmente, essendo grati al CEO per la carica ricevuta, daranno vita ad una debole opposizione. Cosicché il consiglio di amministrazione risulta essere meno efficace nel limitare la discrezionalità manageriale nella gestione delle risorse aziendali (Westphal e Zajac, 1995).

Una probabile conseguenza della CEO *duality* è rappresentata dalla volontà di chi gestisce l'impresa di adottare comportamenti opportunistici, chiaramente in contrasto con quelli degli azionisti di minoranza. Di conseguenza, si prevede una relazione negativa con il valore dell'impresa.

H.1: la condizione di CEO *duality* influenza negativamente il valore dell'impresa.

Consiglieri indipendenti e valore d'impresa: secondo gli studiosi della teoria dell'agenzia, il ruolo principale del consiglio di amministrazione è quello di garantire una gestione efficiente dell'impresa, esercitando le proprie funzioni in modo da assicurare il miglioramento delle performance aziendali e tutelare gli azionisti da eventuali espropri di valore da parte dei manager.

Dittmar e Mahrt-Smith (2007) verificano il ruolo della *corporate governance* nel mitigare i costi di agenzia e condizionare i risultati aziendali e trovano che le imprese caratterizzate da debole *governance* societaria dissipano risorse molto rapidamente rispetto a quelle ben governate, causando una riduzione delle

performance. Quanto l'impiego delle risorse da parte del manager è scarsamente controllato, esse sono esposte ad essere utilizzate per perseguire investimenti inutili (Jensen e Meckling, 1976) o semplicemente per trarre vantaggi di natura personale a scapito del valore complessivo d'impresa (Yermack, 2006).

Un aumento dell'indipendenza del consiglio di amministrazione comporta una *corporate governance* più forte, in grado tutelare adeguatamente gli interessi di tutti gli azionisti e, allo stesso tempo, provvedere a un eccellente monitoraggio delle operazioni manageriali.

Numerose evidenze empiriche sottolineano il ruolo di salvaguardia che gli amministratori indipendenti rivestono in presenza di problemi di agenzia (Brickley e James, 1987; Hermalin e Weisbach, 1988; Byrd e Hickman, 1992). Un numero maggiore di consiglieri indipendenti, i quali senza dubbio si trovano in una posizione migliore per monitorare i manager (Dunn, 1987), permette di osservare accuratamente il loro operato e avere così una migliore conoscenza delle strategie aziendali. Inoltre, essi sono particolarmente interessati a salvaguardare la loro reputazione professionale di consiglieri "sopra le righe" (Fama e Jensen, 1983), pertanto svolgono le loro mansioni con totale trasparenza e diligenza.

Consigli di amministrazione composti da un numero considerevole da membri indipendenti riducono il dominio manageriale e l'asimmetria informativa, aumentano la qualità del monitoraggio su eventuali comportamenti opportunistici del management e migliorano l'efficacia del *board* nel consigliare le operazioni aziendali (Chahine e Filatotchev 2008).

Sulla base di queste considerazioni, si ipotizza che un aumento dei consiglieri indipendenti determini performance d'impresa superiori.

H.2: la presenza di consiglieri indipendenti influenza positivamente il valore dell'impresa.

Consiglieri occupati e valore d'impresa: la questione degli amministratori che siedono in molteplici consigli di amministrazione può essere analizzata secondo due punti di vista. Il primo, conosciuto come effetto di reputazione (Jiraporn et al., 2009), prevede benefici per le imprese e riconosce ai membri che ricoprono la carica di consigliere contestualmente in più *boards* lo status di eccellenti amministratori. Essi sarebbero in grado di effettuare, grazie alla loro esperienza, un efficace monitoraggio del management e migliorare il processo decisionale del consiglio di amministrazione. Il secondo ritiene invece che gli amministratori "impegnati", tendano a dedicare meno tempo ad ogni singola impresa, compromettendo le loro responsabilità e trascurando i loro doveri soprattutto in tema di monitoraggio manageriale (Ferris et al., 2003), creando così gravi problemi di agenzia e una involuzione della consulenza aziendale (Lipton e Lorsch, 1992).

Busy governances possono generare vantaggi per diversi motivi. Evidenze empiriche (Pfeffer e Salancik, 1978; Zahra e Pearce; 1989) riconoscono che i soggetti con più incarichi di consigliere, contraddistinti da una buona reputazione nei mercati finanziari, possono avvalersi dei loro contatti professionali per garantire vantaggi competitivi all'impresa che rappresentano. Masulis e Mobbs (2011) sostengono che i membri con più incarichi di consigliere, grazie alla loro

esperienza e alle loro competenze, sono in grado di migliorare le prestazioni dell'impresa. In aggiunta, essi rappresentano delle valide alternative per l'avvicendamento degli amministratori delegati delle imprese in cui ricoprono una carica. Di conseguenza, il CEO è incentivato a migliorare le performance aziendali, riducendo al minimo possibili comportamenti opportunistici.

Alcuni studiosi, tuttavia, sono più dubbiosi sulla considerazione che gli amministratori "occupati" servano gli interessi degli azionisti e creano valore aggiunto per l'impresa. Core et al. (1999) sostengono che tali amministratori possono diventare troppo impegnati e, di conseguenza, non sono in grado di monitorare in modo efficace il management aziendale contemporaneamente in molte imprese. Sulla loro stessa lunghezza d'onda, Jiraporn et al. (2009), evidenziano che gli amministratori "impegnati" hanno maggiori probabilità di essere assenti dalle riunioni aziendali, con il rischio di non poter partecipare attivamente al processo decisionale. Shivdasani e Yermack (1999) sostengono che gli amministratori impegnati possono determinare, a causa di un blando monitoraggio delle azioni dei manager, un incremento dei costi di agenzia che, a sua volta, si traduce in distruzione del valore d'impresa. Fich e Shivdasani (2006), confermano che l'aumento del numero degli amministratori impegnati conduce ad un calo di intensità del controllo sul management.

Dall'analisi della letteratura derivano due risultati contrastanti, che non consentono di prevedere esplicitamente il segno della relazione fra *busy governances* e valore d'impresa. Nonostante ciò, si ipotizza che la loro presenza nel consiglio di amministrazione delle imprese, sia sicuramente in grado di influenzare, in una delle direzioni ipotizzate, le performance aziendali.

H.3: la presenza di consiglieri di amministrazione con altri incarichi influenza il valore dell'impresa.

Dimensione del CdA e valore d'impresa: il consiglio di amministrazione è l'organo a cui compete, di concerto con l'amministratore delegato, la determinazione delle strategie aziendali e la predisposizione delle azioni che determinino la loro attuazione operativa. Allo stesso tempo, è responsabile del monitoraggio dell'operato del management, a tutela gli interessi degli azionisti (Fama e Jensen, 1983). Evidenze empiriche (Lipton e Lorsch, 1992; Jensen, 1993) individuano nella dimensione del consiglio di amministrazione una importante caratteristica in grado di determinare l'efficacia della *corporate governance*.

Relativamente alla numerosità del *board of governances*, dallo studio della letteratura si evincono due aspetti cruciali e contrapposti: maggiore controllo manageriale vs rigido processo decisionale (Harford et al., 2008).

