POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale – Classe LM-31 (DM270)

Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale – Percorso Innovazione

Tesi di Laurea II Livello

Attrattività e Top Management: impatto dell'avvenenza estetica del viso nel percorso professionale di un amministratore delegato.

Relatrice:
Laura Rondi

Candidata:
Evelina Greco

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Abstract 4

Introduzione 5

Capitolo 1

1.1 Chief Executive Officer 7

1.2 Consiglio di Amministrazione 8

1.3 Top management 9

Capitolo 2

2.1 Misura delle bellezza 11

2.2 Effetto Selezione 15

2.3 Caratteristiche individuali 19

2.3.1 Teoria Ecologia e Babyfaceness 21

2.4 Retribuzione 22

2.5 Mondo accedemico – Economia 25

Capitolo 3

3.1 Performance 31

3.1.1 Contrari 32

3.1.2 Sostenitori 34

3.2 Mondo accedemico – Economia 39

3.3 Caso studio - effetto Warren Harding 40

Capitolo 4

4.1 Valore dell'azienda 43

4.2 Valore dell'azienda – Caso ICO 53

4.3 Analisi dei settori 58

Conclusioni 63

Bibliografia e Sitografia 66

ABSTRACT

"Spesso, nel prendere decisioni, ci affidiamo a delle scorciatoie: impressioni, sensazioni "di pancia", stereotipi. […] Guardare un viso per meno di un decimo di secondo dà abbastanza informazioni per decidere. Di fatto, guardare un viso più a lungo non ha alcun effetto sulla valutazione. E stiamo parlando di giudizi non privi di conseguenze: si tratta, ad esempio, di decidere se una persona sia affidabile o competente. […] Nessun altro oggetto attira la nostra attenzione più rapidamente di un viso. Quando interagiamo con altre persone ci concentriamo sul viso per natura."
Alexander Todorov, Ricercatore e Professore di Psicologia all'Università di Princeton.

La citazione di Alexander Todorov è particolarmente significativa in quanto riassume in poche righe quanto sia importante per un individuo il giudizio che gli viene attribuito basandosi principalmente sul suo aspetto fisico.

Lo scopo di questo elaborato è quello di presentare i risultati ad oggi ottenuti dalla ricerca economica riguardanti l'importanza dell'estetica, in particolare quella del viso, nel corso della carriera di un amministratore delegato ed in generale di coloro che fanno parte del top management d'azienda, a partire dal processo di assunzione e retribuzione per poi analizzarne le performance ed infine l'impatto sulla valutazione dell'azienda.

INTRODUZIONE

La moltitudine di discriminazioni salariali nel mondo del mercato del lavoro ha prodotto una grande quantità di studi da parte della ricerca economica il quale ha generato diverse analisi teoriche a seconda della natura qualitativa alla base di tali discriminazioni (di razza, genere, minoranza linguistica, lavoratori con handicap etc.). Lo scopo di questo elaborato è quello di indagare e presentare gli effetti derivanti delle discriminazioni economiche nel mercato del lavoro legate all'estetica dell'individuo.

Su quale base l'apparenza estetica di una persona dovrebbe rappresenterebbe un valore aggiunto in campo economico ed occupazionale? Una vasta letteratura di psicologia sociale rileverebbe che la bellezza esteriore conterebbe nel mercato del lavoro in quanto il "bell'aspetto" sarebbe apprezzato da colleghi, capi e clienti (Biddle e Hamermesh, 1998), attirerebbe feedback positivi e favorirebbe le interazioni positive con gli altri attori coinvolti nei processi (Jackson et al., 1995). Inoltre secondo altri studi, gli individui attribuirebbero stereotipi positivi quali la capacità di leadership e di conseguenza il maggior successo nell'influenzare gli altri a persone fisicamente attraenti (Warner e Sugerman, 1986). Tutto ciò aumenterebbe la fiducia e il carisma di un individuo e di conseguenza l'efficacia in ogni aspetto che richiede l'interazione umana (Thornton e Ryckman, 1991). L'insieme di tutti questi aspetti contribuirebbe ad un maggiore capitale sociale di un'azienda, e di conseguenza, a maggiori benefici economici (Guiso, Sapienza e Zingales, 2004).

L'importanza dell'aspetto del lavoratore, in particolar modo in determinati ambiti, è ormai consolidata fondamentale e recentemente il mondo accademico ha condotto ricerche per quanto concerne l'importanza dell'attrattività fisica di coloro che ricopriranno il ruolo di amministratore delegato (CEO). È chiaro che ci siano caratteristiche quantitative riguardanti gli aspiranti CEO che possono essere valutate con precisione (titoli esecutivi, appartenenza al consiglio di amministrazione, la proprietà di azioni etc.), tuttavia caratteristiche più qualitative contribuirebbero all'essenza di un dirigente e sono altrettanto, se non di più, influenti (Douglas O. Cook e Shawn Mobbs, 2019). La crescente evidenza di un "premio di bellezza" sembrerebbe confermare che i lavoratori dotati di una particolare bellezza estetica superiore alla media, vengano selezionati e retribuiti più dei lavoratori con un aspetto fisico al di sotto di essa. A tal proposito di grande interesse rivestirebbe l'importanza della percezione basata principalmente sugli attributi estetici del viso di una persona. Anche in

questo caso la letteratura psicologica ha prodotto vari studi a riguardo come per esempio quello di Todorov et al. del 2005 che riguarda il modo in cui si eseguono inferenze sulle competenze degli individui basate unicamente sull'aspetto del loro viso. Il risultato di tali studi evidenzierebbe come sia possibile prevedere i vincitori delle elezioni congressuali statunitensi esponendo agli elettori il volto dei candidati per appena 1 secondo (i candidati percepiti come più competenti hanno vinto nel 71,6% dei casi nelle elezioni al Senato e nel 66,8% dei casi nelle elezioni alla Camera). Tuttavia in un contesto aziendale, la nomina del CEO è ben diversa dalle elezioni politiche in quanto la decisione sulla nomina di un candidato, spetta ad un gruppo ristretto di persone (il consiglio di amministrazione) le quali hanno a disposizione molte informazioni sull'esperienza dei candidati.

In questa prospettiva, dopo un primo breve capitolo introduttivo sulle figure a cui questo elaborato fa riferimento, il secondo capitolo si concentra sui processi di selezione e retribuzione dei CEO e infine li confronta con il mondo accademico ponendosi le seguenti domande: l'estetica è importante anche in quest'ultimo contesto? Quali caratteristiche suggerirebbe il volto di una persona? Successivamente, nel capitolo 3, verranno indagati i pregiudizi manageriali chiedendosi se le loro implicazioni si riflettano nel mondo reale in termini di prestazioni effettive dell'azienda. Per ultimo, nel capitolo 4, verrà esaminato l'impatto dell'aspetto dell'amministratore delegato nel contesto della valutazione della società e in particolar modo in un contesto di Initial Coin Offering (ICO).

CAPITOLO 1

1.1 Chief Executive Officer

Il CEO, acronimo inglese di Chief Executive Officer, generalmente corrispondente in italiano all'amministratore delegato, è il soggetto ricoprente il ruolo esecutivo più alto all'interno della gerarchia aziendale ed è colui che agisce come il maggior punto di comunicazione tra il comitato direttivo della società e il braccio esecutivo. A questa figura sono assegnate le maggiori responsabilità in materia di gestione e decisione strategica in ambito aziendale. La sua responsabilità primaria è quella di prendere le decisioni societarie maggiori, gestire le operazioni complessive ed occuparsi delle risorse dell'azienda. Il CEO definisce quindi la direzione e la vision che la società dovrà seguire.

Il ruolo specifico del CEO può variare da una società all'altra in base al Paese, alla grandezza e all'organizzazione di questa. In generale, nelle società relativamente piccole il CEO, ha spesso un ruolo direttivo più visibile ed agisce sicuramente a più stretto contatto con il direttore generale e i manager. Si potrebbe trovare a prendere molte delle decisioni di business, anche quelle considerate "inferiori".
In un contesto societario maggiormente strutturato, invece, il CEO ha a che fare esclusivamente con decisioni di grado superiore, come ad esempio quelle riguardanti la strategia aziendale e la crescita complessiva della stessa, mentre le altre decisioni sono delegate ai vari dipartimenti di cui la società si compone.

Tale figura è, quindi, il principale responsabile per la performance dell'azienda ed il punto di riferimento per l'intero management, cui invece è affidata la direzione operativa dell'azienda.

Talvolta, il CEO può ricoprire anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione il quale ricopre un ruolo di primaria importanza all'interno del CdA e, in generale, all'interno della società. Le sue responsabilità principali riguardando la convocazione del Consiglio, la coordinazione dello svolgimento dello stesso stabilendo l'ordine del giorno ed inoltre fa sì che tutti gli amministratori siano in possesso delle informazioni necessarie per poter partecipare alla seduta. Quando queste due figure sono in capo allo stesso individuo si parla di "CEO duality", tuttavia l'ordinamento italiano suggerisce di dividere i due ruoli.

1.2 Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione (CdA), detto anche board, rappresenta l'organo esecutivo della società, la determinazione del numero degli amministratori da cui è composto il Consiglio è stabilito dall'atto costitutivo o in alternativa all'assemblea. Il CdA ha un ruolo fondamentale nel contesto della corporate governance in quanto ad esso è affidato il compito di realizzare le decisioni prese dall'assemblea, ha la responsabilità di approvare le strategie organizzative, di sviluppare una politica direzionale e di supervisionare i senior manager, nonché assicurare la responsabilità giuridica dell'organizzazione di fronte alle autorità, infatti i componenti del CdA hanno l'obbligo di svolgere i propri compiti con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze e sono responsabili solidalmente nei confronti della società per i danni provocati nell'inosservanza di tale dovere (art. 2392 c.c.).

L'amministratore delegato riceve la nomina dal consiglio di amministrazione di cui fa parte. Secondo il codice civile, se lo statuto o l'assemblea lo consentono, il consiglio di amministrazione può delegare proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo composto da alcuni dei suoi componenti, o ad uno o più dei suoi componenti. (art. 2381 c.c., secondo comma).

Dunque, poiché al consiglio di amministrazione spettano le più importanti funzioni in tema di scelte strategiche e di controllo sui dirigenti, risulta chiaro che la delega di queste ad un singolo, il CEO, renda quest'ultimo una figura centrale in termini decisionali e di responsabilità.

Sempre seguendo il codice civile, al consiglio di amministrazione rimane comunque il potere di determinare il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega e di impartire direttive all'amministratore delegato e di avocare a sé determinate operazioni già oggetto di delega (art. 2381 c.c., comma terzo).
Inoltre, sono elencate attività che non possono essere delegate ad un singolo individuo, come ad esempio la redazione del bilancio d'esercizio, i progetti di fusione e scissione e l'aumento o la diminuzione del capitale sociale.

Al consiglio di amministrazione deve essere riferito almeno ogni 6 mesi dall'amministratore delegato, l'andamento generale della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché

sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società. Inoltre, qualsiasi membro del consiglio di amministrazione, può chiedere all'amministratore delegato che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società.

1.3 Top Management

Esistono diversi ruoli affini al CEO con responsabilità manageriale e autorità sull'intera azienda ma con ruoli differenti, i senior manager. Questi formano il top management, detto anche C-Level, ovvero il massimo livello aziendale esecutivo.

La responsabilità di queste figure, all'interno di un'azienda, è molto ampia e ricoprono un ruolo con alto impatto sull'azienda stessa, infatti sono i diretti responsabili dei risultati ottenuti dai colleghi ad un livello gerarchico aziendale inferiore.
I top manager sono a capo delle diverse divisioni d'azienda e il loro ruolo principale è di tipo gestionale, ovvero coordinare e mettere in relazione i vari ruoli aziendali, consentendo un continuo scambio di informazioni fra loro.

