

Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione.

Marco Fasan

Sommario: 1. Introduzione – 2. Caratteristiche della corporate governance nella letteratura internazionale e formulazione delle ipotesi di ricerca – 2.1. La dimensione del CdA – 2.2. Il ruolo degli Amministratori indipendenti – 2.3. L'eterogeneità del Consiglio di Amministrazione – 2.4. La remunerazione dell'Amministratore Delegato – 3. Metodologia – 4. Analisi descrittiva – 5. Analisi empirica e linee di ricerca futura – 6. Conclusioni - Bibliografia.

Abstract

This article aims at contributing to current scholarly knowledge on the Italian corporate governance system through an empirical analysis of the main characteristics of CEOs (age, gender, background, compensation) and boards (size, diversity, committees) and their relationship with financial performance. I gather data from companies' reports (annual reports, corporate governance reports, sustainability reports) and I provide an updated picture of some of the main traits of the Italian corporate governance system. Studies implemented in the Anglo-Saxon context provide empirical results as to the relationship between corporate governance characteristics (such as board size, percentage of independent directors, percentage of women directors, CEO remuneration) and firms' financial performance, but their generalizability to the Italian context is questionable. This work has three main aims. First, to provide an overview and discussion on the international academic literature dealing with the relationship between some corporate governance variables and corporate financial performance. Second, to provide some descriptive results on Italian corporate governance. Third, to discuss the empirical evidence found in the Italian context, suggesting some research topics for future research. Future studies implementing these research topics may provide useful insights to Italian policy makers as well, one case being the current debate on the minimum quota of women on Italian board of directors.

Key words: Corporate Governance in Italia, Amministratore, Consiglio di Amministrazione

1. Introduzione

Le caratteristiche distintive dei vari sistemi di corporate governance sono strettamente legate alle specificità dei capitalismi in cui nascono, anche se negli ultimi anni si è assistito ad un processo di omogeneizzazione e convergenza verso il modello anglosassone. Una possibile classificazione dei modelli di corporate governance può essere effettuata sulla base del diverso modo di concepire la separazione fra proprietà e controllo (Fiori e Tiscini, 2005). In questa prospettiva, è utile distinguere modelli *insider system* e modelli *outsider system*. Nel modello *insider system*, la proprietà è concentrata nelle mani di un numero limitato di azionisti (in genere, famiglie o istituti di credito), che rappresentano uno “zoccolo duro” dotato di forte potere decisionale. Il ricorso al mercato del capitale di rischio è limitato e il controllo è esercitato dagli azionisti di maggioranza (Fiori e Tiscini, 2005). Nel modello *outsider system*, invece, la proprietà è frazionata fra un maggior numero di azionisti, garantendo maggiore attenzione e difesa dei diritti degli azionisti di minoranza e lo sviluppo di un più efficiente mercato per il controllo.

Il modello di capitalismo italiano è annoverabile fra i modelli *insider system*, in quanto caratterizzato dalla presenza di aziende familiari o a partecipazione statale che ricorrono generalmente al finanziamento bancario, piuttosto che al mercato del capitale di rischio. Roe (1994) descrive gli Stati Uniti come un paese con “manager forti e proprietari deboli”. Melis (2002), parafrasando Roe, sostiene che l'Italia è, invece, un paese con “manager deboli, azionisti di maggioranza forti e azionisti di minoranza non tutelati”. Le peculiarità del sistema italiano sono la causa di alcune problematiche, come la scarsa fiducia degli investitori nel mercato finanziario, il cui buon funzionamento è il motore dello sviluppo economico (Schultz, 2005).

Allo scopo di correggerne i limiti, il sistema italiano ha subito, negli ultimi 15 anni, importanti evoluzioni, caratterizzate dall'implementazione di riforme ispirate principalmente ai sistemi di corporate governance anglosassoni. Le riforme più rilevanti in materia sono state, in ordine di tempo (Fiori e Tiscini, 2005): il Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (c.d. “Legge Draghi”), il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana S.p.a., la Legge n. 366 del 3 ottobre 2001, il Decreto Legislativo n. 6 del 2003 e la Legge 262 del 2005 (c.d. “Legge sul Risparmio”). Quest'ultima ha in buona parte ripreso i temi già affrontati nella precedente Legge Draghi e nel Codice di Autodisciplina. I fini ultimi di queste riforme sono dare maggior spazio all'autonomia privata, ampliare la gamma di scelta di modelli di governance adottabili, aumentare la comunicazione a favore dagli azionisti di minoranza e promuovere l'attivismo da parte degli investitori istituzionali.

Il dibattito accademico nazionale ed internazionale non ha ancora affrontato in maniera esaustiva lo studio della corporate governance italiana da una prospettiva empirica, a causa della difficoltà di reperimento dei dati (mancano *database* completi sulla corporate governance italiana) e del generale disinteresse da parte dei giornali accademici internazionali e statunitensi allo studio del contesto europeo e italiano. Come verrà discusso nel Paragrafo 2,

esiste un nutrito filone di letteratura empirica che studia gli effetti delle caratteristiche della corporate governance (in termini di: numerosità del Consiglio di Amministrazione (CdA), percentuale di indipendenti, eterogeneità del CdA, remunerazione dell'Amministratore Delegato (AD), etc.) sulla *performance* delle aziende anglosassoni.

I risultati che derivano dallo studio del contesto anglosassone sono difficilmente estendibili a quello italiano, dal momento che le peculiarità del nostro capitalismo rendono difficile applicare *sic et simpliciter* tale *framework* di analisi. I due approcci partono da presupposti storici e culturali completamente diversi. Ad esempio, il conflitto individuato dalla Teoria dell'Agenzia nel contesto anglosassone riguarda principalmente (ancorché non esclusivamente) la divergenza d'interessi fra azionisti e manager, mentre in Italia il conflitto più rilevante è quello fra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza.