Dal punto di vista della teoria dell'agenzia, si può sostenere che un consiglio di amministrazione più numeroso possa meglio vigilare sui manager, semplicemente perché un maggior numero di persone sovrintende le operazioni di gestione e i comportamenti manageriali. Il modello di Harris e Raviv (2006) suggerisce che *board* più grandi forniranno un monitoraggio ottimale in presenza di manager che operano in imprese in cui ci sono concrete possibilità di consumare benefici privati. Anche Boone et al. (2007) trovano evidenza in linea

con le previsioni Harris e Raviv (2006). Inoltre, un aumento del numero di consiglieri determina un più ampio ventaglio di competenze in seno al consiglio, le quali consentono di beneficiare di molteplici prospettive a supporto delle strategie aziendali, con il vantaggio di una minore dipendenza dall'amministratore delegato (Forbes e Milliken, 1999; Goodstein et al., 1994).

Di converso, una numerosità maggiore potrebbe essere fautrice di un *board* più difficile da coordinare, in cui si è propensi a sviluppare fazioni e coalizioni, determinando problemi di comunicazione e organizzazione. Di conseguenza, queste problematiche potrebbero impedire il buon funzionamento del consiglio, causando il differimento di deliberazioni importanti e facendo venire meno un efficace controllo sulla gestione (Judge e Zeithaml, 1992; Eisenberg et al., 1998; Forbes e Milliken, 1999). Di questo avviso, Jensen (1993), Yermach (1996) evidenziano la maggiore efficienza e capacità dei *board* di piccole dimensioni nel controllare le azioni del CEO. *Small boards* sembrano in grado di limitare problemi di agenzia. Diversamente, quando i consigli di amministrazione divengono troppo grandi, assumono un mero valore simbolico e, venendo meno ai doveri di controllo e monitoraggio, permettono al management di porre in essere azioni che prevedono il soddisfacimento di obiettivi personali che compromettono il valore d'impresa e fanno aumentare i problemi di agenzia.

Alla luce delle argomentazioni divergenti, derivanti da diverse teorie, si prevede che la numerosità del *board* possa incidere, sia positivamente che negativamente, nel processo di creazione del valore d'impresa.

H.4: la dimensione del consiglio di amministrazione influenza il valore dell'impresa.

Consiglieri donne e valore d'impresa: considerate le numerose iniziative legislative che mirano ad incrementare il numero di donne nei consigli di amministrazione delle imprese pubbliche e private, la tematica riguardante la diversità di genere del consiglio di amministrazione è divenuta oggetto di notevole interesse da parte degli studiosi di tutto il mondo. Conseguentemente, da alcuni anni, i ricercatori hanno iniziato ad approfondire la capacità delle *female governances* di influenzare le performance d'impresa (Mohan e Chen, 2004; Levi et al., 2014; Huang e Kisgen, 2013). Tuttavia, gli studi che indagano le conseguenze della diversità di genere del consiglio di amministrazione sul valore d'impresa sono ancora contenuti, ma soprattutto mostrano risultati contrastanti.

La previsione di una rappresentanza femminile negli organi dell'impresa, non solo estende il bacino di capitale umano da cui gli amministratori possono essere designati, ma fornisce anche la possibilità di godere di alcune abilità e prospettive supplementari di cui non è possibile beneficiare in consigli di amministrazione composti da solo maschi (Hillman et al., 2007). Huse e Solberg (2006) suggeriscono che la diversità di genere migliora, grazie a competenze e punti di vista differenti da quelli maschili, il valore organizzativo e le prestazioni delle imprese.

L'importanza della diversità di genere nei consigli di amministrazione può essere spiegata anche secondo la visione della teoria dell'agenzia. Numerosi studi (Adams e Funk, 2012; Rhode e Packel, 2014; Carter et al., 2003) ravvisano

in un CdA eterogeneo una migliore capacità di monitorare il comportamento dei manager affinché agiscano nell'interesse degli azionisti. Essi basano le loro considerazioni sul fatto che un consiglio composto da soggetti con differenti background culturali è portatore di molteplici e differenti punti di vista, i quali contribuiranno, fra le altre cose, a rendere più minuziosa la vigilanza del management. Sotto questo aspetto, la presenza di consiglieri donne sembra avere un effetto molto simile a quello degli amministratori indipendenti (Adams e Ferreira, 2009). Dopo aver analizzato le offerte di acquisto di 1500 imprese appartenenti all'indice S&P, Levi et al. (2014) dimostrano che la presenza di donne aiuta a creare valore per gli azionisti, poiché esse sembrano essere meno votate alla costruzione di imperi economici, che il più delle volte si concretizzano con uno spreco eccessivo di risorse aziendali, e quindi consentono un risparmio di risorse che potrebbero essere impiegate in redditizi progetti di investimento.

Tuttavia, alcuni studiosi ritengono che un eccessivo monitoraggio del management può determinare una riduzione del valore per gli azionisti (Almazan e Suarez, 2003). Inoltre, Adams e Ferreira (2007) sottolineano come una maggiore ingerenza degli amministratori nel processo decisionale potrebbe far scaturire difficoltà comunicative tra i vari amministratori. In questo caso la diversità di genere, che rappresenta un elemento nuovo in seno al CdA, può far nascere disaccordi fra i consiglieri, che potrebbero influire negativamente sulle prestazioni. Ahern e Dittmar (2012) trovano che l'imposizione di una quota obbligatoria di donne nel CdA delle imprese norvegesi, si traduce in un valore inferiore dell'impresa. Essi attribuiscono tali risultati al fatto che le imprese sono costrette a designare donne che, in alcuni casi, non hanno alcuna esperienza come amministratore, pertanto non sono in possesso di particolari competenze che potrebbero far generare benefici per le imprese. Al contrario, i loro limiti gestionali determinano un processo decisionale lento e improduttivo che si ripercuote negativamente sulle performance aziendali. Anche Adams e Ferreira (2009), nonostante verificano empiricamente che la diversità di genere del consiglio è positivamente correlata alla efficacia delle sue operazioni, in un campione di imprese statunitensi, riscontrano una relazione negativa tra la diversità del *board* e le performance d'impresa, adducendo come motivazione l'over-monitoraggio espletato dalle donne.

In virtù di tali considerazioni, la presenza di *female governances* può significativamente influenzare le performance dell'impresa.

H.5: la presenza di consiglieri donne influenza il valore dell'impresa.

5. La metodologia di ricerca

Le ipotesi di ricerca vengono verificate su un campione costituito da tutte le imprese italiane quotate nella borsa valori di Milano, incluse nella banca dati Datastream per il periodo 2003-2013 (11 anni). Da un punto di vista qualitativo, il campione di imprese preso in esame appare essere simile a quello utilizzato da

Fasan (2012). Tuttavia, il numero di imprese considerate nel presente studio è maggiore, il che consente di tenere conto dell'eterogeneità fra le osservazioni, e si riferisce ad un periodo temporale basato su più anni, permettendo di cogliere le variazioni di *governance* che si susseguono nel tempo. Si differenzia inoltre, dal non considerare le imprese appartenenti al settore finanziario. Il campione di imprese è di tipo aperto, vale a dire che in caso di *delisting* della società o di nuova quotazione in borsa, si è provveduto, rispettivamente, ad eliminare o inserire l'impresa nella banca dati.