Di seguito alcune delle figure che, insieme al CEO, fanno parte del C-level:

- CFO: lo Chef Financial Officier rappresenta il direttore finanziario d'impresa. Si occupa principalmente della finanza aziendale, quindi di contabilità, analisi finanziaria e reporting, di identificare nuove opportunità di business profittevoli, di gestione del portafoglio aziendale e del piano di investimenti e così via. Risulta quindi avere un ruolo più specifico rispetto al CEO.
- COO: lo Chief Operating Officier rappresenta il direttore operativo con ruolo di coordinamento e il suo è un ruolo complesso in quanto prevede la gestione dei processi operativi e la realizzazione e il coordinamento dei progetti utili alla concretizzazione del piano strategico. Ha quindi la responsabilità di supervisionare le diverse funzioni operative aziendali ed inoltre, è una figura fondamentale durante il sempre più attuale processo orientato alla digital transformation e alla sostenibilità dell'impresa. Infatti, è sua la responsabilità di sperimentare nuovi processi e nuove tecnologie per far sì che l'impresa risulti più efficiente.
- C ESG: lo Chief Environmental, Social and Governance è il responsabile del profilo sociale d'azienda, ha a che fare con l'approccio sempre più diffuso delle aziende rivolto all'ambiente. L'importanza data a queste problematiche negli ultimi anni è

cresciuta esponenzialmente, motivo per cui anche gli investimenti in tale ambito sono diventati fondamentali. La sostenibilità aziendale riguarda l'intera supply chain, compresi i dipendenti e il loro "welfare", oltre che la distribuzione, gli scarti, i materiali e i processi di lavorazione.

- CSO: lo Chief Security Officer si occupa della protezione e sicurezza della tecnologia e degli asset informativi. Tale figura ricopre un ruolo sempre più importante per l'affidabilità e la reputazione di un'azienda, soprattutto con l'adozione del Smart Working e l'utilizzo sempre più diffuso del cloud e dei big data per l'archiviazione dei dati.

CAPITOLO 2

2.1 Misura della bellezza

L'insieme delle peculiarità che caratterizzano il volto di una persona e che noi individuiamo istintivamente, finisce per influenzarci nel giudizio in maniera positiva o negativa. Quello che avviene nei processi di selezione di un leader si inserisce spesso in questo filone: un gran numero di studi ha dimostrato che gli stereotipi riguardanti razza, genere e attrattività fisica svolgono un ruolo importante nel processo di selezione poiché influenzano la percezione dell'idoneità al lavoro ed in tal modo, decisioni come assunzione, promozione e retribuzione sono fortemente influenzate da tali stereotipi. In questo capitolo si è analizzato quali siano le caratteristiche del viso in linea con le aspettative del prototipo di amministratore delegato.

Come misurare l'attrattività del volto di un individuo?
La bellezza è per definizione un concetto astratto e di conseguenza difficile da misurare oggettivamente poiché ha a che fare con la percezione di qualcosa di piacevole. Molte le opinioni contrastanti in merito: la bellezza può essere considerata oggettiva o soggettiva? È facile notare come i canoni di bellezza siano mutati nel corso degli anni, motivo per cui, risulta difficile parlare di bellezza assoluta. Ad esempio per gli antichi greci la bellezza era strettamente correlata all'armonia e alla proporzione ed identificavano negli atleti il modello di perfezione estetica, durante il Rinascimento invece l'incarnato pallido e un fisico più robusto era considerato sinonimo di fascino. In epoca moderna il concetto di bellezza fisica cambia da periodo a periodo in modo molto dinamico ed è strettamente collegato a degli standard che fanno riferimento a mode passeggere. Si ricordano per esempio gli anni '90, quelli dei "top model" in cui gli standard di bellezza erano definiti da un corpo magro e slanciato. Di fondamentale importanza però, oltre al periodo storico, è il Paese e la cultura di riferimento, infatti se nella cultura occidentale i canoni di bellezza sono perlopiù condivisi, non vale lo stesso per il resto del mondo: il collo allungato in Birmania, la pelle pallida nei paesi asiatici o i tatuaggi in volto per i Maori sono solo alcuni esempi di come non esista una bellezza assoluta ed unica.
Per valutare un volto occorrerebbe utilizzare un metodo oggettivo e non suscettibile al giudizio personale, esistono dunque dei parametri universali per misurare tale concetto astratto?
Gli studi più datati, si basano sui risultati derivanti da sondaggi sottoposti ad un campione di individui chiamati a valutare l'attrattività dei volti su una scala convenzionale basandosi

sulle preferenze personali. Una volta raccolte le valutazioni e calcolata la media di queste, il risultato dovrebbe rappresentare un dato oggettivo. Tuttavia, tali sondaggi, basandosi su impressioni personali, quindi su dati soggettivi, potrebbero essere soggetti a interpretazioni che introdurrebbero elementi di rumore all'interno dell'indagine. Di conseguenza, non fornirebbero un risultato quanto più oggettivo possibile. In figura 2.1 è riportato un esempio di sondaggio sottoposto agli individui chiamati a valutare l'attrattività ed altri attributi del CEO.

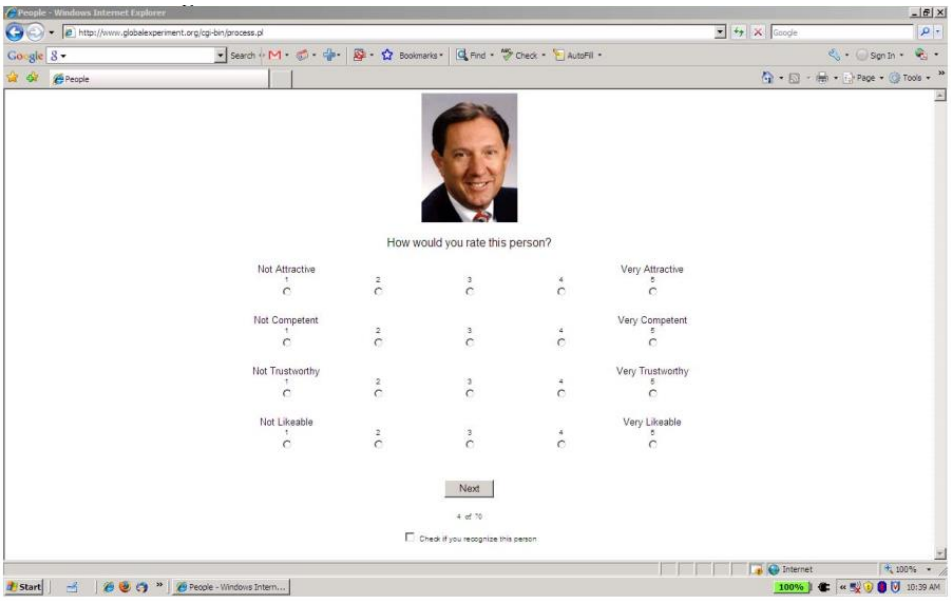

Figura 2.1 – esempio sondaggio per la valutazione dell'attrattività e di altri tratti percepibili dall'osservazione del viso. Fonte: John R. Graham, Campbell R. Harvey e Manju Puri - "Corporate Beauty Contest"– 2010

A questo proposito, gli studiosi parlano del pericolo del "face-ism", il quale fa riferimento all'eccessivo affidamento alle inferenze basate sulle raffigurazioni. Il termine face-ism, definito in uno studio del 1983, indica la misura della predominanza del volto nelle rappresentazioni, in questo caso fotografie, di uomini e donne. Questa misura è espressa tramite un *indice di face-ism,* che misura il rapporto tra la distanza dalla sommità della testa fino al punto più basso visibile del mento e la distanza dalla sommità della testa fino al punto più bassa visibile del corpo del soggetto in questione (Figura 2.2). Ad esempio, è stato dimostrato che gli uomini che ricoprono occupazioni ritenute "intellettuali" tendono ad avere un indice face-ism più elevato rispetto a donne con occupazioni simili e ciò vale a dire che, nelle rappresentazioni, si tende a concentrarsi maggiormente sui volti degli uomini e sui corpi delle donne. Bisogna quindi prestare attenzione a questo particolare che potrebbe indurre in una distorsione della valutazione.

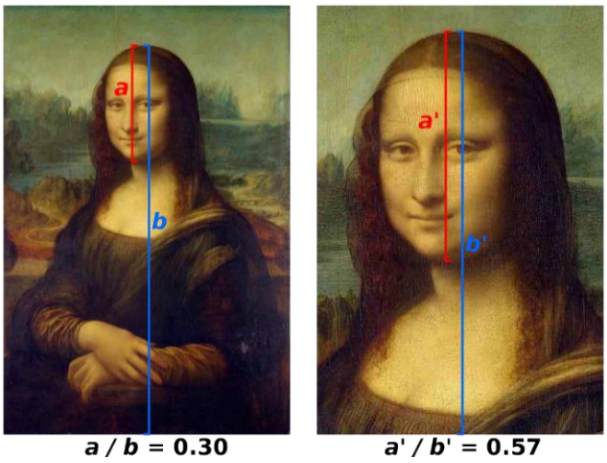

Figura 2.2 - indice di face-ism. Fonte: google immagini

Successivamente, gli studiosi in tale ambito hanno preferito utilizzare metodi geometrici che meglio rappresentavano parametri oggettivi, come l'indice *fWHR* (facial Width to Height Ratio), cioè il rapporto fra larghezza e altezza del viso. Questo tipo di misura geometrica deriva dalle misurazioni archeologiche del cranio: la larghezza del viso è misurata attraverso la larghezza bizigomatica superiore (la parte più ampia del viso) mentre per la misura dell'altezza del viso è considerata l'altezza facciale superiore, cioè la distanza tra la parte superiore delle palpebre e il labbro superiore (Figura 2.3). Seconda la ricerca accademica, esisterebbe una certa correlazione tra l'fWHR e il comportamento dell'individuo, in particolare negli uomini un indice più elevato sarebbe associato a comportamenti considerati più mascolini e questo potrebbe dipendere dall'influenza derivante dal testosterone che influisce sia nello sviluppo delle caratteristiche facciali dell'uomo durante la pubertà che nella determinazione del carattere. Infatti ad un indice fWHR maggiore è associato un comportamento più aggressivo ed immorale. Inoltre, tale misura risulta essere un tratto sessualmente dimorfico, in particolare le donne presentano un fWHR inferiore rispetto agli uomini e questo potrebbe rappresentare un limite nelle valutazioni.

Con il tempo, i metodi puramente geometrici sono stati sviluppati fino alla sostituzione da parte di approcci che considerano l'intero viso attraverso modelli statistici. Un esempio è la *Phi Mask* (figura 2.4): si tratta di una maschera facciale ideata da un ex chirurgo maxillo-facciale californiano, il Dott. Stephen R. Marquardt. Negli ultimi decenni Marqardt ha studiato e realizzato uno standard per valutare la bellezza del volto umano e ha teorizzato che esistono caratteristiche e proporzioni del volto che corrispondono all'ideale visivo della bellezza.

$$fWHR = \frac{a}{b}$$

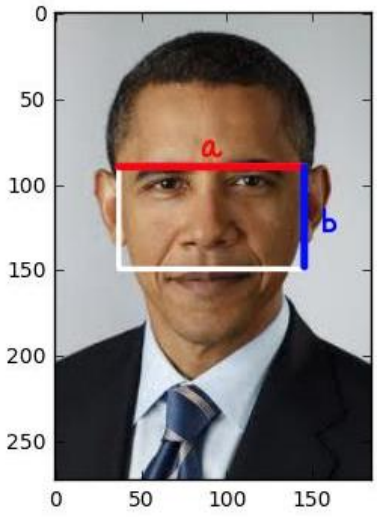

Figura 2.3 - facial Width to Height Ratio. Fonte: google immagini

Per la realizzazione di tale maschera ha ipotizzato che questo archetipo umano possa essere mappato matematicamente utilizzando come base la sezione aurea, anche conosciuta come proporzione divina (1:1,618), ovvero quella proporzione considerata come la massima espressione matematica di armonia e bellezza. La sezione aurea ricorre spesso in ambiti che spaziano dall'architettura, alla musica, alla natura, alla fotografia ed anche all'anatomia dell'uomo.
Marquardt ha costruito una figura bidimensionale chiamata "Golden Decagon Matrix" ed attraverso queste linee è riuscito a delineare la "Phi Mask" o "maschera facciale", composta da segmenti e forme che individuano 25 nodi facciali chiave di riferimento.