Ancorché non si intenda in questa sede fornire una esaustiva discussione della letteratura sulla corporate governance italiana, si ritiene opportuno tratteggiarne almeno i confini, citando i contributi più rilevanti. Zingales (1994) e Bigelli e Mengoli (2004) studiano la c.d. "*rent extraction*" da parte degli azionisti di maggioranza a danno di quelli di minoranza. Kruse (2007) affronta il tema della tutela degli azionisti di minoranza attraverso la discussione della scalata ostile di Telecom Italia da parte di Olivetti. Bianco and Casavola (1999) studiano un'altra caratteristica del capitalismo italiano, la presenza dei gruppi piramidali, e i suoi relativi vantaggi (agevolazione dello sviluppo di progetti imprenditoriali) e svantaggi (scarsa tutela degli azionisti di minoranza). Mengoli, Pazzaglia e Sapienza (2009) esaminano l'effetto dell'introduzione della Legge Draghi sulle pratiche di corporate governance e dimostrano che la riforma ha portato a miglioramenti solo marginali in termini di trasparenza informativa, attivismo da parte degli investitori e rappresentazione/protezione degli azionisti di minoranza. Cortesi et al (2009) studiano il sistema dei controlli interni e le cause del loro cattivo funzionamento, mentre Belcredi (2005), Denozza (2005) e Regoli (2007) esaminano l'efficacia gli amministratori indipendenti nella prevenzione di abusi da parte degli amministratori esecutivi. Altri studi rilevanti in materia sono quelli di Airoldi, Brunetti e Coda (1998), Masini (1959) e Bianco e Casavola (1996).

Questo studio ha tre obiettivi.

Il primo è fornire una panoramica dei risultati della letteratura internazionale che studia l'impatto di varie caratteristiche della corporate governance sulla performance aziendale.

Il secondo è illustrare e commentare le attuali caratteristiche della corporate governance italiana. In particolare, l'attenzione verrà concentrata sulle caratteristiche dei CdA (dimensione, percentuale di indipendenti e di donne, comitati e caratteristiche del presidente del CdA) e degli AD (nazionalità, età, genere, formazione, remunerazione).

Il terzo obiettivo è testare da un punto di vista empirico la relazione esistente fra le caratteristiche dei sistemi di corporate governance come sopra discusse e la performance economico finanziaria delle aziende italiane facenti parte del campione. Sulla base dei risultati della letteratura internazionale e dei risultati empirici emersi, si propongono alcune linee di ricerca che hanno come comune

obiettivo quello di ampliare la conoscenza accademica della corporate governance nello specifico contesto italiano, da un punto di vista empirico.

Il lavoro è strutturato come di seguito esposto. Il Paragrafo 2 propone una breve sintesi e discussione della letteratura internazionale sulle principali caratteristiche del CdA e dell'AD e sulla loro relazione con la *performance* delle imprese. Nell'ambito del Paragrafo 2 verranno inoltre enunciate le ipotesi poi testate attraverso il modello econometrico di cui al Paragrafo 5. Il Paragrafo 3 fornisce una discussione della metodologia adottata per la raccolta dei dati, delle principali statistiche descrittive e del modello di regressione utilizzato. Il Paragrafo 4 espone e discute i risultati dell'indagine descrittiva riguardanti CdA e AD. Tali risultati sono commentati avendo riguardo della letteratura internazionale sul tema, degli interventi del legislatore e del dibattito accademico attuale. Infine il Paragrafo 5 commenterà i risultati empirici ottenuti attraverso il nostro modello econometrico e proporrà le linee di ricerca future, alla luce del fatto che i risultati della letteratura internazionale sono difficilmente estendibili al contesto italiano.

Il framework teorico di riferimento nell'analisi delle caratteristiche dei sistemi di corporate governance sarà quello della Teoria dell'Agenzia (Jensen e Meckling, 1976), come verrà più compiutamente discusso in seguito.

2. Caratteristiche della corporate governance nella letteratura internazionale e formulazione delle ipotesi di ricerca

2.1. La dimensione del C.d.A.

Uno dei temi che è stato più attentamente approfondito nell'ambito del dibattito internazionale sulla corporate governance è quello della relazione esistente fra dimensione del CdA e *performance* dell'azienda.

Da una parte, alcuni sostengono che CdA più numerosi abbiano effetti benefici sulla *performance* aziendale. La ragione va ricercata principalmente nella capacità dei CdA più numerosi di attrarre maggiori competenze e mantenere migliori relazioni con l'ambiente esterno. Questo orientamento si innesta nella *Resource Dependence Theory* (si veda Pfeffer e Salancik, 1978; Alexander, Fennell e Halpern, 1993 e Pfeffer, 1973).

D'altra parte, alcuni studi sostengono che CdA più numerosi incontrino maggiori difficoltà nel raggiungere un accordo e che quindi siano più facilmente manipolabili da parte dell'Amministratore Delegato, che in questo modo potrebbe più facilmente imporre la propria volontà, evitando il confronto e il controllo da parte del CdA. In ultima analisi, CdA molto numerosi non riescono a compiere la loro funzione di monitoraggio dell'attività del management (si veda Jensen, 1993)

in maniera efficiente (si veda Steiner, 1966; Yermack, 1996; Eisenberg, et al., 1998).

I risultati discordanti che emergono dall'analisi della letteratura internazionale non permettono di prevedere alcuna relazione particolare esistente fra dimensione del CdA e performance economico finanziaria delle aziende, pertanto viene proposta la seguente ipotesi, formulata in maniera neutra:

Ipotesi 1: in Italia, la dimensione del CdA non avrà alcun impatto sulla performance economico finanziaria delle aziende.