Il processo di selezione del campione inizia, per evitare distorsioni nelle stime, eliminando gli *outliers*. Attraverso un processo di *winsorizing*, i valori estremi di tutte le variabili sono stati sostituiti dai dati presenti ai percentili 1% e 99%. Secondariamente, sono state escluse le imprese appartenenti al settore finanziario e assicurativo perché i loro bilanci sono influenzati da fattori esogeni. Infine, non sono state selezionate le imprese di cui non si possedevano i dati relativi alla composizione degli organi di governo societario. Pertanto, il campione finale si compone di 1613 osservazioni e 193 imprese.

Per verificare il ruolo del consiglio di amministrazione nel determinare il valore dell'impresa viene applicato il seguente modello empirico.

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{ cash holdings} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ leverage} + \\ & \beta_4 \text{ growth opportunity} + \beta_5 \text{ cash flow} + \beta_6 \text{ dividend} + \beta_7 \text{ tangibility} + \\ & + \beta_8 \text{ dummy family} + \beta_9 \text{ board structure} + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Facendo riferimento ad alcuni studi precedenti (Chen e Nowland 2010; Ahern e Dittmar 2012), la variabile adottata per misurare il valore d'impresa è la Tobin's Q. Essa è calcolata come la somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo.

Per controllare gli effetti firm-specific, nel modello sono presenti alcune variabili di controllo *cash holdings*, *size*, *leverage*, *growth opportunity*, *cash flow*, *dividend*, *tangibility* e *dummy family*. Per identificare tali variabili da utilizzare nell'analisi empirica si è fatto riferimento ai seguenti paper: Anderson e Reeb (2003) – Villalonga e Amit (2006) – Andres 2008, che le considerano come importanti determinanti delle performance d'impresa.

La variabile *cash holdings*, rappresentativa delle riserve di cassa, deriva dal rapporto fra liquidità e mezzi equivalenti e totale delle attività (Ozkan e Ozkan, 2004). La variabile *size*, misurata come logaritmo delle attività totali, evidenzia come una superiore dimensione aziendale, offrendo maggiori garanzie patrimoniali e stabilità dei flussi di cassa, dovrebbe essere inversamente proporzionale alla probabilità di default. La variabile *leverage*, misurata attraverso il rapporto fra debiti totali su totale dell'attivo, permette di monitorare la capacità di acquisire ulteriori risorse finanziarie esterne. La variabile *growth opportunity* tiene conto delle opportunità di crescita dell'impresa ed è misurata attraverso il tasso di crescita delle vendite. I *cash flow*, derivano dal rapporto fra la somma del risultato prima delle imposte più ammortamenti e svalutazioni, e il totale delle attività. La variabile relativa allo stacco dei dividendi è data dalla somma degli utili distribuiti nell'anno di riferimento. Si ipotizza che le imprese che pagano dividendi hanno una migliore *corporate governance*, capace di tutelare anche gli

interessi degli azionisti di minoranza, i quali sono particolarmente interessati al dividendo. Questo implica che le imprese che staccano regolarmente dividendi abbiano delle performance migliori. La variabile *tangibility*, calcolata attraverso il rapporto fra attività tangibili e totale attività, è utile per misurare il peso degli asset aziendali potenzialmente utilizzabili come garanzie patrimoniali nelle richieste di affidamento, riducendo in tal modo il grado di asimmetrie informative e di *information opacity*. La variabile *dummy family* permette infine di capire se il valore delle imprese dipende dalla tipologia dell'azionista di controllo, quindi se familiare o meno. Tale variabile è rappresentata da una *Dummy* che assume valore pari a 1 per le imprese in cui i membri familiari detengono più del 25% delle azioni e/o hanno un ruolo nella gestione o nel CdA, altrimenti uguale a 0.

Al fine di testare le ipotesi di ricerca precedentemente descritte, alle variabili di controllo vengono integrate ulteriori *proxy* che individuano le caratteristiche del consiglio di amministrazione. Lo studio si avvale di cinque variabili: *CEO duality*, è una variabile *dummy* che assume valore uguale a uno se il presidente del consiglio di amministrazione ricopre anche il ruolo di amministratore delegato dell'impresa, in caso contrario, è uguale a zero; presenza di consiglieri indipendenti e consiglieri con altri incarichi, individuate rispettivamente dal rapporto fra amministratori indipendenti e numero di amministratori nel *board* con più di tre incarichi in altre imprese sul numero complessivo dei consiglieri; dimensione del *board*, è il numero complessivo dei membri che siedono in consiglio di amministrazione. Generalmente questa variabile è misurata dal numero di consiglieri presenti, però a causa dell'alta correlazione fra la numerosità del *board* e la dimensione dell'impresa, seguendo le indicazioni di (Harford et al., 2008), si preferisce dividere il numero di componenti per il logaritmo del totale dell'attivo; diversità di genere, data dal rapporto fra il numero di donne e la dimensione totale del *board*.

Le variabili utilizzate sono descritte dettagliatamente nell'appendice 1.

Le peculiarità del *board* che determinano un aumento dei costi di agenzia tendono ad avere un effetto negativo sul valore delle imprese, mentre quelle che mitigano i conflitti di agenzia mirano a migliorare le prestazioni finanziarie.

6. Analisi dei dati e risultati

I dati sulla struttura della proprietà e le caratteristiche dei consigli di amministrazione sono stati raccolti manualmente facendo riferimento alle relazioni annuali sulla *corporate governance*, disponibili sui siti web ufficiali delle singole imprese e sul sito di Borsa Italiana, la società che si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento del mercato azionario italiano.

La Tabella 2 presenta le principali statistiche per il campione di imprese oggetto di analisi. Con riferimento alle caratteristiche del *board*, i risultati indicano che, in media, l'amministratore delegato è anche il presidente del consiglio di

amministrazione nel 24% dei casi. La percentuale media di amministratori indipendenti nei consigli è del 39%. I consiglieri con più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione oltre quello dell'impresa rappresentano, in media, il 34% di tutti gli amministratori. Il numero medio dei componenti dei CdA italiani è compreso tra nove e dieci, indicando che in Italia le imprese tendono ad adottare *board* relativamente piccoli. Infine, la presenza del genere femminile si attesta all'9% sul totale dei consiglieri. Questa percentuale, molto bassa soprattutto in confronto con i Paesi del Nord Europa, è aumentata considerevolmente in seguito all'approvazione della Legge 120/2011 sulle quote rosa che prevede la presenza delle donne all'interno dei *board* delle società quotate italiane.

Per quanto riguarda la classificazione delle imprese oggetto del campione, la presenza della variabile *dummy family* ci permette di differenziare le imprese in base alla tipologia dell'azionista che detiene il controllo. Il 76% delle imprese, appartenenti al campione, è qualificabile come impresa familiare. Tale percentuale è in linea con altri studi che si basano su campioni italiani e conferma, ancora una volta, l'importanza delle imprese familiari per il tessuto imprenditoriale italiano.