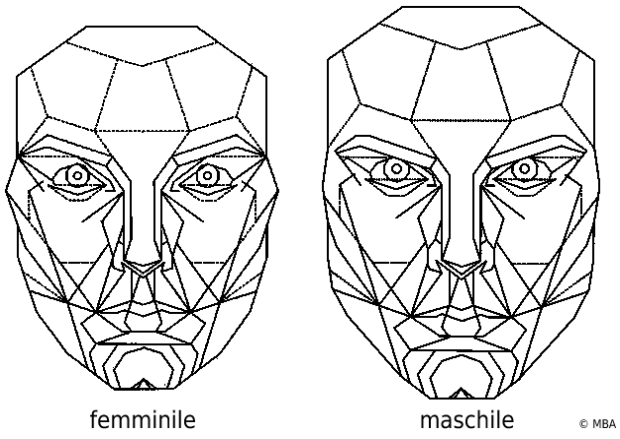

Figura 2.4 - Phi Mask femminile e maschile. Fonte: google immagini

Un ulteriore indice che verrà in seguito citato è il *Facial Attractiveness Index* (FAI), un indice di attrattività facciale basato su un algoritmo di proprietà dell'applicazione web

Anaface.com, tale algoritmo non è accessibile al pubblico ma sulla piattaforma stessa è stato riportato che per la misura dell'attrattività "[Anaface.com's] specific algorithm is proprietary, but we take into account many factors from neoclassical beauty, modern research papers, and our own scientific studies/statistical analysis. Examples include things such as comparing innerocular distance to mouth width and nose width to face height". Per ottenere una valutazione è necessario effettuare l'upload di un'immagine con una risoluzione sufficiente, con il volto posizionato frontalmente e posizionare 17 landmark in corrispondenza di determinati punti di riferimento (Figura 2.5). Una volta calcolato il punteggio dall'algoritmo, Anaface fornisce alcune indicazioni sui fattori che hanno contribuito alla determinazione di tale punteggio come nell'esempio riportato in figura 2.5: la simmetria orizzontale del volto, il rapporto tra la lunghezza del naso e quella delle orecchie, il rapporto tra la larghezza degli occhi e la distanza interoculare, il rapporto tra la larghezza del naso e quella del viso, il rapporto tra larghezza e altezza del viso e il rapporto tra larghezza del naso e quella della bocca.

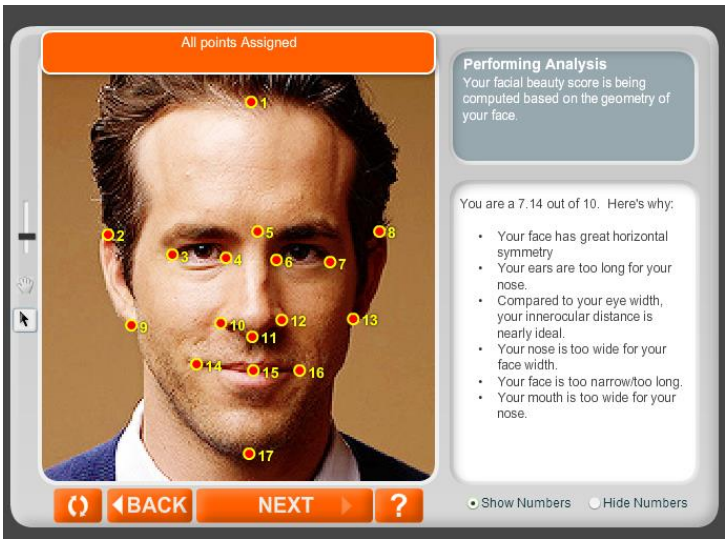

Figura 2.5 – esempio valutazione dell'attrattività ottenuta tramite Anaface.com Fonte: google immagini

2.2 Effetto selezione

L'ipotesi iniziale è che esista una differenza significativa nell'attrattività tra un gruppo di amministratori delegati e un gruppo di non-amministratori delegati, la quale implicherebbe un *effetto selezione*.

Nel 2016 in "*The Facial Appearance of CEOs: Faces Signal Selection but Not Performance*"

Janka I. Stoker, Harry Garretsen, Luuk J. Spreeuwers, hanno presentato i risultati della loro ricerca condotta su uomini bianchi. Sono state raccolte 674 foto di CEO e 229 foto di cittadini non-CEO ed in una seconda fase dello studio, i ricercatori si sono posti un'ulteriore domanda: la differenza significativa tra amministratori delegati e non, è legata al livello di istruzione o allo status socio-economico dell'individuo? A tal fine sono state raccolte ulteriori 252 foto di professori universitari, fatta eccezione per i professori di business school per evitare che alcuni di essi avessero/avessero avuto un ruolo di leadership in azienda, e quindi confrontate con quelle dei CEO.
In questo studio, come per gli altri, sono state selezionate solo immagini con una risoluzione sufficientemente alta e le immagini sono state ritagliate e normalizzate uniformando le dimensioni e la postura in modo tale che gli occhi fossero sempre nella stessa posizione. Lo sfondo, la luminosità e qualsiasi altro dettaglio delle fotografie che potesse distrarre l'intervistato, è stato neutralizzato per evitare distorsioni derivanti dal face-ism e per rendere le immagini meglio comparabili fra loro.
L'ipotesi nulla considerata è che i campioni estratti provenissero dalla stessa popolazione, ed è stato utilizzato il test non parametrico di Mann-Whitney, ovvero il test di verifica delle ipotesi che si applica solitamente quando le assunzioni per effettuare il test parametrico Z o t non sono soddisfatte, quindi, quando la distribuzione della variabile oggetto di studio non è normale e quando le dimensioni dei campioni sono ridotte. Da ogni campione sono state utilizzate 150 foto casuali per stimare i parametri del modello, mentre le restanti sono state utilizzate per testare le ipotesi (n_{CEO}=524, $n_{NON\text{-}CEO}$=79, n_{PROF}=102).
In prima istanza per definire se un'immagine rappresenti un CEO o un non-CEO è stato determinato per ogni fotografia il logaritmo del likelihood ratio LLR, ovvero il logaritmo del rapporto di verosomiglianza ottenuto confrontando l'immagine in esame con la media dei volti dei CEO. Successivamente l'LLR dell'immagine è stato confrontato con una soglia T ed è stata assegnata alla classe CEO se LLR>T.
Il test è stato ripetuto 3 volte e, per ogni test, è stata utilizzata una diversa composizione dei campioni casuali per la stima dei parametri e di conseguenza una diversa composizione dei campioni per la verifica delle ipotesi. Ciò è stato svolto solo per il confronto di CEO vs non-CEO.
Dai risultati riportati in Tabella 2.1 si evince che i volti degli amministratori delegati e dei non amministratori delegati differiscono tra loro e, analogamente, i volti degli amministratori delegati differiscono da quelli dei professori universitari ma questa volta in maniera meno evidente. In tutti i casi di test il p-value è ampiamente inferiore all'1%, il che significa che

si può rifiutare ad un livello di significatività inferiore all'1% l'ipotesi nulla secondo la quale i campioni a confronto provengano dalla stessa popolazione. Nell'ultima riga è stato riportato il test che confronta i volti dei professori universitari con quelli dei non-CEO ed i risultati sono in linea con gli stereotipi occupazionali, i volti delle due categorie infatti differirebbero e l'ipotesi nulla che i due campioni provengano dalla stessa popolazione verrebbe rifiutata. Tuttavia questo studio non è in grado di identificare esattamente quali attributi distinguono i CEO dai non-CEO.

TEST	P-VALUE
CEO vs non-CEO 1	p < 2.2e-16***
CEO vs non-CEO 2	p < 2.2e-16***
CEO vs non-CEO 3	p < 2.2e-16***
CEO vs professori	p = 9.09e-05***
professori vs non-CEO	p = 2.7e-10***

Tabella 2.1 - Risultati del test di Mann-Whitney in vari scenari. *** indica un p-value < 0.001

Più recente è invece lo studio "*CEO Selection and Executive Appearance*" di Douglas O. Cook e Shawn Mobbs (2019) i quali evidenziano come studi precedenti siano basati su sondaggi che potrebbero presentare delle distorsioni derivanti dalla soggettività che ogni individuo ha nel valutare la bellezza. Ad esempio, Yong Z. Foo e Andrew P. Clark (2011) trovano che i valutatori più giovani giudichino i volti più giovanili come più attraenti rispetto ai valutatori più anziani. Usare la media del sondaggio come parametro eliminerebbe in parte il rumore dovuto alla soggettività ma il proxy risultante potrebbe essere ancora soggetto a rumore. Per tale ragione, Douglas O. Cook e Shawn Mobbs introducono come misura dell'attrattività facciale la Phi-mask del Dr. Marquardt e ritengono che, utilizzando come misura dell'attrattività facciale la somma delle deviazioni assolute dai 25 nodi facciali di riferimento fra la maschera e il volto in esame, si ottenga una valutazione oggettiva. Una somma delle deviazioni totale minore indicherebbe un viso più in linea con la maschera e quindi più attraente. In parallelo a ciò i ricercatori hanno condotto dei sondaggi tramite i dipendenti di Amazon Mechanical Turk (AMT), un servizio internet di crowdsourcing di Amazon Web Services che permette di coordinare l'uso di intelligenze umane per eseguire compiti che i computer, ad oggi, non sono in grado di eseguire.
A partire da un campione di 255 dirigenti, 100 dei quali sono diventati CEO e i restanti 155 no, Cook e Mobbs hanno testato le loro ipotesi. La tabella 2.2 riporta i risultati delle analisi di regressione della probabilità che un individuo venga selezionato per essere il prossimo

CEO. In particolare per ottenere i risultati di seguito riportati, è stato utilizzato il modello di regressione probit per le colonne da 1 a 5, ovvero quel tipo di regressione che non modella la probabilità Y=1 come lineare ma utilizza la funzione di ripartizione normale, la quale permette di soddisfare due condizioni: la P(Y=1|X) sia crescente in X e che essa sia compresa tra 0 e 1. In colonna 6 e 7 invece sono riportati i risultati ottenuti con un modello di regressione dei minimi quadrati ordinari OLS, il quale mira a minimizzare la somma dei quadrati degli errori.

Di particolare interesse riguardante questo studio è il dato che emerge nel caso specifico in cui l'unica variabile inclusa sia la misura dell'attrattività facciale tramite la somma delle deviazioni dalla Phi-mask (colonna 1). Risulterebbe esistere una relazione significativa tra l'attrattività facciale e la probabilità che l'individuo in esame venga nominato come prossimo CEO: la stima del coefficiente risulta essere negativa, cioè ad una diminuzione della somma delle deviazioni, quindi ad un viso più attraente, corrisponderebbe un incremento della probabilità di essere selezionati come CEO.

Nel caso in cui venissero considerate solo le determinanti riguardanti l'appartenenza al consiglio di amministrazione, il grado di retribuzione e il possesso da parte del candidato del titolo di presidente, anch'esse risulterebbero essere relazionate in modo significativo ad una maggiore probabilità di essere selezionati come prossimi amministratori delegati. È importante notare inoltre che solo queste tre variabili da sole spieghino oltre il 27% della varianza della probabilità di essere scelto come futuro CEO.

Anche quando tutte queste variabili di controllo sono incluse in un unico test (colonna 3), la stima del coefficiente per la deviazione dalla Phi-mask rimarrebbe negativa e significativa al livello < 1%, spiegando un ulteriore 30% della varianza della probabilità fino a raggiungere un varianza spiegata del 57.72%.