2.2. Il ruolo degli Amministratori indipendenti

La letteratura generalmente riconosce che il successo dell'attività di monitoraggio del CdA sull'operato dell'Amministratore Delegato aumenta all'aumentare della percentuale di amministratori indipendenti (si veda Weisbach, 1988; Borokhovich et al., 1996 e Huson et al., 2001). Gli amministratori indipendenti sono influenzati in maniera minore dal rischio di compromettere le relazioni con l'AD, in seguito all'attività di monitoraggio. Allo stesso tempo, contribuiscono alla discussione in seno al CdA attraverso l'apporto di un punto di vista esterno rispetto a quello dell'azienda e la loro presenza attenua il rischio di comportamenti opportunistici da parte della maggioranza degli azionisti. Alcuni autori, tuttavia, suggeriscono che gli amministratori indipendenti, non avendo una conoscenza approfondita della realtà aziendale, non avrebbero le informazioni necessarie per prendere una decisione in merito all'operato dell'AD (si veda Laux, 2008).

Alla luce dei risultati della letteratura internazionale, si propone la seguente ipotesi:

Ipotesi 2: in Italia, la percentuale di Amministratori indipendenti avrà un impatto positivo sulla performance economico-finanziaria delle aziende.

2.3. L'eterogeneità del Consiglio di Amministrazione

Una caratteristica di primaria importanza del sistema di corporate governance, è la c.d. *board diversity*, ovvero l'eterogeneità del CdA. In genere, gli studi precedenti si riferiscono all'eterogeneità in termini di provenienza etnica, nazionalità, età e genere dei membri del CdA. La letteratura generalmente dimostra (con l'eccezione, fra gli altri, di Rose, 2007) l'esistenza di una relazione positiva fra l'eterogeneità del CdA e: *performance* economica delle aziende (si veda Erhardt et al, 2003 e Hillman et al, 2007), *performance* sociale (Siciliano, 1996) e reputazione (Miller e Triana, 2009). Le ragioni che giustificano tale relazione positiva sono varie: migliore comprensione e conoscenza del mercato, migliore capacità di *problem solving* (con particolare riferimento alla percentuale

di donne), migliori relazioni globali (con particolare riferimento alla percentuale di stranieri). In particolare, il tema dell'eterogeneità del CdA in termini di rappresentatività delle donne ha ricevuto molta attenzione negli ultimi anni e in genere i risultati mostrano l'esistenza di una relazione positiva con la *performance* finanziaria (si veda Erhardt et al, 2003 e Hillman et al, 2007).

Alla luce dei risultati della letteratura internazionale, si propone la seguente ipotesi:

Ipotesi 3: in Italia, Consigli di Amministrazione più eterogenei (in termini di rappresentanza di donne) porteranno le loro aziende ad una migliore performance economico finanziaria.

2.4. Remunerazione e durata in carica dell'Amministratore Delegato

La Teoria dell'Agenzia (Jensen e Meckling, 1976), come prevalentemente declinata nel contesto internazionale, descrive l'esistenza di un conflitto di interessi fra azionisti e manager. La letteratura dimostra l'esistenza di una relazione positiva e significativa fra remunerazione dell'AD e *performance* economico finanziaria dell'azienda (si veda Merhebi et al, 2006). Questo risultato conferma il problema dell'agenzia e dimostra come la remunerazione dell'AD sia utilizzata come strumento per allineare gli interessi di AD e azionisti. Altri studi dimostrano che la remunerazione fissa non è collegata alla *performance*, e quindi è ragionevole attendersi che i manager cerchino di aumentare la loro quota di remunerazione fissa a discapito di quella variabile (si veda Bebchuk e Fried, 2003). Secondo Merhebi et al (2006) il fatto che un manager riesca ad ottenere una remunerazione prevalentemente fissa è indice della sua capacità di mettere in atto delle strategie di *rent extraction*. In ultima analisi, la letteratura internazionale dimostra l'esistenza di una relazione positiva fra remunerazione variabile dell'AD (ad esempio, *stock option* – per una discussione e *review* si veda Sanders, 2001) e *performance* economico finanziaria dell'azienda, indicando l'utilizzo di forme di remunerazione variabile come mezzo per attenuare il problema dell'agenzia.

Alla luce dei risultati della letteratura internazionale, si propongono le seguenti ipotesi:

Ipotesi 4: in Italia, le stock option assegnate all'Amministratore Delegato saranno positivamente correlate con la performance delle aziende.

Ipotesi 5: in Italia, il numero di anni per i quali l'Amministratore Delegato è rimasto in carica sono positivamente correlati con la performance delle aziende.

3. Metodologia

Questo paragrafo ha la funzione di esporre la metodologia utilizzata sia per l'analisi di tipo descrittivo discussa nel Paragrafo 4, sia per l'analisi empirica discussa nel Paragrafo 5.

I dati sulle caratteristiche di AD e CdA di seguito analizzate sono stati raccolti attraverso l'esame dei bilanci di esercizio, report sulla corporate governance, report di sostenibilità e qualsiasi altro documento ufficiale prodotto dalle aziende che fornisce informazioni sulle variabili d'interesse. Tali documenti si riferiscono all'esercizio 2010. Ad una prima fase di raccolta dei dati ne è seguita una seconda di omogeneizzazione, al fine di rendere le informazioni, talvolta denominate o classificate in maniera diversa, comparabili fra le diverse aziende del campione.

Il campione comprende un totale di 60 aziende quotate nel mercato italiano, selezionate in maniera casuale e appartenenti ai seguenti settori e con le seguenti caratteristiche^{1,2} (Tabella 1).

Tabella 1 - Statistiche Descrittive e Settori di appartenenza delle aziende del campione

Variabile	Media	Deviazione Standard	Mediana
Attivo Totale (<i>in migliaia di Euro</i>)	47.181.280	96.596.112	9.770.429
Ricavi Totali (<i>in migliaia di Euro</i>)	8.463.542	15.094.566	3.801.734
Patrimonio Netto (<i>in migliaia di Euro</i>)	5.636.091	9.987.109	2.501.500
Return on Equity	6,66%	9,99%	6,82%
Numero lavoratori	19.816	32.399	8.226

Settore	N
Consumer Goods and Services	17
Financials	22
Industrials	7
Oil and Gas	3
Technology	2
Utilities	7
Telecommunications	2
TOTALE	60

Fonte: elaborazione propria

¹Nel classificare i settori, si è utilizzato lo standard internazionale ICB (Industry Classification Benchmark).