Tabella 2: statistiche descrittive

Variabili	Media	Deviazione Standard	1° Quartile	Mediana	3° Quartile
Tobin's q	1.50	0.63	1.10	1.33	1.71
Cash holdings	0.11	0.11	0.04	0.08	0.14
Size	13.15	1.83	11.90	12.83	14.34
Leverage	0.30	0.18	0.16	0.29	0.40
Growth opportunity	0.61	15.52	-0.06	0.04	0.14
Cash flow	0.05	0.07	0.02	0.05	0.09
Dividend	0.01	0.02	0.00	0.01	0.02
Tangibility	0.25	0.21	0.09	0.20	0.37
CEO duality	0.24	0.43	0.00	0.00	0.00
Independent directors	0.39	0.18	0.27	0.36	0.50
Busy directors	0.34	0.27	0.11	0.30	0.56
Board size	9.56	3.21	7.00	9.00	11.0
Female directors	0.09	0.10	0.00	0.07	0.14
Dummy Family	0.76	0.43	1.00	1.00	1.00

La Tabella 3 riporta la matrice di correlazione fra le variabili.

La correlazione positiva tra le performance dell'impresa e la dimensione del *board of directors*, sembrerebbe favorire un miglioramento delle prestazioni nelle imprese con un CdA più numeroso. Invece, la condizione di *CEO duality*, la presenza di consiglieri indipendenti, lo status di consigliere "impegnato" e il *board diversity*, non sembrano influenzare in modo significativo il valore d'impresa. Le

variabili relative alle caratteristiche finanziarie di un'impresa, mostrano in linea generale i loro segni attesi. In particolare, il valore dell'impresa è positivamente correlato alla liquidità delle imprese, ai flussi di cassa e ai dividendi, mentre risulta essere negativamente correlato alla dimensione e al grado di indebitamento dell'impresa e alla presenza di asset tangibili. In generale, non si segnalano problemi di correlazioni fra variabili che potrebbero alterare la validità dei risultati econometrici a causa di multicollinearità. Inoltre, il test VIF (*variance inflator factor*), mostra che la correlazione fra le variabili indipendenti è marginale, ossia non di un livello tale da alterare la significatività dei risultati.

Tab. 3 - Matrice delle correlazioni

Variabili	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 Tobin's q	1,000													
2 Cash holdings	0,2579*	1,000												
3 Size	-0,1444*	-0,0799*	1,000											
4 Leverage	-0,3802*	-0,294*	0,1721*	1,000										
5 Growth opportunity	-0,033	0,002	-0,036	0,001	1,000									
6 Cash flow	0,411*	-0,016	0,2229*	0,2798*	-0,0527*	1,000								
7 Dividend	0,406*	0,1040*	0,1186*	0,1869*	-0,016	0,4277*	1,000							
8 Tangibility	-0,154*	-0,2974*	0,2040*	0,2474*	-0,005	0,043	-0,022	1,000						
9 CEO duality	0,020	0,0729*	-0,1352*	0,0483*	0,013	-0,045	-0,0978*	-0,0592*	1,000					
10 Independent directors	-0,018	-0,1119*	0,2774*	0,0984*	-0,025	-0,019	0,010	0,2068*	-0,0825*	1,000				
11 Busy directors	-0,048	0,009	0,3272*	0,0536*	0,023	-0,001	0,001	-0,068	0,0632*	-0,0634*	1,000			
12 Board size	0,141*	0,029	0,1175*	0,019	-0,017	0,0496*	0,0820*	-0,046	-0,1473*	0,012	0,141*	1,000		
13 Female directors	-0,041	-0,013	-0,2082*	0,002	0,036	-0,0634*	-0,0981*	-0,025	0,036	-0,0746*	-0,1036*	-0,029	1,000	
14 Dummy Family	0,0065	0,0726*	-0,2149*	0,0289	0,0184	0,0107	0,0350	-0,1621*	0,0142	-0,2395*	-0,0064	-0,1575*	0,1470*	1,000

In questa sezione, vengono descritti i risultati dell'analisi che esamina la composizione del consiglio di amministrazione nell'influencare il valore dell'impresa. La colonna (1) della Tabella 4 presenta i risultati dell'analisi di regressione e come variabile dipendente utilizza una misura di valore di mercato d'impresa (*Tobin's Q*), derivante dalla somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo. Studi precedenti esaminano la relazione tra *performance* e le variabili di *corporate governance* attraverso il modello dei minimi quadrati ordinari (OLS). Tuttavia, l'utilizzo dei modelli OLS può essere problematico quando si hanno dati panel, perché considerano i dati come *cross-sectional*, ignorando così la struttura propria dei dati panel (Gujarati e Porter, 2009; Kohler e Kreuter, 2009; Roodman, 2009). Considerando che le stime basate sui minimi quadrati (OLS) potrebbero risultare distorte e per evitare problemi di eterogeneità, si applica un *fixed effect panel model*. L'utilizzo di tale metodologia permette di ridurre al minimo i problemi di endogeneità che potrebbero derivare da caratteristiche delle imprese non osservabili empiricamente. La scelta di effettuare delle regressioni ad effetti fissi è coerente con quanto svolto da studi precedenti che hanno ad oggetto l'analisi della relazione fra la *governance* e il valore d'impresa (Fich e Shivdasani, 2006; Adams e Ferreira, 2009; Ahern e Dittmar 2012).

In generale, i coefficienti stimati delle variabili di controllo sono in linea con le indicazioni risultanti da studi precedenti. Per quanto attiene invece le ipotesi di ricerca oggetto di analisi, i risultati riportati nella colonna (1) della tabella 4 non confermano l'ipotesi *H.1*, in quanto il coefficiente della variabile *CEO duality* non risulta statisticamente significativo ($\beta = 0.0212$, *s.e.* = 0.0295). I risultati empirici mostrano come il contestuale incarico di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione non sia in grado influenzare il valore dell'impresa. Allo stesso modo, diversamente da quanto previsto, il coefficiente della variabile *independent directors* non è statisticamente significativo ($\beta = -0.0850$, *s.e.* = 0.0776). Pertanto, la presenza di membri indipendenti nel consiglio di amministrazione non sembrerebbe essere in grado di influenzare il valore di mercato dell'impresa. I risultati sono coerenti con quelli preposti dalla meta-analisi di Dalton et al. (1998), i quali non trovano un legame statisticamente significativo fra le due variabili. In un contesto come quello italiano, caratterizzato dalla presenza di una elevata concentrazione proprietaria nelle mani di pochi investitori, caratteristica che permette agli azionisti principale di incidere quasi totalmente nella composizione dei consigli di amministrazione, i membri indipendenti potrebbero essere non realmente tali, in quanto potrebbero essere stati scelti in virtù di altri legami, anche di tipo personale, con la proprietà. Pertanto, tali ragioni potrebbero determinare una loro minore efficacia in seno al *board* (Rubenson e Gupta, 1996).

I risultati sull'effetto della presenza di consiglieri di amministrazione con altri incarichi sulle performance aziendali riportano il segno positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.142$, *s.e.* = 0.0534) della variabile *busy directors* al livello di confidenza dell'1%. Si evidenziano migliori performance nelle imprese in cui vi è una maggiore presenza di membri con ulteriori incarichi in essere.