Nelle colonne successive sono state introdotte variabili esecutive che potrebbero essere correlate alla probabilità di essere nominato CEO: il livello di proprietà misurato tramite la percentuale di azioni detenute dal candidato CEO, l'età dirigenziale che funge da misura dell'esperienza e altre variabili di controllo nel caso in cui il candidato sia donna, asiatico o afroamericano. Risulterebbe infine che la proprietà (ownership) è positivamente correlata alla probabilità di essere selezionati come CEO a differenza dell'età. L'indicatore di genere è negativo e significativo mentre quelli riguardanti la razza sono positivi e significativi. Ripetendo i test effettuati nelle colonne 4 e 5 ma utilizzando il modello di regressione lineare OLS (colonna 6 e 7), i risultati ottenuti sarebbero coerenti con quelli ottenuti tramite il modello probit e le grandezze economiche molto simili.

variabile dipendente: selezionato come CEO (1/0)								
	PROBIT				prob(CEO)=0.18	PROBIT	OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	dy/dx	(5)	(6)	(7)
somma deviazioni	-0.01***		-0.009***	-0.01***	-0.0025		-0.002***	
	(<0.01)		(<0.01)	(<0.01)			(<0.01)	
valutazione sondaggio						-0.05		0.004
						(0.58)		(0.87)
direttore		0.94***	0.892***	0.89**	0.25	0.854***	0.185***	0.294***
		(<0.01)	(<0.01)	(0.02)		(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)
rango retribuzione		-0.44**	-0.29**	-0.583***	-0.15	-0.61***	-0.09***	-0.16***
		(0.01)	(0.03)	(<0.01)		(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)
presidente		0.74***	0.370	0.54**	0.15	0.81***	0.14**	0.22***
		(<0.01)	(0.11)	(0.04)		(<0.01)	(0.01)	(<0.01)
proprietà				0.16*	0.042	0.06	0.012	0.015
				(0.07)		(0.4)	(0.47)	(0.38)
età				-0,05	-0.012	-0.01	0.003	-0.002
				(0.14)		(0.68)	(0.52)	(0.76)
donna				-1.07*	-0.17	-1.3***	-0.26***	-0.24***
				(0.09)		(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)
asiatico				1.81***	0.63	1.69*	0.38***	0.48**
				(<0.01)		(0.06)	(<0.01)	(0.02)
afroamericano				1.52***	0.54	0.31	0.2***	0.11
				(<0.01)		(0.49)	(<0.01)	(0.34)
costante	2.993***	-0,15	2.7***	5.98***		0.76	1.2***	0.58*
	(<0.01)	(0.72)	(<0.01)	(<0.01)		(0.52)	(<0.01)	(0.09)
N. osservazioni	237	237	237	237		237	237	237
R-squared aggiustato	0.4844	0.2751	0.5752	0.6530		0.3459	0.5642	0.3195

*Tabella 2.2 – risultati dell'analisi di regressione della probabilità di essere selezionato come prossimo CEO. La variabile dipendente è pari a 1 se il candidato viene selezionato come CEO e 0 altrimenti. Somma deviazioni è la somma assoluta delle deviazioni da ciascuno dei 25 nodi di riferimento della maschera Phi del corrispondente volto in esame. Valutazione sondaggio è la valutazione media dei lavoratori di AMT che valutano l'attrattiva di ogni individuo su una scala da 1 a 10, dove 10 è il più attraente. Direttore è una variabile binaria pari a 1 se il candidato è anche membro del consiglio di amministrazione durante l'anno e 0 altrimenti. Rango retribuzione è il rango del candidato basato sulla retribuzione totale, dove 1 è il più alto in classifica (cioè il più pagato). Presidente è una variabile binaria pari a 1 se il candidato ha ricoperto il titolo di presidente nell'anno precedente e 0 altrimenti. Proprietà è la percentuale di azioni in circolazione possedute dall'esecutivo, escluse le opzioni. Età è l'età del candidato nell'anno in cui viene selezionato il CEO. I p-values sono riportati tra parentesi sotto ogni stima del coefficiente. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%. Colonne 1-5 modello regressione probit, Colonna dy/dx effetti marginali, Colonne 6-7 modello regressione OLS.*

2.3 Caratteristiche individuali

Per quanto concerne la percezione della personalità dell'individuo attraverso l'osservazione del volto, John M. Darley e Russell H. Fazio (1980) attraverso il loro studio indagano il legame che esisterebbe tra l'attrattività e le caratteristiche individuali, arrivando ad affermare che tali caratteristiche si svilupperebbero attraverso un processo di "conferma dell'aspettativa". Durante questo processo le aspettative stereotipate derivanti dall'aspetto provocherebbero lo sviluppo di comportamenti, tratti e visioni di sé in linea con tali aspettative. Le persone più attraenti, ad esempio, diventerebbero più sicure di sé e di conseguenza potrebbero essere più propense a sollecitare commenti costruttivi. Questi

individui potrebbero produrre lavori di qualità superiore a causa della loro maggiore fiducia ottenendo quindi maggiore visibilità, aumentando il loro carisma e le probabilità di essere invitati a conferenze successive. John R. Graham, Campbell R. Harvey e Manju Puri con lo studio "*Corporate Beauty Contest"* (2010) intendono studiare come, a partire ancora una volta dal viso, gli intervistati valutino 4 diversi attributi dell'individuo: bellezza, competenza, affidabilità e simpatia. Anch'essi, come gli studi precedentemente citati, intendono valutare la differenza fra CEO e non-CEO ed inoltre fra CEO di grandi aziende e CEO di piccole aziende. Durante la prima fase dello studio, agli intervistati è stato sottoposto un confronto a coppie di volti di amministratori delegati con il gruppo di controllo di non-amministratori delegati. La tabella 2.3 riporta la percentuale di intervistati che ha selezionato correttamente il membro CEO in una coppia individuandolo rispettivamente come il più competente, affidabile, simpatico e attraente dei due. In questo caso è stato utilizzato il test statistico Z con ipotesi nulla secondo cui la probabilità di scegliere correttamente il CEO sia del 50%. Per ciascuno dei 4 attributi in esame emergono differenze significative, in particolare i CEO sono percepiti come più competenti e attraenti (> 50%) ma meno affidabili e meno simpatici (< 50%).

	corretta individuazione del CEO (%)			
	competenza	affidabilità	simpatia	attrattività
media ponderata (%)	53.800***	47.956***	49.281	51.378***
	8.830	-4.751	-1.670	3.202
media lineare (%)	54.126***	47.953***	48.769***	51.539***
	9.429	-4.676	-2.812	3.516
N. coppie	87	87	87	87
N. osservazioni	765	765	765	765

*Tabella 2.3– Risultati del confronto a coppie CEO/non-CEO. La media ponderata delle osservazioni rappresenta la percentuale di tutte le osservazioni intervistato-coppia per le quali è stato scelto il CEO. La media lineare calcola la percentuale di volte in cui il CEO è stato scelto per ogni coppia e riporta la media di queste medie della coppia. Sotto ogni percentuale sono riportate le stime puntuali. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

Analisi analoga è riportata in tabella 2.4 ma in questo caso sono stati confrontati CEO di grandi aziende con CEO di piccole aziende. Anche in questo caso i 4 attributi producono risultati statisticamente significativi e, similmente al caso precedente, i CEO di grandi aziende risulterebbero più competenti, meno simpatici e meno affidabili rispetto a coloro che gestiscono aziende più piccole. L'unica differenza riguarderebbe l'attrattività: i CEO di piccole aziende risulterebbero essere più attraenti.

In conclusione, questa analisi presenta prove coerenti con l'ipotesi che i tratti del viso sembrerebbero essere importanti per la discriminazione fra CEO e non-CEO, così come per la discriminazione fra CEO di grandi e piccole aziende.

	corretta individuazione del CEO di grande azienda (%)			
	competenza	affidabilità	simpatia	attrattività
media ponderata (%)	54.564***	48.449***	43.873***	46.293***
	10.942	-3.720	-14.685	-8.890
media lineare (%)	54.484***	48.671***	44.453***	46.519***
	10.641	-3.154	-13.162	-8.260
N. coppie	61	61	61	61
N. osservazioni	762	762	762	762

*Tabella 2.4- Risultati del confronto a coppie CEO grande azienda/CEO piccola azienda. La media ponderata delle osservazioni rappresenta la percentuale di tutte le osservazioni intervistato-coppia per le quali è stato scelto il CEO di una grande azienda. La media lineare calcola la percentuale di volte in cui il CEO di una grande azienda è stato scelto per ogni coppia e riporta la media di queste medie della coppia. Sotto ogni percentuale sono riportate le stime puntuali. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

2.3.1 Teoria Ecologica e Babyfaceness

Un ramo della letteratura psicologica ha come obiettivo valutare in che modo e perché l'aspetto influisca sulla percezione sociale e tenterebbe di spiegare il legame che coesiste tra caratteristiche facciali e le impressioni percepite della personalità dell'individuo. Rilevante in tale ambito è la "*Teoria ecologica della percezione visiva*" dello psicologo James Gibson, il quale afferma che non è l'uomo ad elaborare le informazioni ma è il suo sistema percettivo che si è evoluto in modo tale che le informazioni siano già presenti dentro di sé. Secondo questa teoria l'individuo coglierebbe queste informazioni senza elaborarle, vale a dire, ad esempio, che un oggetto che presenta determinate caratteristiche, in qualche modo, suggerirebbe inconsciamente il suo l'utilizzo per l'uomo: questo è il concetto di *affordance*. In tal senso è stato dimostrato che la babyfaceness, ovvero l'aspetto di un viso da bambino, provocherebbe nello spettatore un'impressione di attributi psicologici infantili. David S. Berry e Leslie Zebrowitz-McArthur (1985) hanno scoperto che le misurazioni fisiche di occhi grandi e rotondi, sopracciglia alte e mento piccolo produrrebbero la percezione della babyfaceness. La distinzione tra un viso maturo ed un viso da bambino, basandosi su caratteristiche ben definite e su tratti del viso che risultano tangibili, è di natura più analitica e meno soggettiva. In tabella 2.5 vengono illustrate le correlazioni bivariate tra il viso da bambino e i 4 attributi in esame di John R. Graham, Campbell R. Harvey e Manju Puri:

competenza, affidabilità, simpatia e attrattività. Dai risultati si evince che la competenza è negativamente correlata all'aspetto del viso da bambino e tale correlazione è significativa ad un livello dell'1%. Ciò sta a significare che gli intervistati valuterebbero un viso più maturo come più competente. Inoltre, coerentemente con i risultati precedenti, la simpatia è positivamente correlata ed anch'essa significativa al livello dell'1% con l'aspetto del viso da bambino. In sostanza, i CEO con un viso più maturo e quindi percepiti come più competenti, sarebbero percepiti come meno simpatici mentre i restanti due attributi non risulterebbero essere significativamente correlati con un aspetto del viso maturo.

Le valutazioni sulla babyfaceness sono, seppur in modo inconscio, positivamente correlate con la percezione di quei attributi psicologici infantili quali ingenuità, onestà e gentilezza. Tuttavia secondo Collins e Zebrowitz (1995) ci sarebbero prove a sostegno che le inferenze sui tratti possano essere sbagliate poiché basate su un pregiudizio ingiustificato verso le persone con un determinato aspetto. È stato provato che le persone classificate come babyfaceness avrebbero spesso tratti opposti a quelli che ci si aspetta, confutando quindi, tramite un test svolto sui risultati accademici, lo stereotipo delle persone con tratti del volto da bambino come intellettualmente inferiori ed inoltre hanno scoperto che la babyfaceness produrrebbe comportamenti tra cui assertività e ostilità, in contrasto con lo stereotipo di gentilezza e onestà.

	valutazione media CEO			
	competenza	affidabilità	simpatia	attrattività
viso da bambino	-0.253***	0.027	0.241***	0.028
	0.003	0.756	0.004	0.743
N. CEO	138	138	138	138
N. osservazioni	230	230	230	230

*Tabella 2. 5 – Correlazioni bivariate tra un viso da bambino e i 4 attributi: competenza, affidabilità, simpatia e attrattività. I 230 intervistati hanno valutato l'aspetto del "viso da bambino" di 138 CEO su una scala da 1 a 5 (5 è il più alto aspetto da bambino). Sotto ogni correlazione è riportato il p-value. *,**,*** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

2.4 Retribuzione

Sembra quindi confermato che i lavoratori dotati di una particolare bellezza estetica vengano selezionati più facilmente in base anche all'esistenza del cosiddetto "premio di bellezza" il quale permetterebbe anche una retribuzione più elevata per il CEO. Cook e Mobbs hanno testato tali ipotesi confrontando la retribuzione totale annua (TDC1 in