²Le statistiche descrittive si riferiscono all'anno 2010. Fonte: Datastream.

Si rappresenta che le aziende del nostro campione sono mediamente più grandi, in termini di attivo totale, rispetto alla media di tutte le aziende quotate italiane. L'attivo totale medio per il totale delle aziende quotate è pari a Euro 22.594.000.000³, mentre la media del campione è pari ad Euro 47.181.280.000. Sarà pertanto possibile generalizzare i risultati solamente alle aziende italiane quotate di maggiori dimensioni.

Per quanto riguarda l'analisi di tipo empirico meglio discussa nel Paragrafo 5 e finalizzata a testare l'impatto di alcune delle caratteristiche della corporate governance delle aziende sulla loro performance economico finanziaria, si è utilizzato il metodo della regressione lineare. Le variabili dipendenti, che misurano la performance delle aziende, sono le seguenti: Return on Invested Capital (ROIC) e market return (MR), misurato come il cambiamento percentuale del valore di mercato (dal 2010 al 2011) delle azioni delle aziende incluse nel campione. Entrambe le variabili dipendenti sono riferite all'esercizio 2011, mentre le variabili indipendenti sono riferite all'anno 2010. Ciò al fine di permettere una più coerente analisi dell'impatto delle caratteristiche dei sistemi di corporate governance sulla performance aziendale. Le variabili indipendenti sono le seguenti: numero dei membri del CdA ("MembriCda"), percentuale di amministratori indipendenti del CdA ("%Indipendenti"), percentuale di donne nel CdA ("%Donne"), stock option assegnate all'AD ("StockOption"), durata in carica dell'AD ("Tenure"), Dimensione azienda, misurata attraverso il numero di lavoratori ("Size") e patrimonio netto ("PN").

I due modelli di regressione utilizzati nell'analisi sono specificati di seguito nel dettaglio:

$$MR = a + b_1 \text{MembriCda} + b_2 \% \text{Indipendenti} + b_3 \% \text{Donne} + b_4 \text{StockOption} + b_5 \text{Tenure} + b_6 \text{Size} + b_7 \text{PN} + e$$

$$ROIC = a + b_1 \text{MembriCda} + b_2 \% \text{Indipendenti} + b_3 \% \text{Donne} + b_4 \text{StockOption} + b_5 \text{Tenure} + b_6 \text{Size} + b_7 \text{PN} + e$$

Si rappresenta che la scarsa numerosità del campione se rappresenta da un lato un limite (che potrà essere superato nelle versioni successive di questo working paper), d'altra parte rappresenta un indice di robustezza dei risultati. Una variabile significativa con un numero di osservazioni così ridotto sarà presumibilmente robusta a successivi test di robustezza condotti su di un campione più numeroso.

³Fonte: datastream, i dati si riferiscono al 2010.

4. Analisi descrittiva

In questo paragrafo sono riportati e discussi i risultati empirici descrittivi riguardanti i CdA e gli AD. L'analisi è divisa in quattro parti, che analizzano rispettivamente: dimensione e composizione del CdA, caratteristiche del presidente del CdA, caratteristiche personali dell'AD e remunerazione dell'AD.

Tabella 2 - Dimensione, Composizione del Consiglio di Amministrazione e caratteristiche del Presidente del CdA

Variabile	Media	Deviazione Standard	Mediana
Consiglio di Amministrazione			
Dimensione	15	7,36	13,50
Genere (<i>percentuale donne</i>)	4,67%		
Aziende con almeno una donna nel CdA	43,00%		
Indipendenti (<i>percentuale indipendenti</i>)	31,67%		
Presidente del CdA			
Età media	63,96	12,4	66,5
Anni in carica	9,61	10,4	6,5
Genere (<i>percentuale donne</i>)	5,2%		
Nazionalità (<i>percentuale non italiani</i>)	5%		

Fonte: elaborazione propria

I CdA italiani sono mediamente composti da 15 membri (deviazione standard: 7,36; mediana: 13,5). Questo dato è sostanzialmente in linea con la media europea, che, secondo uno studio di Egon Zehnder International⁴, è per il 2010 di 14,3 membri. A livello europeo, la dimensione dei CdA varia generalmente fra i 12 e i 15 membri, con alcune eccezioni fra le quali va annoverata la Germania, che, a causa delle peculiarità del suo sistema di corporate governance, ha CdA mediamente molto più numerosi (19 membri). Pertanto, a livello italiano ed europeo le aziende fissano generalmente la dimensione del CdA in 12-15 membri. A conferma del fatto che il contesto italiano debba essere analizzato in maniera autonoma rispetto a quello anglosassone, si rappresenta che, secondo uno studio di Deloitte⁵, la dimensione media del *board* delle aziende statunitensi

⁴Egon Zehnder International, European Board Diversity analysis, 2010 (cfr http://www.womens-forum.com/uploads/assets/resource/73_file.pdf).

⁵Deloitte, Board of Directors Survey, 2011. (cfr. <http://www.corpgov.deloitte.com/site/us/nominating-corporate-governance-committee/board-composition-and-recruitment/>).

è pari a circa 11 membri, quindi significativamente inferiore rispetto alla media italiana ed europea.

Per quanto riguarda la figura dell'amministratore indipendente, si rappresenta che essa è stata introdotta nel nostro ordinamento attraverso il Codice di Autodisciplina nel 1999 e la riforma del diritto societario nel 2003. Successivamente, la presenza obbligatoria dell'amministratore indipendente in tutti e tre i sistemi di governance adottabili è stata sancita dalla legge per la tutela del risparmio nel 2005. Secondo i risultati dell'indagine, il 31,67% degli amministratori sono indipendenti. Sarebbe interessante studiare da un punto di vista empirico il ruolo, in termini di effetti benefici sulla *performance* economico finanziaria, degli amministratori indipendenti nello specifico contesto italiano. Le caratteristiche del nostro capitalismo, e in particolare il fatto che le aziende si finanziano per la maggior parte attraverso il mercato del capitale di debito, potrebbero influenzare la rilevanza del ruolo degli amministratori indipendenti nel funzionamento del CdA.