Tab. 4 - Risultati sull'effetto della composizione del consiglio di amministrazione sul valore dell'impresa

Variabile del CdA	Panel Fixed Effects Model					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variabile dipendente	Tobin's <i>q</i>	CEO duality Tobin's <i>q</i>	Independent Tobin's <i>q</i>	Busy board Tobin's <i>q</i>	Board size Tobin's <i>q</i>	Female Tobin's <i>q</i>
Cash Holdings	0.895*** (0.124)	0.875*** (0.118)	0.871*** (0.120)	0.890*** (0.123)	0.884*** (0.117)	0.865*** (0.116)
Size	-0.103*** (0.0242)	-0.121*** (0.0225)	-0.122*** (0.0227)	-0.105*** (0.0239)	-0.115*** (0.0224)	-0.0941*** (0.0222)
Leverage	-0.465*** (0.0885)	-0.477*** (0.0848)	-0.456*** (0.0853)	-0.485*** (0.0877)	-0.451*** (0.0845)	-0.492*** (0.0830)
Growth Opportunity	0.000416 (0.00109)	0.000467 (0.00110)	0.000458 (0.00110)	0.000497 (0.00109)	0.000414 (0.00109)	0.000376 (0.00108)
Cash Flow	1.036*** (0.185)	1.047*** (0.175)	1.063*** (0.175)	1.014*** (0.184)	1.065*** (0.173)	1.054*** (0.171)
Dividend	2.278*** (0.508)	2.751*** (0.487)	2.738*** (0.490)	2.397*** (0.506)	2.612*** (0.487)	2.696*** (0.477)
Tangibility	0.321*** (0.0878)	0.219*** (0.0824)	0.221*** (0.0828)	0.309*** (0.0874)	0.240*** (0.0820)	0.296*** (0.0811)
Dummy Family	-0.0285 (0.0600)	-0.0393 (0.0542)	-0.0377 (0.0544)	-0.0345 (0.0598)	-0.0341 (0.0540)	-0.0342 (0.0532)
CEO duality	0.0212 (0.0295)	0.0258 (0.0282)				
Independent directors	-0.0850 (0.0776)		-0.108 (0.0706)			
Busy board	0.142*** (0.0534)			0.147*** (0.0527)		
Board size	0.258*** (0.0824)				0.287*** (0.0778)	
Female directors	-0.139 (0.140)					-0.172 (0.132)
Costante	2.625*** (0.331)	3.072*** (0.298)	3.124*** (0.304)	2.811*** (0.316)	2.786*** (0.306)	2.722*** (0.295)
Dummy Anno	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Observations	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613
R-squared	0.398	0.402	0.399	0.393	0.407	0.404
Number of id	193	193	193	193	193	193

Note: la tabella riporta i risultati delle regressioni Fixed Effects, in cui la variabile dipendente è una misura del valore dell'impresa (Tobin's Q). Le variabili sono descritte nell'appendice 1. Le dummy temporali sono incluse nel modello. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (), (**), e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.*

I risultati affermano il predominio dei benefici derivanti dell'effetto reputazionale (Jiraporn et al., 2009) rispetto agli svantaggi previsti dalla visione secondo cui i consiglieri, che siedono in altri consigli di amministrazione, tendono a spendere meno tempo in ogni singola impresa, trascurando i loro doveri di

supervisione e creando problemi di agenzia. Fama e Jensen (1983) e Carpenter e Westphal (2001), sostengono che i consiglieri di amministrazione che siedono contemporaneamente in molteplici consigli di amministrazione, contribuiscono allo sviluppo di esperienze e competenze. Sulla base di questo punto di vista, la loro presenza può essere positivamente associata al valore dell'impresa, in quanto soggetti con notevole *background aziendale e culturale* possono avviare forti azioni a sostegno degli interessi di tutti gli azionisti, minimizzando i comportamenti opportunistici del CEO ed evitando l'abuso delle risorse aziendali. L'ipotesi *H.4*, riguardante le implicazioni delle dimensioni del consiglio di amministrazione sui risultati aziendali, è verificata in quanto la stima del coefficiente della variabile di interesse *board size* genera un valore positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.258$, *s.e.* = 0.0824). I risultati confermano pieno sostegno all'ipotesi che percepisce consigli di amministrazione numerosi più efficienti, in grado di meglio supervisionare i manager e dissuadere possibili comportamenti fraudolenti che minano il valore dell'impresa. Infine, la presenza di donne nei vertici aziendali non sembra influire sulle performance d'impresa.

In conclusione, la variabile *female directors* non è statisticamente significativa ($\beta = -0.139$, *s.e.* = 0.140). Pertanto, nonostante numerosi studi evidenzino la presenza di considerevoli benefici per le imprese che hanno delle consigliere donne nel proprio consiglio di amministrazione, nel presente campione di imprese italiane la presenza del genere femminile nel *board* non coincide con una variazione, in ambo le direzioni, del valore delle imprese. Considerato che in Italia, solo da qualche anno a questa parte è iniziato il processo di politiche espansive delle quote di genere nelle imprese, e che di conseguenza l'attuale presenza nei *board* aziendali è ancora molto limitata, tale risultato è coerente con quanto suggerito dalla *Critical Mass Theory* (Erkut et al., 2008), la quale sostiene che affinché il contributo delle donne in seno al CdA possa fare la differenza e quindi essere portatrici di reali innovazioni nelle imprese, il loro numero deve essere almeno di tre donne (Torchia et al., 2010).

7. Conclusioni

Il presente studio esamina il ruolo della *corporate governance* nell'influenzare le performance delle imprese italiane quotate, durante il periodo dal 2003 al 2013. Considerando un campione di 1613 osservazioni e 193 imprese, il paper analizza l'impatto del consiglio di amministrazione sul valore d'impresa. In particolare, ci si è focalizzati sulle caratteristiche del consiglio di amministrazione che si dimostrano capaci di influenzare (positivamente o negativamente) la qualità del monitoraggio sul management: CEO *duality*, presenza di consiglieri indipendenti e "occupati", numerosità del CdA e presenza di donne. I risultati suggeriscono che la composizione del *board* può condizionare il valore dell'impresa. Nello specifico, le imprese con amministratori che hanno altri

incarichi in altre imprese e una maggiore numerosità del *board* societario determinano una migliore performance aziendale.

L'analisi empirica amplia la letteratura che analizza gli effetti della struttura del consiglio di amministrazione sul valore delle imprese italiane quotate. Tale obiettivo è perseguito attraverso la simultanea considerazione delle più importanti variabili del *board* aziendale. Infatti, differentemente da altri lavori, i quali considerano un numero esiguo di variabili del *board*, la principale innovazione dello studio, che permette di distinguersi dagli altri che hanno ad oggetto la medesima tematica, è rappresentata dal considerare tutte le variabili congiuntamente. Inoltre, prendendo in esame le recenti introduzioni normative⁴, si è provveduto ad analizzare adeguatamente il ruolo delle "quote rosa" nel consiglio di amministrazione, creando le basi per future discussioni e approfondimenti.

I nostri risultati confermano le evidenze di Di Pietra et al. (2008). Consiglieri con incarichi in altri *board* d'impresa sono ottimi e preziosi amministratori per le imprese grazie alla loro esperienza, alla loro reputazione e ai numerosi contatti di cui dispongono. Gli studiosi attribuiscono la preferenza per tali amministratori grazie alle capacità straordinarie di monitoraggio dei manager. La loro presenza nel *board* migliora l'efficacia dell'organo. Inoltre, sono in grado di migliorare il processo decisionale dell'impresa. Per ultimo, essi possono aiutare l'azienda ad avere un migliore accesso ai mercati del credito esterni. Tutte queste ragioni contribuiscono a migliorare le prestazioni finanziarie delle imprese.