Execucomp) con l'attrattiva misurata mediante sia il metodo della Phi-mask sia tramite la somministrazione di un sondaggio. I risultati riportati in tabella 2.6 derivano dall'analisi di regressione per le determinanti della retribuzione del CEO. Un'osservazione fondamentale riguarderebbe il forte legame esistente tra la dimensione dell'azienda e la retribuzione, per cui è stata introdotta una variabile di controllo per la dimensione dell'impresa: il logaritmo naturale delle vendite annuali dell'azienda. Si evidenzia che l'attrattività, misurata in colonna 1 come la somma delle deviazioni dalla Phi-Mask, è statisticamente e significativamente correlata a una retribuzione più elevata: ad una diminuzione della deviazione, cioè ad un aumento di bellezza, è associato un incremento della retribuzione. Risultato analogo quando come misura dell'attrattività è stato utilizzato il punteggio ottenuto tramite il sondaggio (colonna 2), in questo caso però la stima del coefficiente risulterebbe non significativa, il che indicherebbe un legame più debole. Questo confermerebbe le ipotesi di partenza di Cook e Mobbs, vale a dire che la misura della maschera aurea risulta essere in grado di catturare in modo più preciso ed oggettivo determinati aspetti dell'attrattività, rispetto ad un'indagine soggettiva come i sondaggi.
Analizzando invece la percezione della competenza del candidato CEO risultante dal il sondaggio (colonna 3), emergerebbe una stima del coefficiente positiva e significativa, cioè, ad un incremento nella misura della competenza è associato un aumento della retribuzione. Quando invece vengono introdotti gli effetti fissi annui dell'impresa (colonne da 5 a 8), i risultati rimarrebbero simili a quelli delle colonne precedenti eccetto per la perdita di significatività per la misura della competenza.
Un fattore limitante nell'analisi di Cook e Mobbs risulta essere l'indisponibilità della retribuzione totale annua per tutti i CEO considerati, motivo per cui nelle colonne da 9 a 12, la variabile dipendente è il grado di retribuzione del CEO all'interno dell'azienda stessa in cui opera, dove 1 indica il livello di retribuzione più alto. In questo caso risulta che tutte e tre le variabili sono significativamente correlate con la retribuzione: ad una minore deviazione dalla Phi-mask, quindi ad un CEO più attraente, è associato un grado di retribuzione più alto, cioè un punteggio più basso. Ad un punteggio più elevato nei sondaggi riguardanti sia l'attrattività che la competenza è associata una retribuzione più elevata. Per il test riportato nella colonna 12 sono state considerate tutte le variabili e il risultato è simile a quello in colonna 4 ma in questo caso la variabile più significativa risulta essere quella della sommatoria delle deviazioni dalla maschera aurea, nonché la misura della bellezza che gli studiosi ritengono il più oggettiva.

variabile dipendente:	ln(tot. retribuzione)								grado retribuzione azienda			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
somma deviaizoni	-0.001**			-0.001**	-0.001**			-0.001**	0.003***			0.002***
	(0.05)			(0.08)	(0.04)			(0.06)	(<0.01)			(<0.01)
punteggio sondaggio attrattività		0.044		-0.065		-0.046		-0.14		-0.198**		-0.029
		(0.60)		(0.53)		(0.67)		(0.32)		(0.05)		(0.82)
punteggio sondaggio competenza			0.238	0.287**			0.133	0.247			-0.506***	-0.408**
			(0.02)	(0.02)			(0.31)	(0.21)			(<0.01)	(0.04)
ln(sales)	0.362***	0.365***	0.368***	0.365***								
	(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)								
performance operative	3.65***	3.59***	3.83***	3.93***								
	(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)	(<0.01)								
N. osservazioni	181	198	198	198	181	181	181	181	223	223	223	223
effetti fissi	sett./anno	sett./anno	sett./anno	sett./anno	az./anno	az./anno	az./anno	az./anno	az./anno	az./anno	az./anno	az./anno
R-squared	0.4221	0.3952	0.4060	0.4338	0.5965	0.5813	0.5827	0.6046	0.4024	0.3422	0.3574	0.4291

*Tabella 2.6 - Tabella 2. 6- Risultati della regressione della retribuzione totale dei dirigenti. La variabile dipendente nei modelli 1-8 è il ln(tdc1+1), dove tdc1 è il totale annuo della retribuzione del CEO ricavato da Execucomp. La variabile dipendente nei modelli 9-12 è il grado di retribuzione del CEO all'interno dell'azienda, dove 1 è il grado più alto. I modelli 1-4 includono effetti fissi annuali del settore (Fama-French 49). I modelli 5-12 includono effetti fissi annuali dell'azienda. Somma deviazioni è la somma assoluta delle deviazioni da ciascuno dei 25 nodi della maschera Phi al punto corrispondente sul volto del CEO. Punteggio sondaggio attrattività (competenza) è la valutazione media dei lavoratori di Amazon Mechanical Turk che valutano l'attrattiva (competenza) di ogni dirigente su una scala da 1 a 10, dove 10 è il più attraente (competente). I p-values sono riportati tra parentesi sotto ogni stima del coefficiente. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

Anche i ricercatori Graham, Harvey e Puri nel loro studio approfondiscono questo aspetto indagando in che modo la percezione dei 4 attributi in esame influisca sulla retribuzione dei CEO. I risultati in tabella 2.7 fanno riferimento ad un'analisi basata sul reddito totale del CEO (TCD1 in Execucomp), anche in questo caso è stata introdotta la variabile di controllo per la dimensione dell'azienda. I risultati mostrano che la competenza percepita risulta essere positivamente correlata al compenso, mentre la simpatia sarebbe negativamente correlata al compenso. Tutto ciò sembrerebbe quindi essere coerente con quanto detto precedentemente: i CEO sono percepiti come più competenti e meno simpatici rispetto al campione dei non-CEO. A maggior ragione risulta essere in linea con i risultati che mostrano che i CEO delle grandi aziende sono percepiti come ancor più competenti e meno simpatici. Da questo esperimento emergerebbe, dopo il controllo della retribuzione del precedente amministratore delegato della dimensione dell'azienda e del settore, l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra competenza e retribuzione mentre gli altri attributi presi in esame risultano essere non significativi.

variabile dipendente: ln (retribuzione)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
attrattività	0.009				0.004
	(0.046)				(0.047)
competenza		0.046*			0.050*
		(0.027)			(0.027)
simpatia			-0.004		-0.040
			(0.031)		(0.033)
affidabilità				0.024	0.023
				(0.026)	(0.024)
ln(retribuzione CEO prec.)	0.150**	0.152**	0.150**	0.151**	0.151**
	(0.069)	(0.069)	(0.069)	(0.069)	(0.069)
ln(sales)	0.350***	0.348***	0.349***	0.349***	0.348***
	(0.055)	(0.055)	(0.055)	(0.055)	(0.055)
dummy industria	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	4061	4061	4061	4061	4061
N. CEO	71	71	71	71	71
N. rispondenti	227	227	227	227	227
R-squared	0.578	0.579	0.578	0.578	0.579

*Tabella 2. 6– Risultati della regressione del logaritmo della retribuzione del CEO sui 4 attributi: attrattività, competenza, simpatia e affidabilità. Ln(retribuzione) è stato calcolato come logaritmo della retribuzione del CEO ("TDC1" in Execucomp) per l'anno fiscale 2003. Ln(sales) è stato calcolato come il logaritmo delle vendite dell'azienda ("Net Sales" in Execucomp). Per le aziende mancanti di informazioni sulle retribuzioni o sulle vendite nel 2003, sono state utilizzate le informazioni del 2004 o del 2005. Tutte le regressioni includono anche le dummy di settore SIC a 1-digit. Ln(retribuzione CEO prec) indica la retribuzione del precedente amministratore delegato dell'azienda per l'anno precedente all'assunzione dell'amministratore delegato valutato. I p-values sono riportati tra parentesi sotto ogni stima dei coefficienti. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività al livello del 10%, 5% e 1%.*

2.5 Mondo accademico - Economia

Nel mondo del lavoro accademico il criterio di assunzione e promozione dovrebbe essere la produttività della ricerca da parte del ricercatore e quindi ci si aspetterebbe che ciò che dovrebbe contare maggiormente sia l'intelletto e non l'aspetto. È in tale contesto che si inserisce la ricerca di Galina Hale, Tali Regev e Yona Rubinstein in "*Do Looks Matter For Career In Economics?*" (2021), i quali indagano empiricamente se il successo degli studiosi dipenda dal loro aspetto utilizzando come campione di riferimento una precisa sezione del mondo accademico, quella economica. La ragione di questa scelta è stata giustificata dal fatto che in questo settore sono regolarmente prodotte classifiche dei dipartimenti, la produttività dei ricercatori è valutata in modo ben definito e condiviso ed è facilmente disponibile. Inoltre, esiste un processo di promozione chiaro in cui gli individui

vengono sottoposti a una revisione del mandato periodicamente. Con queste premesse, gli studiosi sarebbero in grado di distinguere la qualità del lavoro, la data di pubblicazione della graduatoria, lo sforzo del ricercatore -misurato dal numero di articoli pubblicati - e il successo delle pubblicazioni - misurato dal numero di citazioni - .

I dati raccolti in questo studio contengono informazioni su tutti gli studenti laureandi nei dieci migliori dipartimenti di economia degli Stati Uniti negli anni 2002-2006. Per ogni laureando sono stati raccolti dati personali quali genere, razza, anno di laurea, campo di tesi e carriera dello studente subito dopo la laurea e fino ai 15 anni seguenti. Per la valutazione dell'attrattività anche in questo caso si sono avvalsi del servizio di Amazon Mechanical Turk composto da un campione casuale di intervistati di circa 240 persone. Le valutazioni sono state standardizzate per evitare il più possibile distorsioni derivanti dalla soggettività dei valutatori e, successivamente, la valutazione per ogni studente è stata ottenuta come media delle valutazioni standardizzate.
La prima ipotesi testata è legata al grado di istituto e se la concessione del dottorato sarebbe influenzata dall'attrattività, cioè se l'attrattività risulta essere un fattore di ammissione. In tabella 2.8 sono riportati i risultati della regressione logit come odds ratio, ovvero come rapporto delle probabilità odds. Quando l'unica variabile in considerazione è il punteggio dell'attrattività (colonna 1), il coefficiente stimato risulterebbe essere significativo con significatività ad un livello del 10%: gli individui più attraenti otterrebbero i loro dottorati in istituti meglio classificati. Gli effetti rimarrebbero invariati nel caso di introduzione di un indicatore per la coorte, cioè per l'anno di laurea (colonna 2) e ciò rimarrebbe confermato anche dopo l'introduzione di variabili per il controllo delle caratteristiche delle fotografie (colonna 3). Queste evidenze potrebbero portare a diverse chiavi di lettura: o gli individui più attraenti hanno maggiori probabilità di essere ammessi nelle scuole di livello più alto oppure, una volta accettati, gli individui più attraenti avrebbero maggiore probabilità di portare a termine il percorso, o entrambi. Non sarebbe possibile distinguere i due effetti poiché le osservazioni raccolte risultano essere sulle lauree e non sulle ammissioni.

variabile dipendente: grado dell'istituto di dottorato			
	(1)	(2)	(3)
punteggio attrattività	0.445**	0.440**	0.440**
	(0.163)	(0.164)	(0.164)
fattori foto professionale			0.948
			(0.079)
sorridente			0.906
			(0.155)
foto larga			1.079
			(0.383)
dummy coorte	NO	SI	SI
N. osservazioni	752	752	752
Pseudo R-squared	0.001	0.002	0.002

*Tabella 2. 7– Risultati regressione logit riguardante l'effetto dell'attrattiva sul grado dell'istituto di dottorato. La variabile dipendente è il grado dell'istituto di dottorato (1 indica il miglior istituto). I coefficienti sono riportati in forma esponenziale, 1 indica nessun effetto. Tra parentesi sono riportati gli errori standard. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività al livello del 10%, 5% e 1%.*