Per quanto riguarda la rappresentatività delle donne nei CdA, i risultati empirici dell'analisi mostrano che il 4,67% dei membri del CdA sono donne. Inoltre, il 43% delle aziende ha almeno una donna nel CdA. Secondo uno studio di Egon Zehnder International⁴, nel 2010 i CdA europei sono composti in media per il 12,2% di donne, mentre il 78% delle aziende ha almeno una donna nel CdA. L'Italia, superata solo dal Portogallo, è il paese europeo con la più bassa rappresentazione di donne nel CdA. Un'indagine di Catalyst⁶ riporta che la percentuale di donne nei *board* delle 500 maggiori aziende statunitensi è pari al 15,7%. La letteratura internazionale sul tema indica che una più alta rappresentanza di donne nel CdA porta a una migliore *performance* economico finanziaria delle aziende, per i motivi già descritti nel Paragrafo 2.3. I risultati riportati in Tabella 2 descrivono anche il profilo tipico del presidente del CdA delle aziende del campione. L'età media è di circa 64 anni (deviazione standard: 12,4; mediana: 66,5). I risultati mostrano che l'età media del Presidente del CdA è significativamente superiore a quella dell'AD, come verrà discusso in seguito. Mediamente, i presidenti dei CdA italiani rimangono in carica oltre 9 anni, e questo risultato è coerente con le caratteristiche del capitalismo familiare italiano, in cui il presidente del CdA è spesso un membro della famiglia. Se molte realtà imprenditoriali di grande dimensione si sono trovate a dover ricorrere a manager professionisti non facenti parte della famiglia, il ruolo di presidente del CdA è ancora spesso nelle mani di membri della famiglia che controlla l'azienda. Il profilo medio del presidente del CdA è omogeneo, infatti solo il 5% è donna e non italiano.

⁶Catalyst, Catalyst Census: Fortune 500 women board directors (cfr http://www.catalyst.org/file/533/2011_fortune_500_census_wbd.pdf).

Tabella 3. Amministratore Delegato; Caratteristiche personali

Variabile	
Età media	55,5
Stato civile (<i>percentuale coniugati</i>)	82%
Genere (<i>percentuale donne</i>)	1,7%
Nazionalità (<i>percentuale non italiani</i>)	5%
Laurea	
Giurisprudenza	6%
Economia	24%
Business and Economics	15%
Management	12%
Ingegneria	27%
Scienze Politiche	6%
Altro	9%

Fonte: elaborazione propria

L'età media degli AD delle aziende presenti nel nostro campione è di 55,5 anni (deviazione standard: 8,5). La mediana è pari a 54,5 anni, a sostanziale conferma del dato. È interessante notare come ci siano delle significative differenze fra l'età media degli AD di aziende operanti nel settore *Financials* (età media: 52,4 anni) e l'età media degli AD di aziende operanti in altri settori (57,1 anni). Il dato italiano è sostanzialmente in linea con quello statunitense: secondo una ricerca di Spencer Stuart (⁷), la mediana dell'età dei *Chief Executive Officer* (CEO) delle aziende incluse nell'indice S&P 500 era nel 2010 di 56 anni. Inoltre, secondo le informazioni rinvenute nelle loro biografie, l'82% degli AD sono sposati.

Per quanto riguarda il genere e la nazionalità, i dati tratteggiano un inequivocabile profilo dell'AD tipico: gli AD sono per la grande maggioranza uomini (98,3%) e italiani (95%). Due dei tre AD non italiani lavorano per aziende operanti nel settore *Financials* e sono probabilmente espressione di importanti azionisti esteri. Se si confronta il dato italiano sulla percentuale di donne AD (1,7%) con quello statunitense, emerge che nel nostro paese le donne AD sono più rare che negli Stati Uniti. Secondo una ricerca di Fortune⁸, nel 3% delle aziende statunitensi il CEO è donna.

La Tabella 3 riporta anche il settore disciplinare della laurea conseguita dall'AD. L'informazione, disponibile per circa il 50% del campione, deriva dall'analisi delle biografie degli AD. Le tipologie di laurea più comuni sono

⁷Spencer Stuart, Board Index, 2010 (cfr. <http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI2010.pdf>).

⁸Fortune 500, Women CEOs (cfr. <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2010/womenceos/>).

Economia (24%) e Ingegneria (27%). Management (che comprende anche Economia Aziendale ed Economia e Commercio) e Business and Economics si spartiscono rispettivamente il 12% e 15% delle lauree. Emerge quindi che il background dal quale provengono la maggior parte degli AD è di tipo aziendale/economico piuttosto che tecnico/ingegneristico. È stato anche possibile risalire all'università dove è stata conseguita la laurea. Le tre università più rappresentate sono: Bocconi (18%), Università di Torino (12%) e Università Sapienza (12%). Il 12% ha conseguito la laurea all'estero, nella maggior parte dei casi negli Stati Uniti.

Tabella 4. Remunerazione e durata in carica dell'Amministratore Delegato

Variabile	Media	Deviazione Standard	Mediana
Anni in carica	4,77	4,12	4
Remunerazione Cash Totale (Euro)	1.441.409	1.234.941	1.205.500
Stipendio (Euro)	913.626	861.271	614.000
Bonus Cash (Euro)	823.181	698.028	700.000
Stock Option (valore in Euro)	2.663.967	2.504.324	1.508.000

Fonte: elaborazione propria

I dati esposti in Tabella 4 mostrano che (al 2011) la durata media dell'incarico per gli AD è di 4 anni. Se confrontiamo il nostro dato con il dato statunitense, si nota che mediamente i CEO americani rimangono in carica significativamente più a lungo (6,8 anni)⁹ rispetto agli AD italiani.