Allo stesso modo, anche la dimensione del CdA influisce positivamente sul valore dell'impresa. I benefici derivanti da un efficace controllo dei manager sono superiori agli svantaggi assoggettabili lento processo decisione tipico dei consigli di amministrazione numerosi. Un numeroso consiglio di amministrazione è più vigile sulle operazioni di gestione. Più persone hanno il compito di monitorare le operazioni e comportamenti manageriali. I risultati sono coerenti con il modello di Harris e Raviv (2006), il quale suggerisce che un *board* più numeroso sarà più abile nel fornire un monitoraggio ottimale in presenza di manager che operano in aziende dove ci sono reali opportunità di soddisfare desideri personali a spese degli azionisti.

Diversamente da quanto previsto, la *CEO duality* e la presenza di consiglieri indipendenti e donne nel *board* societario non influenzano il valore dell'impresa.

I risultati del lavoro di ricerca permettono di trarre delle interessanti implicazioni per il management delle imprese. Infatti, nonostante la CONSOB e il codice di autodisciplina, coerentemente con la visione della teoria dell'agenzia, sconsigliano di selezionare come membri del *board* dei soggetti che hanno altri incarichi in essere e di avere un consiglio di amministrazione snello e ridotto nelle dimensioni, le presenti conclusioni empiriche non ci consentono di avvalorare queste tesi. Avere un *board* più numeroso e consiglieri con ulteriori incarichi in altre imprese determina un miglioramento, in virtù dei benefici che essi sono in

⁴La Legge 120/2011 prevede che gli organi sociali delle società quotate in scadenza dal 12 agosto 2012 dovranno essere rinnovati riservando una quota pari ad almeno un quinto dei propri membri al genere meno rappresentato: le donne.

grado di apportare all'azienda e di cui detto precedentemente, delle performance delle imprese italiane. Pertanto, in fase di individuazione dei futuri consiglieri di amministrazione, è auspicabile attenersi non solo ai suggerimenti preposti dagli organi di vigilanza, ma anche alle risultanze derivanti da minuziosi studi empirici.

Le evidenze emerse dallo studio vanno interpretate tenendo in considerazione il limite derivante dall'utilizzo di un campione di imprese esclusivamente italiane, per cui i risultati non consentono un confronto diretto con quelli di altri studi che si basano su contesti differenti da quello italiano oppure che effettuano analisi su più Paesi. Ricerche future potrebbero identificare un momento di discontinuità nell'analisi al fine di verificare se vi è stato un miglioramento della governance, ad esempio in seguito all'introduzione della nuova versione del codice di autodisciplina o in virtù della necessità di dover considerare una percentuale minima di donne nei consigli di amministrazione. Valutare il periodo *pre* e *post* di determinati eventi potrebbe chiarire la capacità o meno di tali innovazioni legislative a determinare benefici concreti al valore delle imprese.

Appendice 1. Descrizioni delle variabili

Variabili	Descrizioni
Board size	Numero di componenti del CdA diviso il logaritmo del totale dell'attivo
Busy directors	Percentuale di consiglieri, che detengono più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione, sul numero totale dei membri del CdA
Cash flow	Flusso di cassa di ciascun anno
Cash holdings	Disponibilità di cassa dell'impresa in ciascun anno
CEO duality	Variabile dummy uguale a 1 se l'amministratore delegato è anche presidente del CdA, altrimenti uguale a 0
Dividend	Importo totale dei dividendi pagati in ciascun anno
Dummy Family	Dummy pari a 1 per le imprese familiari, ovvero quelle in cui i membri familiari detengono più del 25% delle azioni e/o hanno un ruolo nella gestione o nel CdA, altrimenti uguale a 0
Dummies Year	Variabili dummy per il periodo 2003-2013
Female directors	Percentuale di consiglieri donne sul numero totale dei membri del CdA
Growth opportunity	Variazione percentuale delle vendite dall'anno t all'anno $t-1$
Independent directors	Percentuale di consiglieri indipendenti sul numero totale dei membri del CdA
Leverage	Rapporto fra debiti totali e totale attivo
Size	Logaritmo naturale del totale attivo
Tangibility	Rapporto fra attività tangibili e totale attivo
Tobin's Q	Esprime il valore dell'impresa ed è pari al totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo

Bibliografia

- Adams R.B., Ferreira D. (2007), "A theory of friendly boards", *The Journal of Finance*, vol. 62, n. 1, pp. 217-250.
- Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2010), "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n. 1, pp. 58-107.
- Adams R.B., Ferreira D. (2009), "Women in the boardroom and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 94, n. 2, pp. 291-309.
- Adams R.B., Funk P. (2012), "Beyond the glass ceiling: does gender matter?", *Management Science*, vol. 58, n. 2, pp. 219-235.
- Agrawal A., Knoeber C.R. (2012), *Corporate governance and firm performance*, a cura di Thomas, C. R. e Shughart II, W. F., *Managerial Economics*, Oxford University Press, Oxford.
- Ahern K.R., Dittmar A.K. (2012), "The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n. 1, pp. 137-197.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y.S. (2010), "Multiple directorships and acquirer returns", *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, n. 9, pp. 2011-2026.
- Almazan A., Suarez J. (2003), "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures", *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 2, pp. 519-548.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003), "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 3, pp. 1301-1328.
- Andres C. (2008), "Large shareholders and firm performance. An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, n. 4, pp. 431-445.
- Andres C., Bongard I., Lehmann M. (2013), "Is busy really busy? Board governance revisited", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 40, nn. 9-10, pp. 1221-1246.
- Arosa B., Iturralde T., Maseda A. (2013), "The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 19, n. 3, pp. 127-135.
- Bhagat S., Black B.S. (2002), "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation Law*, vol. 27, pp. 231-273.
- Belcredi M., Enriques L. (2013), "Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy", *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper*, (225).
- Bennedsen M., Kongsted H.C., Nielsen K.M. (2008), "The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms", *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n. 6, pp. 1098-1109.
- Bianchi M., Bianco M. (2006), "Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", *ECGI-Finance Working Paper*, (144).