La seconda ipotesi testata riguarda la relazione tra l'aspetto dei laureati e il settore della loro prima occupazione post laurea: privato, accademico o pubblico. I risultati sono riportati in tabella 2.9 come odds ratio. Poiché la categoria omessa nella regressione è quella del settore privato e i coefficienti sono riportati in forma esponenziale (1 indica nessun effetto), i coefficienti sull'attrattività inferiori a 1 indicherebbero che i laureati considerati meno attraenti avrebbero molte più probabilità di essere assunti nel mondo accademico o pubblico, rispetto al privato.
Questo suggerirebbe che l'attrattività avrebbe più valore nel settore privato e potrebbe essere giustificato in quanto nel settore privato sono presenti clienti finali che prestano attenzione all'aspetto. Inoltre, la regolamentazione attenua il "premio bellezza" nel settore pubblico e nel mondo accademico ed è importante notare che non vi è alcuna differenza statisticamente significativa in termini di effetto di attrattività fra questi ultimi due settori. In entrambi i casi il grado di istituto di dottorato non avrebbe effetto (odds ratio circa pari ad 1), ciò vale a dire che la distribuzione del primo tipo di lavoro sarebbe esattamente la stessa per i laureati di tutti gli istituti di dottorato considerati.
Successivamente si è verificata l'ipotesi riguardante i lavori successivi, è stato ipotizzato che se l'attrattività diminuisce nel tempo si potrebbe dedurre che l'apparenza inizialmente serva come segnale di abilità e che la sua importanza possa decrescere nel tempo man mano che vengono rivelate più informazioni sulla vera abilità. Pertanto, l'osservazione di un coefficiente decrescente nel tempo potrebbe fornire prove di discriminazione statistica

variabile dipendente: primo lavoro accademico		
	(1)	(2)
punteggio attrattività	0.173**	0.179**
	(0.133)	(0.137)
grado istituto PhD	1.004	1.004
	(0.010)	(0.010)
costante	17.01***	17.47***
	(8.151)	(8.386)
fattori qualità foto	NO	SI
N. osservazioni	636	636
pseudo R-squared	0.008	0.031

variabile dipendente: primo lavoro pubblico		
	(1)	(2)
punteggio attrattività	0.081**	0.097**
	(0.076)	(0.091)
grado istituto PhD	1.003	1.004
	(0.012)	(0.013)
costante	5.128***	4.627***
	(2.915)	(2.630)
fattori qualità foto	NO	SI
N. osservazioni	636	636
pseudo R-squared	0.008	0.031

*Tabella 2. 8– Risultati regression logit multinomiale riguardante l'effetto dell'attrattività sul tipo di primo lavoro post laurea. La variabile dipendente è il tipo di primo lavoro, la categoria omessa è il settore pubblico. I coefficienti sono riportati in forma esponenziale, 1 indica nessun effetto. Tra parentesi sono riportati gli errori standard. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività al livello del 10%, 5% e 1%.*

A tale scopo è stata osservata la graduatoria del lavoro svolto dagli individui nel 2017 condizionata al primo lavoro. I risultati in tabella 2.10 suggeriscono che il grado dell'istituto di dottorato e del primo lavoro avrebbero un effetto positivo e statisticamente significativo ma di piccola entità (colonna 1) ed includendo variabili che tengano conto del punteggio di attrattività (colonna 2) e della qualità della fotografia (colonna 3), risulta ancora una volta che l'attrattività sarebbe un fattore importante con un coefficiente leggermente inferiore ma pur sempre statisticamente significativo. Pertanto non osserviamo un calo dell'importanza dell'attrattività per le assunzioni e le promozioni nei dipartimenti di economia, il che renderebbe improbabile che tali risultati siano spiegati da discriminazioni statistiche.

In seguito a questi studi risulterebbe quindi confermata l'esistenza per i CEO di un premio di bellezza per quanto concerne la loro assunzione e retribuzione: la bellezza può essere considerata come un vantaggio competitivo. Discorso analogo vale per il mondo accademico esaminato, il quale non risulta essere troppo distante da altri settori considerati più omogenei. Quel che resta da indagare nel prossimo capitolo è se effettivamente questo premio possa essere giustificato in termini di performance dell'azienda.

variabile dipendente: grado dell'ultimo lavoro osservato			
	(1)	(2)	(3)
punteggio attrattività		0.219**	0.219**
		(0.135)	(0.135)
grado istituto PhD	1.015*	1.014*	1.014*
	(0.008)	(0.008)	(0.008)
grado istituazione primo lavoro	1.007*	1.007*	1.007*
	(0.001)	(0.001)	(0.001)
fattori foto professionale			0.960
			(0.126)
sorridente			1.094
			(3.320)
foto larga			0.565
			(0.296)
N. osservazioni	299	299	299
pseudo R-squared	0.094	0.094	0.094

*Tabella 2.1 - Risultati regressione logit sull'effetto dell'attrattività sul grado dell'ultimo lavoro osservato. La variabile dipendente è il rango dell'ultima istituzione lavorativa osservata (solo istituzioni accademiche). Coorte inclusa in tutte le regressioni ma non riportate. I coefficienti sono riportati in forma esponenziale con 1 che indica nessun effetto. Gli errori standard sono riportati tra parentesi. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività al livello del 10%, 5% e 1%.*

Di seguito è riportata la tabella 2.11 che riassume i principali risultati presentati nel capitolo corrente:

	RICERCA	METODO VALUTAZIONE ATTRATTIVITA'	IPOTESI	ESITO	REFERNCE
EFFETTO SELEZIONE	"*The Facial Appearance of CEOs: Faces Signal Selection but Not Performance*" - J. Stoker, H. Garretsen, L. Spreeuwers - 2016	calcolo del logaritmo del likelihood ratio per ogni fotografia: se LLR > T allora l'immagine raffigura un CEO	i volti dei CEO e dei non-CEO differiscono tra loro	ipotesi non rifiutata (p-value < 1%)	tabella 2.1
			i volti dei CEO e dei professori universitari differiscono tra loro	ipotesi non rifiutata (p-value < 1%)	tabella 2.1
			i volti dei non-CEO e dei professori universitari differiscono tra loro	ipotesi non rifiutata (p-value < 1%)	tabella 2.1
	"CEO Selection and Executive Appearance" - D. Cook e S. Mobbs - 2019	somma delle deviazioni assolute dalla Phi-Mask	relazione positiva tra attrattività e probabilità di essere assunto come CEO	relazione positivamente significativa tra attrattività e probabilità di assunzione come nuovo CEO	tabella 2.2
CARATTERISTICHE INDIVIDUALI	"*Corporate Beauty Contest*" - J. Graham, C. Harvey e M. Puri - 2010	sondaggio basato sul confronto a coppie di foto	la probabilità di scegliere correttamente il CEO in un confronto CEO vs non-CEO, valutando competenza, affidabilità, intelligenza e simpatia è del 50%	ipotesi rifiutata: i CEO sono percepiti come più competenti e attraenti (> 50%) e meno affidabili e simpatici (< 50%)	tabella 2.3
			la probabilità di scegliere correttamente il CEO di una grande azienda in un confronto con il CEO piccola azienda, valutando competenza, affidabilità, intelligenza e simpatia percepite è del 50%	ipotesi rifiutata: i CEO di grandi aziende risultano percepiti come più competenti (>50%) e meno attraenti, meno simpatici e meno affidabili (<50%)	tabella 2.4
		sondaggio su una scala da 1 a 5	la competenza e la simpatia percepite sono correlate all'aspetto del viso da bambino	ipotesi non rifiutata: correlazione negativa e significativa tra competenza e aspetto del viso da bambino, correlazione positiva e significativa tra simpatia e aspetto del viso da bambino	tabella 2.5
			l'affidabilità e l'intelligenza sono correlate all'aspetto del viso da bambino	ipotesi rifiutata: sffidsbilità e intelligenza on risultano significativamente correlati con l'aspetto del viso da bambino	tabella 2.5
RETTRIBUZIONE	*"CEO Selection and Executive Appearance"* - D. Cook e S. Mobbs - 2019	somma delle deviazioni assolute dalla Phi-Mask	verifica della relazione tra attrattività e retribuzione	relazione positivamente significativa tra attrattività e retribuzione del CEO	tabella 2.6
		sondaggio tramite AMT per la percezione della competenza	verifica della relazione tra competenza percepita e retribuzione	relazione positivamente significativa tra competenza percepita e retribuzione del CEO	tabella 2.6
	"*Corporate Beauty Contest*" - J. Graham, C. Harvey e M. Puri - 2010	sondaggio su scala da 1 a 5	verifica della relazione fra retribuzione e comptenza, simpatia, attrattività, e intelligenza percepite	relazione positiva e significativa tra retribuzione e comptenza; relazione negativa con simpatia, relazione positiva con attrattività e affidabilità	tabella 2.7
MONDO ACCADEMICO - ECONOMIA	"*Do Looks Matter For Career In Economics?*" - G. Hale, T. Regev e Y. Rubinstein - 2021	sondaggio tramite ATM	verifica della relazione tra attrattività e ammissione/completamento del dottorato	relazione positivamente significativa tra attrattività e ammissione/completamento del dottorato	tabella 2.8
			verifica della relazione tra attrattività e il settore del primo lavoro post laurea	relazione positiva tra attrattività e primo lavoro accaddemico, pubblico e privato ma in misura più evidente per il settore privato	tabella 2.9
			verifica della relazione tra attrattività e il settore di lavoro nel tempo (circa 10 anni dopo la laurea)	relazione positiva e significativa tra attrattività e grado di lavoro nel tempo (circa 10 anni dopo la laurea)	tabella 2.10

Tabella 2.11 – tabella sinottica dei risultati presentati nel capitolo 2.

CAPITOLO 3

3.1 Performance

Come già anticipato nel capitolo precedente, il vantaggio dato dell'attrattività può essere attribuito allo stereotipo secondo cui "ciò che è bello è buono" e di conseguenza gli individui dotati di una particolare bellezza sarebbero percepiti come dotati di capacità migliori come maggiore competenza, simpatia, affidabilità e intelligenza.
La teoria della discriminazione basata sul gusto, suggerisce che investitori e/o clienti aziendali potrebbero sviluppare preferenze basate sull'avvenenza degli individui e dare loro trattamenti preferenziali (Gary S. Becker, 1957; Daniel S. Hamermesh e Jeff E. Biddle, 1998). Inoltre, la letteratura psicologica spiega come gli individui attraenti abbiano maggiori possibilità di sviluppare personalità più socialmente desiderabili, le quali potrebbero portare l'individuo a migliorare le prestazioni o la produttività lavorativa. Markus M. Mobius e Tanya S. Rosenblat (2006) mostrano che gli individui più attraenti sarebbero più sicuri di sé e avrebbero migliori capacità interpersonali di comunicazione e di negoziazione e potenzialmente potrebbero quindi sviluppare migliori relazioni di lavoro con i colleghi e con i clienti, creando una forma di capitale umano specifico dell'azienda che migliora la produttività e le prestazioni dell'azienda stessa (Gerard Pfann, M.M. Biddle, T.S. Hamermesh e Ciska M. Bosman, 2000).
Donald C. Hambrick e P. Mason nel 1984 hanno pubblicato un importante studio che contribuisce in maniera fondamentale alla Upper Echelons Tehory (UET), una teoria di gestione strategica d'azienda secondo cui le performance aziendali dipendano fortemente dal top management e che le abilità manageriali dei CEO siano un importante driver della performance aziendale.
Secondo Hambrick e Mason i risultati organizzativi sarebbero parzialmente predetti dalle caratteristiche e dal background manageriale dei top executive manager, cioè gli attributi del CEO e di coloro che fanno parte del top management risulterebbero fondamentali per predire le performance aziendali. In particolar modo i ricercatori fanno riferimento a come le variabili demografiche, l'istruzione del CEO, le caratteristiche personali del manager e la sua esperienza pregressa siano correlate alla redditività, alla crescita e alla sopravvivenza dell'azienda.
Timothy J. Quigley e Donald C. Hambrick (2014) definiscono inoltre "l'effetto CEO" come quella porzione di varianza della performance aziendale che può essere statisticamente

spiegata da fattori riguardanti le caratteristiche dell'amministratore delegato. Dopo aver testato dati che coprono 60 anni di storia Americana e più di 18.000 aziende/anno, hanno trovato che la proporzione della varianza della performance spiegata dai singoli CEO è aumentata sostanzialmente nel corso dei decenni. Stimano che l'effetto CEO sarebbe in grado di spiegare più del 33% del totale della varianza nella performance aziendale. Il "beauty premium", definito da D. Hamermesh e J. Biddle (1994) come la relazione positiva tra la bellezza fisica di un individuo e il suo successo nel mercato del lavoro, è ormai considerata verificata in quanto la sua esistenza è ben documentata. Tuttavia, è meno chiaro se l'aspetto di un viso attraente rifletta anche l'abilità del leader e, di conseguenza, è meno chiaro se al premio di bellezza ottenuto grazie all'aspetto percepito più gradevole da chi osserva corrispondano effettivamente buone performance aziendali. Il mondo della ricerca si divide in due fazioni poiché i risultati ottenuti tramite studi in tale ambito sono contrastanti, motivo per cui sono presenti sia forti sostenitori che oppositori per l'esistenza di una certa relazione tra l'aspetto del viso di un CEO e le sue effettive prestazioni.