La letteratura esposta nel Paragrafo 2.4 sostiene che più alti livelli di remunerazione variabile (in questo caso, *stock option*) sono utili a mitigare il problema dell'agenzia. I dati esposti in Tabella 5 evidenziano che il valore delle *stock option* rappresenta la maggior parte della remunerazione totale degli AD (media: Euro 2.663.967; deviazione standard: 2.504.324; mediana: 1.508.000). Le altre due forme di remunerazione sono lo stipendio (media: Euro 913.626; deviazione standard: 861.271; mediana: 614.000); e i bonus sotto forma di *cash* (media: Euro 823.181; deviazione standard: 698.028; mediana: 700.000). Pertanto, la composizione della remunerazione degli AD è basata significativamente sulle *stock option*, che sono una delle forme di remunerazione più largamente utilizzate nel contesto anglosassone e che, alla luce della Teoria dell'Agenzia, fungono da strumento di allineamento degli interessi fra manager e azionisti. Va tuttavia ricordato che il campione qui analizzato è composto dalle aziende quotate di maggiori dimensioni e che questi risultati potrebbero non

⁹Crist Kolders Associates, The Volatility Report, 2011 (<http://www.cristkolder.com/VolatilityReport2011.pdf>).

essere rappresentativi del più generale contesto italiano, formato da aziende familiari di minore dimensioni.

5. Analisi empirica e linee di ricerca futura

La Tabella 5 mostra i risultati del modello di regressione lineare.

Tabella 5. Impatto delle caratteristiche dei modelli di corporate governance sulla performance economico finanziaria delle aziende.

Il modello 1 ha come variabile dipendente il market return (MR), mentre il modello 2 ha come variabile dipendente il Return on Invested Capital (ROIC). Entrambe le variabili misurano la performance dell'anno 2011. n=60; Significatività dei coefficienti: * p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01

Variabile	(1)	(2)
Intercetta	-0.7297 *	-21.508
	(.3637)	(17.26)
Numero membri CdA	.0299 *	.1255 **
	(.0176)	(.081)
% Amministratori Indipendenti nel CdA	.0761	16.39
	(.2644)	(12.57)
% Donne nel CdA	-.2144 *	34.005
	(.0821)	(34.40)
Stock Option dell'AD	.0004	.00008
	(.00004)	(.00001)
Durata in carica dell'AD	.039	.881
	(.0311)	(1.478)
Dimensione azienda	-.0001	.0006 *
	(.00001)	(.00001)
Patrimonio Netto	.00006	.00007
	(.00003)	(.00001)
R2	12%	10%

Fonte: elaborazione propria

I due modelli misurano entrambe la correlazione esistente fra alcune variabili di corporate governance, già descritte sopra, e la performance economico finanziaria delle aziende facenti parte del campione. Tale performance è misurata sia attraverso il Return on Invested Capital (ROIC), come mostrato nel Modello 1, sia attraverso il Market Return (MR), come mostrato nel Modello 2.

Con riferimento alla dimensione del CdA, entrambe i modelli stimano dei coefficienti positivi e significativi (al 10% nel Modello 1 e al 5% nel Modello 2). Pertanto, la performance delle aziende nel 2011 sembra essere stata influenzata positivamente dal numero dei componenti del consiglio di amministrazione, in linea con quanto prevede il filone di letteratura basato sulla Resource Dependence Theory (si veda Pfeffer and Salancik, 1978; Alexander, Fennell and Halpern, 1993; Pfeffer, 1973). In particolare, la relazione positiva qui testata potrebbe essere dovuta al ruolo di alcuni stakeholder esterni all'azienda che sono stati coinvolti nella struttura di governo societario. Questi stakeholder potrebbero apportare risorse importanti per l'azienda e quindi contribuire alla creazione di una performance soddisfacente, soprattutto in un contesto di crisi (si veda Schneitz e Epstein (2005)). Alcuni studi (si veda, fra gli altri, Raheja, 2005) forniscono delle indicazioni sulla dimensione ottimale del CdA, ma i risultati, derivando da un campione di aziende operanti in contesti anglosassoni, non possono essere generalizzati in Italia. Pertanto, sarebbe interessante sviluppare un filone di studi che, partendo dal *framework* teorico su vantaggi e svantaggi di *board* numerosi (si veda il Paragrafo 2.1), vada a declinarlo nello specifico contesto italiano. La preliminare evidenza empirica descritta attraverso questa analisi sembra suggerire che la dimensione del CdA abbia un ruolo rilevante, ma l'analisi empirica dovrebbe essere estesa sia nella numerosità del campione di aziende considerato sia nell'orizzonte temporale di riferimento.

Con riferimento alla percentuale di amministratori indipendenti che siedono nel CdA delle aziende del campione, i risultati empirici mostrano che la rappresentatività in seno al CdA di questi amministratori non influenza in alcun modo la performance. Infatti, i due coefficienti della variabile "% amministratori indipendenti nel CdA" (rispettivamente .0761 e 16.39 nei Modelli 1 e 2) non sono significative. Pertanto l'ipotesi 2 non viene confermata. Le ragioni di questa mancanza di significatività potrebbero essere ricercate nella poca variabilità di questa variabile, che risente della regolazione imposta alle aziende quotate in Italia sul tema. Potrebbe altresì essersi verificato il caso che gli amministratori definiti "indipendenti" secondo l'ordinamento giuridico e secondo quanto comunicato dalle aziende, non abbiano in realtà i requisiti di indipendenza sostanziale. Sarebbe interessante studiare le diverse caratteristiche degli amministratori indipendenti come definiti secondo la normativa italiana e come definiti secondo la normativa statunitense. Se emergessero caratteristiche diverse per amministratori indipendenti in Italia e negli Stati Uniti, si potrebbe approfondire ulteriormente il tema per capire se la qualifica "indipendente" è interpretata in maniera uniforme nei due sistemi capitalistici.