- Bianco M., Ciavarella A., Signoretti R. (2015), "Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 23, n. 2, pp. 129-144.
- Byron K., Post C. (2016), "Women on Boards of Directors and Corporate Social Performance: a Meta-Analysis", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 24, n. 4, pp. 428-442.
- Boone A.L., Casares Field L., Karpoff J.M., Raheja C.G. (2007), "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis", *Journal of financial economics*, vol. 85, n. 1, pp. 66-101.
- Brickley J.A., James C.M. (1987), "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking", *Journal of Law and Economics*, vol. 30, n. 1, pp. 161-180.
- Byrd J.W., Hickman K.A. (1992), "Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids", *Journal of financial economics*, vol. 32, n. 2, pp. 195-221.
- Cabrera-Suárez M.K., Martín-Santana J.D. (2015), "Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: the influence of type of directors and CEO duality", *BRQ Business Research Quarterly*, vol 18, n. 4, pp. 213-229.
- Campbell K., Mínguez-Vera A. (2008), "Gender diversity in the boardroom and firm financial performance", *Journal of business ethics*, vol. 83, n. 3, pp. 435-451.
- Carpenter M.A., Westphal J.D. (2001), "The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making", *Academy of Management Journal*, vol. 44, n. 4, pp. 639-660.
- Carter D.A., Simkins B.J., Simpson W.G. (2003), "Corporate governance, board diversity, and firm value", *Financial Review*, vol. 38, n. 1, pp. 33-53.
- Cashman G.D., Gillan S.L., Jun C. (2012), "Going overboard? On busy directors and firm value", *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, n. 12, pp. 3248-3259.
- Chahine S., Filatotchev I. (2008), "The Effects of Information Disclosure and Board Independence on IPO Discount", *Journal of small business management*, vol. 46, n. 2, pp. 219-241.
- Chen E.T., Nowland J. (2010), "Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 18, n. 1, pp. 3-17.
- Cheng S. (2008), "Board size and the variability of corporate performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n. 1, pp. 157-176.
- Coles J.L., Daniel N.D., Naveen L. (2008), "Boards: Does one size fit all? ", *Journal of financial economics*, vol. 87, n. 2, pp. 329-356.
- Conyon M.J., Peck S.I. (1998), "Board size and corporate performance: evidence from European countries", *The European Journal of Finance*, vol. 4, n. 3, pp. 291-304.
- Conyon M.J., He L. (2016), "Firm Performance and Boardroom Gender Diversity: A Quantile Regression Approach, forthcoming", Available at: <http://ssrn.com/abstract=2748558>.

- Consob (2015), *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.
- Core J.E., Holthausen R.W., Larcker D.F. (1999), "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of financial economics*, vol. 51, n. 3, pp. 371-406.
- Daily C.M., Dalton D.R. (1993), "Board of directors leadership and structure: Control and performance implications", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 17, n. 3, pp. 65-82.
- Daily C.M., Dalton D.R., Cannella, A.A. (2003), "Corporate governance: Decades of dialogue and data", *Academy of Management Review*, vol. 28, n. 3, pp. 371-382.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. (1998), "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, n. 3, pp. 269-290.
- Dalton D.R., Daily C.M., Johnson J.L., Ellstrand A.E. (1999), "Number of directors and financial performance: A meta-analysis", *Academy of Management Journal*, vol. 42, n. 6, pp. 674-686.
- Dezsö C.L., Ross D.G. (2012), "Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation", *Strategic Management Journal*, vol. 33, n. 9, pp. 1072-1089.
- Dey A., Engel E., Liu X. (2011), "CEO and board chair roles: To split or not to split?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n. 5, pp. 1595-1618.
- De Andres P., Azofra V., Lopez F. (2005), "Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, n. 2, pp. 197-210.
- Di Pietra R., Grambovas C.A., Raonic I., Riccaboni A. (2008), "The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies", *Journal of Management & Governance*, vol. 12, n. 1, pp. 73-91.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J. (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of financial economics*, vol. 83, n. 3, pp. 599-634.
- Donaldson L., Davis J.H. (1991), "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of management*, vol. 16, n. 1, pp. 49-64.
- Dunn R. (1987), "Research on instructional environments: Implications for student achievement and attitudes", *Professional School Psychology*, vol. 2, n. 1, pp. 43-52.
- Duru A., Iyengar R.J., Zampelli E.M. (2016), "The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence", *Journal of Business Research*, forthcoming. Available at: [doi:10.1016/j.jbusres.2016.04.001](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001)
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M.T. (1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n. 1, pp. 35-54.
- Erkut S., Kramer V.W., Konrad A.M. (2008), Critical mass: Does the number of women on a corporate board make a difference?, a cura di Vinnicombe, S.,

- Singh, V., Burke, R., Bilimoria, D. e Huse, M., *Women on corporate boards of directors: International research and practice*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Ertugrul M., Hegde S. (2009), "Corporate governance ratings and firm performance", *Financial Management*, vol. 38, n. 1, pp. 139-160.
- Fama E.F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The journal of political economy*, vol. 88, n. 2, 288-307.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, 301-325.
- Fasan M. (2012), "Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione", *Impresa Progetto - Electronic Journal of Management*, n. 2.
- Ferris S.P., Jagannathan M., Pritchard A.C. (2003), "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments", *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 3, pp. 1087-1112.
- Fich E.M., Shivdasani A. (2006), "Are busy boards effective monitors?", *The Journal of Finance*, vol. 61, n. 2, pp. 689-724.
- Field L., Lowry M., Mkrtchyan A. (2013), "Are busy boards detrimental?", *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n. 1, pp. 63-82.
- Finkelstein S., Hambrick D.C., Cannella A.A. (2009), *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, Oxford University Press, USA.
- Forbes D.P., Milliken F.J. (1999), "Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of Management Review*, vol. 24, n. 3, pp. 489-505.
- García-Ramos R., Díaz-Díaz B., García-Olalla, M. (2015), "Independent directors, large shareholders and firm performance: the generational stage of family businesses and the socioemotional wealth approach", *Review of Managerial Science*, forthcoming. Available at: doi:10.1007/s11846-015-0189-1.
- Goodstein J., Gautam K., Boeker W. (1994), "The effects of board size and diversity on strategic change", *Strategic Management Journal*, vol. 15, n. 3, pp. 241-250.
- Guest P.M. (2009), "The impact of board size on firm performance: evidence from the UK", *The European Journal of Finance*, vol. 15, n. 4, pp. 385-404.
- Gujarati D., Porter D. (2009), *Panel Data Regression Models. Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Boston.
- Harford J., Mansi S.A., Maxwell W.F. (2008), "Corporate governance and firm cash holdings in the US", *Journal of financial economics*, vol. 87, n. 3, pp. 535-555.
- Harris M., Raviv A. (2006), "A theory of board control and size", *Review of Financial Studies*, vol. 21, n. 4, pp. 1797-1832.
- Hermalin B.E., Weisbach M.S. (1988), "The determinants of board composition", *The Rand Journal of Economics*, vol. 19, pp. 589-606.
- Hermalin B.E., Weisbach M.S. (1991), "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial management*, vol. 20, n. 4, pp. 101-112.

- Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2003), "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *Economic policy review*, vol. 9, pp. 7-26.
- Hillman A.J., Shropshire C., Cannella A.A. (2007), "Organizational predictors of women on corporate boards", *Academy of Management Journal*, vol. 50, n. 4, pp. 941-952.
- Huang J., Kisgen D.J. (2013), "Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?", *Journal of financial economics*, vol. 108, n. 3, pp. 822-839.
- Huse M., Solberg A.G. (2006), "Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards", *Women in Management Review*, vol. 21, n. 2, pp. 113-130.
- Jackling B., Johl S. (2009), "Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, n. 4, pp. 492-509.
- Jameson M., Prevost A., Puthenpurackal J. (2014), "Controlling shareholders, board structure, and firm performance: Evidence from India", *Journal of Corporate Finance*, vol. 27, n. 7, pp. 1-20.
- Jensen M.C. (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, vol. 48, n. 3, pp. 831-880.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Springer.
- Jiraporn P., Kim Y.S., Davidson W.N. (2008), "Multiple directorships and corporate diversification", *Journal of Empirical Finance*, vol. 15, n. 3, pp. 418-435.
- Jiraporn P., Davidson III W.N., DaDalt P., Ning Y. (2009), "Too busy to show up? An analysis of directors' absences", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 49, n. 3, pp. 1159-1171.
- Judge W.Q., Zeithaml C.P. (1992), "Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process", *Academy of Management Journal*, vol. 35, n. 4, pp. 766-794.
- Klein A. (1998), "Firm performance and board committee structure", *The Journal of Law and Economics*, vol. 41, n. 1, pp. 275-304.
- Kiel G.C., Nicholson G.J. (2003), "Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, n. 3, pp. 189-205.
- Krause R., Semadeni M. (2013), "Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO-board chair separation", *Academy of Management Journal*, vol. 56, n. 3, pp. 805-826.
- Krause R., Semadeni M., Cannella A.A. (2014), "CEO duality A review and research agenda", *Journal of Management*, vol. 40, n. 1, pp. 256-286.
- Kreuter F., Kohler U. (2009), "Analyzing contact sequences in call record data. Potential and limitations of sequence indicators for nonresponse adjustments in the European social survey", *Journal of Official Statistics*, vol. 25, n. 2, pp. 203-226.

- Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna I. (2007), "Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance", *The Accounting Review*, vol. 82, n. 4, pp. 963-1008.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997), "Legal determinants of external finance", *The journal of finance*, vol. 52 n. 3, pp. 1131-1150.
- Levi M., Li K., Zhang F. (2014), "Director gender and mergers and acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, vol. 28, pp. 185-200.
- Linck J.S., Netter J.M., Yang T. (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n. 2, pp. 308-328.
- Lipton M., Lorsch J. W. (1992), "A modest proposal for improved corporate governance", *The Business Lawyer*, vol. 48, n. 1, pp. 59-77.
- Liu Y., Wei Z., Xie F. (2014), "Do women directors improve firm performance in China?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 28, pp. 169-184.
- López Iturriaga F.J., Morrós Rodríguez I. (2014), "Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships", *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, vol. 43, n. 2, pp. 177-192.
- Lückerath-Rovers M. (2013), "Women on boards and firm performance", *Journal of Management & Governance*, vol. 17, n. 2, pp. 491-509.
- Mak Y.T., Kusnadi Y. (2005), "Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n. 3, pp. 301-318.
- Masulis R.W., Mobbs S. (2011), "Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market", *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 3, pp. 823-872.
- Melis A. (2000), "Corporate governance in Italy", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 8, n. 4, pp. 347-355.
- Minichilli A., Zattoni A., Zona F. (2009), "Making boards effective: An empirical examination of board task performance", *British Journal of Management*, vol. 20, n. 1, pp. 55-74.
- Minichilli A. (2014), "Dieci anni di corporate governance: cosa sappiamo, e cosa no, sul governo delle imprese", *Economia & management*, n. 1, pp. 95-117.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. (2005), "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave", *The Journal of Finance*, vol. 60, n. 2, pp. 757-782.
- Mohan N.J., Chen C.R. (2004), "Are IPOs priced differently based upon gender?", *The Journal of Behavioral Finance*, vol. 5, n. 1, pp. 57-65.
- Ozkan A., Ozkan N. (2004), "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies", *Journal of Banking & Finance*, vol. 28, n. 9, pp. 2103-2134.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M. (2010), "The value of independent directors: Evidence from sudden deaths", *Journal of Financial Economics*, vol. 98, n. 3, pp. 550-567.
- Pombo C., Gutiérrez L.H. (2011), "Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups", *Journal of Economics and Business*, vol. 63, n. 4, pp. 251-277.

- Peng M.W., Zhang S., Li X. (2007), "CEO duality and firm performance during China's institutional transitions", *Management and Organization Review*, vol. 3, n. 2, pp. 205-225.
- Rechner P.L., Dalton D.R. (1989), "The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric", *The Academy of Management Executive*, vol. 3, n. 2, pp. 141-143.
- Rechner P.L., Dalton D.R. (1991), "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n. 2, pp. 155-160.
- Rhode D., Packel A.K. (2014), "Diversity on corporate boards: How much difference does difference make?", *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 39, n. 2, pp. 377-426.
- Roodman D. (2009), "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *Stata Journal*, vol. 9, n. 1, pp. 86-136.
- Rubenson G.C., Gupta A.K. (1996), "The initial succession: A contingency model of founder tenure", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 21, n. 2, pp. 21-36.
- Salancik G.R., Pfeffer J. (1978), "A social information processing approach to job attitudes and task design", *Administrative science quarterly*, vol. 23, n. 2, pp. 224-253.
- Sarkar J., Sarkar S. (2009), "Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 17, n. 2, pp. 271-293.
- Shivdasani A., Yermack D. (1999), "CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis", *The Journal of Finance*, vol. 54, n. 5, pp. 1829-1853.
- Stiles P., Taylor B. (2001), *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities: How directors view their roles and responsibilities*, Oxford University Press.
- Tang J. (2016), "CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors", *European Management Journal*, forthcoming. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2016.05.003>.
- Terjesen S., Couto E.B., Francisco P.M. (2015), "Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity", *Journal of Management & Governance*, forthcoming. Available at: doi 10.1007/s10997-014-9307-8.
- Torchia M., Calabro A., Huse M., Brogi M. (2010), "Critical Mass Theory and Women Directors' Contribution to Board Strategic Tasks", *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, vol. 6 n. 3, pp. 42-51.
- Tuggle C.S., Sirmon D.G., Reutzel C.R., Bierman L. (2010), "Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring", *Strategic Management Journal*, vol. 31, n. 9, pp. 946-968.
- Van den Berghe L.A., Levrau A. (2004), "Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?", *Corporate Governance: an international review*, vol. 12, n. 4, pp. 461-478.

- Villalonga B., Amit R. (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value? ", *Journal of financial economics*, vol. 80, n. 2, pp. 385-417.
- Volpin P.F. (2002), "Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of financial economics*, vol. 64, n. 1, pp. 61-90.
- Wang Y., Jin P., Yang C. (2016), "Relations between the professional backgrounds of independent directors in state-owned enterprises and corporate performance", *International Review of Economics & Finance*, vol. 42, pp. 404-411.
- Westphal J.D., Zajac E.J. (1995), "Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection", *Administrative science quarterly*, vol. 40, n. 1, pp. 60-83.
- Yang T., Zhao S. (2014), "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment", *Journal of Banking & Finance*, vol. 49, pp. 534-552.
- Yermack D. (2006), "Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns", *Journal of financial economics*, vol. 80, n. 1, pp. 211-242.
- Zahra S.A., Pearce J.A. (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, vol. 15, n. 2, pp. 291-334.
- Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea.

Paolo Tenuta

Ricercatore di Economia aziendale
Dipartimento di Scienze Aziendali e Giuridiche
Università della Calabria
Via Pietro Bucci, snc
(87036) Arcavacata di Rende (CS)
e-mail: paolo.tenuta@unical.it

Domenico Rocco Cambrea

Dottore di ricerca in Scienze economiche e aziendali
Dipartimento di Scienze Aziendali e Giuridiche
Università della Calabria
Via Pietro Bucci, snc
(87036) Arcavacata di Rende (CS)
e-mail: domenico.cambrea@unical.it