3.1.1 Contrari

Molti i ricercatori che dubitano dell'esistenza di una qualsiasi relazione, positiva o negativa che sia, tra attrattività del CEO e performance aziendale. Alcuni di questi sostengono che la relazione tra bellezza del viso e selezione, in termini di assunzione, sia soltanto il risultato della percezione distorta dell'uomo e questa quindi non rappresenti un'inferenza accurata delle qualità di un leader.

Lo studio già citato di J. Stoker, H. Garretsen e L. Spreeuwers (2016) ha come obiettivo principale quello di testare la predizione delle performance aziendali a partire dal volto dei CEO. L'ipotesi nulla considerata è che i volti dei CEO a capo di aziende con buon performance siano simili ai volti dei CEO a capo di aziende con performance inferiori. A tal fine sono stati divisi i CEO in due gruppi in base a criteri di performance ricavati dal sito Fortune500: i ricavi totali, i profitti calcolati come % degli asset totali e i profitti calcolati come % dei ricavi totali.
Il primo gruppo creato, il gruppo "top" è composto dalle prime 100 aziende e i rispettivi amministratori delegati mentre rientrano nel secondo gruppo, il gruppo "bottom", le ultime 100 aziende con i rispettivi CEO. Il confronto è stato eseguito ancora una volta tramite il test di Mann-Whitney e i p-values riportati in tabella 3.1 mostrano che, per tutti i confronti tra

gruppo top e gruppo bottom per i diversi criteri di performance, il modello non è in grado di distinguere tra i volti degli amministratori delegati provenienti dalle due popolazioni diverse, il che implicherebbe che non si può rifiutare l'ipotesi che i rispettivi due gruppi di CEO abbiano volti simili.

CRITERI di PERFORMANCE	P-VALUE (Top vs Bottom)
tot. ricavi	p = 0.7354
profitti/tot.asset	p = 0.3378
profitti/tot.ricavi	p = 0.28

Tabella 3. 1 – risultati del test di Mann – Whitney per il confronto di CEO top vs CEO bottom

Seppur la previsione della selezione dei leader sarebbe in parte predetta dall'aspetto del viso, ciò non sembrerebbe essere necessariamente esplicativo sulla loro effettiva efficacia, contrariamente a quanto suggeriscono alcuni studiosi evoluzionisti. Questo risultato sarebbe coerente con la letteratura precedente sul "premio di bellezza" il quale suggerirebbe un premio salariale per la bellezza ma non troverebbe prove che giustifichino questo premio in termini di prestazioni. Inoltre sarebbero presenti varie prove a sostegno nella letteratura psicologica secondo cui le valutazioni basate sull'aspetto del viso non si tradurrebbero necessariamente in comportamenti corrispondenti. Avere un determinato tratto facciale non significa che un individuo mostrerà effettivamente un tratto caratteriale strettamente collegato, motivo per cui nello studio introdotto nel capitolo precedente, John R. Graham, Campbell R. Harvey e Manju Puri (2010), indagano se i CEO dall'aspetto competente siano effettivamente competenti e se gli attributi facciali siano correlati alla performance aziendale. Per fare ciò è stato regredito il rendimento delle attività (ROA) dell'azienda gestita dall'amministratore delegato sugli attributi presi in esame: competenza, attrattività, affidabilità e simpatia. Come variabili di controllo sono state incluse variabili per la dimensione dell'azienda, il settore e il rendimento delle attività del precedente CEO. In tale contesto, i risultati, riportati in tabella 3.2, sono quindi coerenti con quelli suggeriti dalla letteratura psicologica secondo cui le inferenze basate sul viso potrebbero essere fuorvianti. Infatti risulterebbe che i tratti del viso siano uniformemente non significativi, con stime prossime allo zero. Avere un determinato aspetto non significherebbe mostrare effettivamente un determinato tratto caratteriale e che quindi i tratti del viso influenzerebbero la selezione e la retribuzione ma non la prestazione. Anche in questo caso il "premio di bellezza" salariale non risulterebbe giustificato in termini di prestazioni aziendali poiché non emergerebbe alcuna evidenza che le imprese guidate da un CEO caratterizzato da un aspetto

percepito come maggiormente competente performino meglio e dunque che le caratteristiche del volto del CEO non consentirebbero di predire le performance finanziarie aziendali.

variabile dipendente: ROA					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
attrattività	-0.001				-0.002
	(0.004)				(0.004)
competenza		0.003			0.003
		(0.002)			(0.003)
simpatia			0.002		0.003
			(0.004)		(0.004)
affidabilità				0.001	-0.002
				(0.003)	(0.003)
ROA CEO prec.	0.093	0.094	0.093	0.093	0.093
	(0.099)	(0.100)	(0.100)	(0.100)	(0.100)
ln(sales)	0.011**	0.011**	0.011**	0.011**	0.011**
	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
dummy di settore	SI	SI	SI	SI	SI
R-squared	0.188	0.189	0.189	0.188	0.190
N. osservazioni	5389	5389	5389	5389	5389
N. CEO	95	95	95	95	95
N. intervistati	230	230	230	230	230

*Tabella 3. 2 - Regressioni del rendimento delle attività (ROA) dei CEO valutati sui tratti facciali e sulle variabili di controllo. Il ROA è stato calcolato come il rapporto tra il reddito netto e le attività totali (NI/AT in Compustat). Ln(sales) è una variabile che indica la dimensione dell'azienda ed è stato calcolato come il logaritmo delle vendite dell'azienda ("Net Sales" in Execucomp) per l'anno fiscale 2003. Per le aziende che non avevano informazioni sul ROA o sulle vendite nel 2003, sono state usate le informazioni del 2004 o del 2005. Tutti le regressioni includono anche le dummy di settore SIC a 1 cifra. ROA CEO prec. è il rendimento delle attività raggiunto dal precedente amministratore delegato dell'azienda nell'anno precedente all'assunzione dell'amministratore delegato in esame. Gli errori standard sono riportati fra parentesi sotto i coefficienti. *,**,*** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

3.1.2 Sostenitori

Al contrario, fra i sostenitori dell'esistenza di una relazione tra l'attrattività e le prestazioni aziendali si collocano gli psicologici evoluzionisti, questi sostengono che le caratteristiche fisiche sarebbero in un certo senso correlate all'efficienza e alla qualità del leader. Un risultato in linea con gli psicologici evoluzionisti, e quindi contrastante con quelli appena citati, è quello proveniente dallo studio *"The Face of Success"* condotto da Nicholas O. Rule e Nalini Ambady (2008). L'obiettivo di questo lavoro è quello di verificare se alle informazioni ricavabili dall'osservazione del viso di un leader possono essere associate le prestazioni di quest'ultimo. In questo caso, come campione per il test d'ipotesi gli studiosi hanno selezionato dall'elenco di aziende del 2006, ottenuto tramite il sito web Fortune500, le prime 25 aziende e le ultime 25 aziende in termini di performance. Dunque, a partire da questo sito è stato possibile ricavare informazioni sulle performance finanziarie aziendali, in

particolare sono stati presi in considerazione i ricavi e i profitti netti per l'anno fiscale su cui è basato l'elenco di Fortune500 del 2006, quindi l'anno fiscale in considerazione è il 2005. Tali informazioni, considerate come indicatori oggettivi per le prestazioni aziendali, sono state raccolte anche per l'anno fiscale precedente (2004) e il successivo (2006). Inoltre, il sito Fortune500 ha dato la possibilità ai ricercatori di ottenere gli indirizzi web delle società, dai quali sono state ricavate le fotografie rappresentanti gli amministratori delegati, fotografie che successivamente sono state standardizzate in modo da poterle meglio confrontare fra loro. Dopo la fase preliminare di raccolta dei dati, a 100 studenti universitari con età compresa fra i 18 e i 22 anni (65 donne, 35 uomini) sono stati sottoposti due sondaggi. A 50 studenti, dopo aver osservato la fotografia dell'amministratore delegato, è stato chiesto di esprimere un giudizio, su una scala da 1 a 7, basato sulla percezione dei tratti caratteriali di competenza, dominanza, simpatia, maturità e affidabilità. La restante parte degli studenti invece, ha dovuto valutare le capacità di leadership percepite dall'osservazione della fotografia del CEO (es. quanto successo potrebbe avere la persona in foto nel guidare un'azienda?), utilizzando sempre una scala a 7 punti. Anche per valutare l'attrattività è stato condotto un sondaggio, questa volta sottoposto ad un ulteriore gruppo di partecipanti composto da 34 persone, di cui 18 donne e 16 uomini.
Una volta terminati i sondaggi, per ogni CEO è stata calcolata la media dei punteggi relativi ai 5 attributi riguardanti le caratteristiche personali ed è stata condotta un'analisi delle componenti principali con rotazione vari-max dalla quale è stato possibile ricavare due fattori principali: "potenza" e "calore".
Nel fattore potenza rientrano gli attributi di competenza, dominanza e maturità, questi 3 tratti insieme spiegano il 47% della varianza totale. Mentre, il fattore calore include gli attributi di simpatia e affidabilità che spiegano un ulteriore 39% della varianza. Successivamente, per ogni CEO, sono stati calcolati i punteggi compositi per il fattore potenza e per il fattore calore facendo la media dei punteggi di ogni tratto appartenente a tale fattore. In tabella 3.3 sono riportate le correlazioni tra i risultati dei sondaggi, quindi i punteggi compositi di potere, calore e leadership, e le misure di performance aziendali, quindi ricavi e profitti netti. Sono state incluse anche le correlazioni con le variabili di controllo che in questo caso sono rappresentate da età, attrattività ed espressività emotiva (4 assistenti di ricerca hanno codificato ogni foto in base all'espressività emotiva percepita usando sempre una scala da 7 punti).

	ricavi aziendali	profitti aziendali	potenza composita	calore composito	leadership	età	espressività emotiva	attrattività
ricavi aziendali		0.73***	0.16	-0.12	0.28			
profitti aziendali	0.71***		0.36**	-0.14	0.30*			
potenza composita	0.17	0.34**		-0.25	-0.08			
calore composito	0.01	-0.09	-0.05		-0.07			
leadership	0.25	0.24	-0.26	0.11				
età	0.04	0.14	0.56**	0.12	-0.28			
espressività emotiva	0.07	0.06	-0.09	0.49**	0.42**	0.02		
attrattività	0.13	-0.08	0.15	0.34**	-0.04	-0.12	-0.09	

*Tabella 3. 3 - Correlazioni tra le valutazioni degli intervistati sugli attributi di personalità e le misure delle performance finanziarie dell'azienda. I valori al di sopra della diagonale principale sono correlazioni parziali che controllano le covariate (età, affetto e attrattività). I valori al di sotto della diagonale principale sono correlazioni semplici. *,**,*** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 5%, 2.5% e 1%.*

Dalle correlazioni si evince che le valutazioni riguardanti la potenza risulterebbero significativamente correlate ai profitti aziendali con un p-value inferiore al 2,5% mentre una correlazione più debole risulterebbe fra le capacità di leadership percepite e i profitti aziendali (p-value < 5%). Tuttavia, potere e leadership non sembrerebbero correlati tra loro ad un livello significativo. Questi risultati, secondo Rule e Ambday, sono particolarmente sorprendenti in quanto tutti gli amministratori selezionati per questo studio hanno molte caratteristiche in comune: tutti gli amministratori delegati sono maschi, all'incirca della stessa età e caucasici all'apparenza. Tuttavia, i CEO di aziende di maggior successo rispetto a quelle di minor successo risulterebbero ben distinti attraverso giudizi basati solo sulla percezione dell'aspetto del loro volto. Questi risultati suggerirebbero quindi che le percezioni dell'aspetto potrebbero fornire valutazioni accurate pur non avendo conoscenza ed informazioni personali del soggetto in esame. Dunque, Rule e Ambady in accordo con gli psicologi evoluzionisti concludono che, le caratteristiche del visto del CEO risulterebbero essere correlate alla efficacia del CEO e di conseguenza alla performance aziendale. Un ulteriore studio in tale ambito è quello condotto da Elaine M. Wong, Margaret E. Ormiston e Michael P. Haselhuhn, "*A Face Only an Investor Could Love: CEOs' Facial Structure Predicts Their Firms' Financial Performance"* del 2011. In questo caso i ricercatori hanno focalizzato la loro attenzione sul rapporto larghezza/altezza del viso (fWHR) e, come detto in precedenza, ad un maggior valore di fWHR, tipico degli uomini, sarebbe associato un comportamento più aggressivo al quale spesso è correlato un sentimento di potere, queste due caratteristiche congiuntamente sono state associate ad una leadership efficace e ad un maggiore successo organizzativo (Galinsky et al., 2008). Wong, Ormiston e Haselhuhn ipotizzano quindi che le aziende guidate da CEO uomini con un

fWHR maggiore sarebbero in grado di ottenere prestazioni superiori.
Il campione utilizzato per testare tale ipotesi comprende 55 aziende, appartenenti a vari settori, quotate in borsa e presenti su Fortune500 con i relativi CEO. Come già anticipato, l'fWHR è un tratto sessualmente dimorfico, ragion per cui il campione è composto unicamente da amministratori delegati uomini.
Come indicatore di performance aziendale è stato utilizzato il ROA ottenuto come la media del ROA degli anni fiscali 2003 e del 2004, ai quali precedentemente è stata sottratta la media del settore, in modo tale da tenere conto degli effetti dei settori differenti.
Come variabili di controllo invece sono state incluse l'età del CEO, le prestazioni finanziari passate (ROA medio aggiustato per il settore fra il 1996 e il 2002) e le dimensioni dell'azienda che in questo caso sono rappresentate del logaritmo del numero medio di dipendenti dell'azienda tra il 1996 e il 2002.