La percentuale di donne nel CdA è, secondo quanto risulta dal Modello 1, negativamente correlata con il MR (coefficiente pari a -.2144 significativo al 10%), mentre il Modello 2 non trova alcuna relazione significativa. Pertanto,

l'ipotesi 3 è parzialmente rigettata. Generalmente, e come già discusso nel Paragrafo 2, la letteratura internazionale indica che la percentuale di donne nel CdA ha un effetto positivo sulla performance economico finanziaria delle aziende. I risultati qui riportati non confermano quanto sostenuto dalla letteratura internazionale. Le aziende con maggior rappresentanza di donne potrebbero segnalare al mercato la loro maggiore responsabilità sociale e maggiore attenzione per l'inclusione negli organi di governo di certe categorie di soggetti. In un contesto di grave crisi (i dati si riferiscono, per quanto riguarda la variabile dipendente, al 2011), questo non sarebbe apprezzato dal mercato (la relazione è negativa solo per il MR, non per il ROIC). Come già discusso nell'ambito del Paragrafo 3, l'esiguità della percentuale di donne nei CdA dimostra che gli effetti positivi dell'eterogeneità del CdA, posto che venissero effettivamente confermati da studi accademici che si focalizzano sul nostro contesto, non sono attualmente presi in considerazione dalle aziende nel momento in cui gli amministratori vengono selezionati. Per cambiare una situazione che è obiettivamente molto pronunciata, è stato approvato un provvedimento legislativo che obbliga i CdA ad essere composti da donne per il 20% a partire dal 2012 e per il 33% a partire dal 2015. Altri paesi europei (fra gli altri, Norvegia, Francia, Spagna) hanno già approvato, o lo stanno attualmente facendo, provvedimenti simili. Il fermento del dibattito e il recente orientamento del legislatore in materia rendono necessario un approfondimento del ruolo della donna nei CdA. Utilizzando i dati che saranno disponibili in seguito all'effettiva implementazione della norma, si potrebbe determinare se effettivamente le donne apportano alle aziende italiane quelle competenze e relazioni che la letteratura internazionale propone. Con riferimento alla percentuale di donne AD, sarà inoltre interessante studiare se le nuove policy sulla rappresentanza delle donne nei CdA avranno degli effetti a cascata sulle caratteristiche degli AD. In un primo scenario, in mancanza di specifici interventi normativi, la percentuale di AD donna potrebbe mantenersi inalterata. In un secondo scenario, il futuro aumento nel numero delle donne nei CdA potrebbe portare ad una maggiore rappresentanza delle donne anche fra gli AD. Se si verificasse questo secondo scenario, si potrebbe argomentare che il valore aggiunto apportato dalle donne sarebbe stato effettivamente riconosciuto e valorizzato, al di là dell'obbligo imposto dal legislatore.

Come discusso nell'ambito del Paragrafo 4, le stock option sono indicate, nell'ambito della letteratura che si basa sulla Teoria dell'Agenzia, come uno degli strumenti più importanti per portare all'allineamento degli interessi fra manager e azionisti. Le statistiche descrittive sopra commentate mostrano inoltre che le aziende italiane ricorrono in maniera significativa a questo strumento, e pertanto è rilevante misurarne l'efficacia, attraverso il modello di regressione lineare. Tale modello indica l'assenza di alcuna relazione fra la remunerazione dell'AD che avviene attraverso l'assegnazione di stock option e performance economico finanziaria dell'azienda (coefficienti pari a .00004 e .000008, rispettivamente per il Modello 1 e 2). Pertanto, l'ipotesi 4 non è confermata. Questo dato può essere interpretato come una conferma della difficoltà a traslare i risultati della letteratura internazionale nel contesto italiano, per le ragioni già ampiamente discusse sopra e riconducibili, in estrema sintesi, ai diversi problemi di agenzia

esistenti nel contesto italiano (non conflitti manager-azionisti ma piuttosto azionisti di maggioranza-azionisti di minoranza).

Per quanto riguarda l'ipotesi 5, anch'essa non è confermata, dal momento che i coefficienti della variabile Durata in carica dell'AD non sono significativi.

6. Conclusione

I contributi del presente articolo sono riassumibili in tre categorie. In primo luogo, si è discussa la letteratura accademica in tema di corporate governance sia a livello nazionale sia a livello internazionale. In particolare, il Paragrafo 2 riassume i risultati più rilevanti ottenuti dalla letteratura internazionale in tema di caratteristiche dei sistemi di corporate governance e della loro relazione con la *performance* economico finanziaria delle aziende. In secondo luogo, si è fornita un'analisi descrittiva delle caratteristiche della corporate governance italiana. In particolare, le variabili d'interesse qui descritte riguardano CdA (dimensione, genere e nazionalità degli amministratori, percentuale di indipendenti, informazioni sui comitati e sul presidente del CdA) e AD (caratteristiche personali, durata in carica e remunerazione). I risultati sono commentati alla luce della letteratura accademica precedentemente sviluppata nel contesto internazionale. In terzo luogo, si è fornita un'analisi empirica per testare l'impatto delle variabili sopra descritte sulla performance economico finanziaria delle aziende attraverso un modello di regressione lineare dove le variabili dipendenti sono: Return on Invested Capital (ROIC) e Market Return (MR). Alla luce di questi risultati, e prendendo spunto anche dalla letteratura discussa nel Paragrafo 2 e dall'analisi descrittiva descritta nel Paragrafo 3, si sono proposte delle linee di ricerca future, con lo scopo di estendere la letteratura sulla corporate governance in Italia. Date le peculiarità del capitalismo italiano, infatti, i risultati della letteratura internazionale non possono essere estesi *sic et simpliciter* al nostro paese, ma richiedono una specifica analisi empirica.

I risultati empirici ottenuti attraverso la presente analisi indicano (anche se bisognerà ripetere l'analisi su di un campione più esteso sia nella numerosità sia nell'orizzonte temporale) che CdA più grandi sono correlati con migliore performance economico finanziaria e che la presenza di donne nei CdA porta, ma ciò potrebbe essere dovuto al periodo di crisi attuale, ad una peggiore performance aziendale.

Per quanto riguarda le linee di ricerca futura, si propone di approfondire l'impatto sulla *performance* economico finanziaria delle seguenti variabili: rappresentanza di donne nel CdA (anche alla luce del recente intervento del legislatore) e presenza di amministratori indipendenti. In particolare, si potrebbero ricavare dati sulla relazione fra la percentuale di donne nei CdA italiani e performance aziendale in seguito all'intervento legislativo già sopra descritto. I risultati empirici di uno studio del genere sarebbero di grande importanza per i *policy makers*, che potrebbero utilizzarli per valutare gli effetti

dell'intervento legislativo (ed eventualmente per deciderne una più penetrante applicazione).

Bibliografia

- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1998), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- Alexander J.A., Fennell M.L. e Halpern M.T. (1993), "Leadership and instability in hospitals: the influence of board-ceo relations and organizational growth and decline", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38.
- Ashby W.R. (1956), *Introduction to Cybernetics*, Chapman & Hall, London, UK.
- Bebchuck L.A e Fried J.M. (2003), "Executive compensation as an agency problem", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17.
- Belcredi M. (2005), "Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni", *Rivista delle Società*, Vol. 50, 583-878.
- Bianco M. e Casavola P. (1996), "Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti", *Rivista delle Società*, Vol. 41.
- Bianco M. e Casavola P. (1999), "Italian corporate governance: effects on financial structure and firm performance", *European Economic Review*, Vol. 43, 1057-1069.
- Bigelli M. e Mengoli S. (2004), "Sub-optimal acquisition decisions under a majority shareholder system", *Journal of Management and Governance*, Vol. 8, 373-405.
- Borokhovich, K.A., Parrino R e Trapani T. (1996), "Outside directors and CEO selection", *Journal of financial and qualitative analysis*, Vol. 31.
- Cortesi A., Tettamanzi P. e Corno F. (2009), "Empirical evidence on internal control systems and corporate governance in Italy", *Journal of Management and Governance*, Vol. 13, 75-100.
- Denozza F. (2005), "Interesse sociale e responsabilità sociale d'impresa", in Sacconi L. (a cura di), *Guida critica alla responsabilità sociale d'impresa*, Bancaria Editrice, Roma.
- Eisenberg T., Sundgren S. e Wells M. (1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48.
- Erhardt N., Werbel J.D. e Shrader C.B. (2003), "Board of director diversity and firm financial performance", *Corporate Governance an International Review*, Vol. 11.
- Fiori G. e Tiscini R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Francoangeli, Milano.
- Hillman A.J., Shropshire J. e Cannella A. (2007), "Organizational predictors of women on corporate boards", *Academy of Management Journal*, Vol. 50.
- Huson H., Parrino R. e Starks T. (2001), "Internal monitoring mechanisms and ceo turnover: a long-term perspective outside directors and ceo selection", *Journal of Finance*, Vol. 56.
- Jensen M. (1993), "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol. 48.

- Jensen M.C. e Meckling W. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.
- Kruse T. (2007), "Ownership, control and shareholder value in Italy: Olivetti's hostile takeover of Telecom Italia", *Corporate Governance an International Review*, Vol. 15, 133-143.
- Laux V. (2008), "Board independence and CEO turnover", *Journal of Accounting Research Finance*, Vol. 46.
- Masini C. (1959), "Preliminari per una riforma istituzionale del collegio dei sindaci", *Rivista delle Società*, Vol 4, 568-717.
- Mazzini F. (2001), "Il codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni", *Studi e note di economia*, Vol. 3.
- Melis A. (2002), "Corporate governance failures; to what extent is parmalat a particularly italian case?", *Corporate Governance an International Review*, Vol. 13, n° 4, 478-488.
- Mengoli S., Pazzaglia F. e Sapienza E. (2009), "Effect of governance reforms on corporate ownership in Italy: is it still pizza, spaghetti, and mandolino?", *Corporate Governance an International Review*, Vol. 17, n° 5, 629-645.
- Merhebi R., Pattenden K., Swan P.L. e Zhou X. (2006), "Australian chief executive officer remuneration: pay and performance", *Accounting and Finance*, Vol. 3.
- Miller, T. (2009), "Demographic diversity in the boardroom: mediators of the board diversity-firm performance", *Journal of Management Studies*, Vol. 46.
- Pfeffer J. (1973), "Size, composition and function of hospital boards of directors: the organization and its environment", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18.
- Pfeffer J. e Salancik J. (1978), *The external control of organizations*, Harper and row, New York.
- Regoli D. (2007), *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 2 diretto da Abbadessa P. e Portale G., Torino.
- Roe M.J. (1994), *Strong managers, weak owners: the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Rose C. (2007), "Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence", *Corporate Governance an International Review*, Vol. 15.
- Sanders W. G. (2001), "Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay", *The academy of management journal*, Vol. 44.
- Schultz R. (2005), "The limits of financial globalization", *Journal of Finance*, Vol. 55, 1595-1638.
- Siciliano J. (1996), "The relationship of board member diversity to organizational performance", *Journal of Business Ethics*, Vol. 15.
- Steiner G.A. (1966), "The people look at commercials: a study of audience behavior", *The Journal of Business*, Vol. 39.
- Weisbach M.S. (1988), "Outside directors and ceo turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20.

Marco Fasan
Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e
dei Consigli di Amministrazione
Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 2, 2012

Yermack D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 30.
Zingales L. (1994), "The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience", *Review of Financial Studies*, Vol. 7, 125-148.

Marco Fasan
Dottore di Ricerca in Management
Dipartimento di Impresa e Management
LUISS Guido Carli
Viale Romania 32
00198 Roma
E-mail: mfasan@luiss.it