Inoltre, come già noto i risultati aziendali non dipendono solo dal CEO ma molto spesso il potere decisionale è anche del Top Management Team (TMT) composto dal CEO e dai dirigenti senior ed è fondamentale definire il grado di complessità cognitiva del team per le prestazioni organizzative (Peterson et al., 1998). La complessità cognitiva fa riferimento al grado, che può essere semplice o complesso, in cui gli individui ed i team costruiscono il loro modo multidimensionale di interagire (J. Bieri, 1955). I team con una complessità cognitiva più elevata risultano contraddistinti da gradi di differenziazione più elevati e questo potrebbe favorire un processo decisionale più flessibile in cui sono valutati più punti di vista. Al contrario, i team cognitivamente più semplici tendono ad avere un processo decisionale più rigido in quanto assumono una visione del problema più chiusa, o è bianco e è nero (Hermann, 1999). I risultati ottenuti in seguito alle regressioni delle prestazioni aziendali, della complessità del TMT e del loro termine di interazione sono mostrati in tabella 3.4. In particolare, nel modello di base in colonna 1 la regressione è stata effettuata solo sul primo set di variabili che includono il controllo su età del CEO, dimensione dell'azienda e le performance finanziare dei CEO precedenti. Secondo i dati ottenuti, le variabili di controllo in questo modello spiegherebbero circa il 33% della varianza totale della performance finanziaria. Nel modello in colonna 2, è stata testata la congettura secondo cui le aziende guidate da un CEO con un indice fWHR elevato avrebbero un livello di performance finanziaria superiore rispetto alle aziende guidate da un amministratore delegato con un fWHR inferiore, tenendo conto della complessità cognitiva del TMT. I risultati ottenuti sembrerebbero sostenere tale ipotesi infatti mostrerebbero che il fWHR dei

CEO risulterebbe essere positivamente correlato alla prestazione finanziaria d'azienda e ciò non permetterebbe di rifiutare l'ipotesi nulla. L'introduzione di questo ulteriore controllo spiegherebbe un ulteriore 7% della varianza totale nella performance finanziaria delle aziende, per un R^2 complessivo del 40%. In fine, nel modello 3, prendendo in considerazione l'interazione con la complessità cognitiva del TMT, per testare l'ipotesi dell'effetto moderazione della complessità cognitiva dei team nella relazione tra l'indice fWHR del CEO e la performance finanziaria dell'azienda, risulterebbe che nelle aziende in cui il TMT ha una complessità cognitiva inferiore, la relazione fra fWHR e performance sarebbe più forte. I risultati mostrano infatti che l'interazione tra il fWHR e la complessità cognitiva dei TMT sarebbe significativa e spiegherebbe un'ulteriore 5% della varianza, per un R^2 complessivo del 45%. Quindi, una elevata complessità del TMT potrebbe essere funzionale nel moderare la relazione tra l'fWHR e le prestazioni aziendali come si può facilmente osservare in Figura 3.1. Ciò confermerebbe una correlazione positiva fra la performance finanziaria e il fWHR degli amministratori delegati nelle aziende con TMT a bassa complessità cognitiva, mentre la performance finanziaria delle aziende non risulterebbe correlata al fWHR dei CEO nelle aziende con TMT ad alta complessità cognitiva.

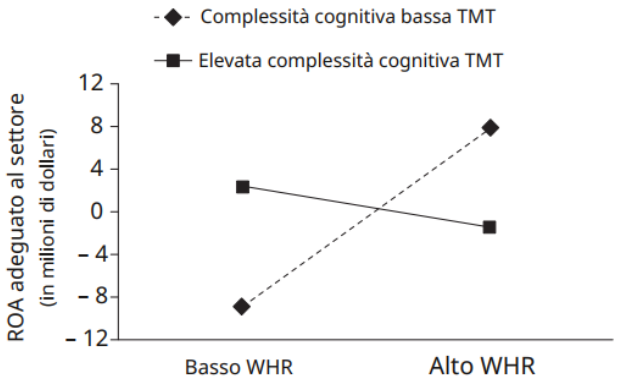

Figura 3.1 - Ritorno sugli asset (ROA) aggiustato per settore in funzione della complessità cognitiva del top management team (TMT) delle aziende e del fWHR (rapporto larghezza/altezza del viso) dei CEO. Le pendenze illustrate in questo grafico sono state calcolate utilizzando il valore minimo (basso) e massimo (alto) per la complessità cognitiva e il fWHR del CEO.

variabile dipendente: ROA	modello (1)	modello (2)	modello (3)
ln (età CEO)	-0.23	1.30	3.34
	(5.02)	(4.90)	(4.86)
ln (num. dipendenti)	-0.11	-0.16	-0.55
	(0.69)	(0.66)	(0.67)
ROA CEO prec.	0.52**	0.54**	0.52**
	(0.11)	(0.10)	(0.10)
CEO fWHR		9.92*	96.86*
		(4.16)	(43.28)
complessità cognitiva TMT		6.15	272.39*
		(11.43)	(132.42)
fWHR x complessità cognitiva TMT			-138.83*
			(68.81)
R-squared complessivo	0.33	0.40	0.45
R-squared aggiustato	0.29	0.34	0.38

Tabella 3.4 - analisi di regressione di predizione della performance finanziaria delle imprese. La variabile dipendente è il ROA, ln (età) controlla l'età del CEO; ln (num. dipendenti) misura la dimensione dell'impresa; ROA CEO prec. misura le performance finanziarie passate; CEO fWHR controlla il rapporto larghezza/altezza del viso. La tabella mostra i coefficienti di regressione non standardizzati e gli errori standard sono indicati tra parentesi. * e ** indicano rispettivamente un livello di significatività del 5% e dell'1%.

3.2 Mondo accademico - Economia

Per ciò che riguarda il mondo accademico, i principali indicatori della performance di ricerca per il mondo accademico economico sono le pubblicazioni e le citazioni, infatti è sulla qualità delle pubblicazioni che gli economisti ricevono valutazioni e da queste valutazioni dipende la loro eventuale promozione. Dunque, ciò che può essere esaminato è l'impatto dell'avvenenza sulla produttività effettiva del ricercatore.
In tabella 3.5 sono riportati i risultati della seconda fase dello studio condotto da Hale, Regev e Rubinstein, in particolare la regressione effettuata ha come variabile dipendente i decili del numero di citazioni e le variabili incluse controllano il punteggio di attrattività, le caratteristiche della fotografia utilizzata (professionale, sorridente e large), il totale delle pubblicazioni e la qualità dell'istituto di dottorato e del primo lavoro svolto dal ricercatore. Da questi emerge che l'attrattività non influenzerebbe il totale delle pubblicazioni, tuttavia risulta che l'attrattività potrebbe essere in grado di predire il successo delle pubblicazioni, misurato dal numero di citazioni per pubblicazione. In colonna 1 risulta che gli istituti migliori sarebbero associati ad un numero maggiore di citazioni mentre le colonne 2 e 3 mostrano come il numero totale di citazioni sarebbe previsto dall'attrattività,

indipendentemente dal controllo della qualità delle fotografie. Quindi l'attrattività non sarebbe associata al numero di pubblicazioni ma nella colonna 4, in cui come variabile di controllo ulteriore è stato incluso il numero totale di pubblicazioni, risulta un effetto di attrattività molto forte e ciò implicherebbe che le citazioni medie per articolo sono significativamente più elevate per gli individui considerati maggiormente attraenti. In conclusione, l'attrattività nel mondo accademico non sarebbe in grado di predire lo sforzo nella produttività, ovvero la bellezza del viso non risulterebbe associata al numero totale di pubblicazioni del ricercatore ma invece, risulterebbe influenzante per il numero di citazioni medie per pubblicazione, cioè per il loro successo.

variabile dipendente: decili del numero di citazioni				
	(1)	(2)	(3)	(4)
attrattività		2.636*	2.832*	4.661***
		(1.445)	(1.559)	(2.627)
grado istituto PhD	0.950***	0.950***	0.951***	0.953***
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.008)
grado primo lavoro	0.997***	0.997***	0.997***	0.997***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
foto professionale			1.140	1.099
			(0.137)	(0.133)
foto sorridente			0.738	0.836
			(0.192)	(0.218)
foto large			1.213	1.090
			(0.596)	(0.551)
tot. pubblicazioni				1.020***
				(0.002)
N. osservazioni	354	354	354	354
pseudo R-squared	0.068	0.069	0.071	0.153

*Tabella 3.5 – Regressione order logit: effetto dell'attrattiva sul numero di citazioni. La variabile dipendente sono i decili del numero di citazioni. Le dummies di coorte (anno di laurea) sono incluse in tutte le regressioni ma non riportate. I coefficienti sono riportati in forma esponenziale con 1 che indica nessun effetto. Gli errori standard sono riportati tra parentesi. *,**,*** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

3.3 Caso studio – effetto Warren Harding

Pur tenendo a mente la differenza fra il processo di elezione del CEO e il processo di elezione del Presidente degli Stati Uniti d'America, la storia suggerirebbe che l'aspetto del viso di un politico influisca in modo significativo su le decisioni di voto, in modo inconscio. La storia del 29º presidente degli Stati Uniti, raccontata da Malcolm Gladwell nel libro "In un batter di ciglia" del 2014, è un esempio concreto di quanto la bellezza riesca a condizionare la

percezione che si ha dell'individuo.
Warren Harding viene definito dalla stragrande maggioranza degli storici come il peggior presidente degli USA, Gladwell afferma che l'elezione di Harding sia dovuta solo grazie al suo fascino attraente il quale suggerirebbe agli elettori l'attribuzione di caratteristiche positive.

L'effetto Warren Harding è un errore di pensiero che commette tipicamente l'uomo e fa riferimento a come la vista di una persona dall'aspetto fisico attraente condizioni la percezione di questa. In particolare si collegherebbero direttamente bellezza e bravura. Gladwell riporta la sua teoria su quanto riguarda il "thin-slicing", cioè la capacità dell'uomo di giudicare rapidamente ed inconsciamente attraverso l'intuito basandosi su pochissime informazioni. Lo scrittore afferma che le decisioni rapide ed intuitive potrebbero risultare affidabili tanto quanto le decisioni prese con a disposizione un maggior lasso di tempo e una mole di informazioni maggiore. L'autore riporta vari esempi a sostegno della sua tesi ma esplora anche il lato negativo citando l'esempio di Warren Harding. Questo "lato oscuro" dei giudizi rapidi emergerebbe quando ad entrare in gioco sono gli stereotipi e i pregiudizi. La percezione della qualità di un leader è soggetta a tali pregiudizi, detti errore di pensiero, quando l'unica informazione disponibile è la fotografia del volto dell'individuo in esame.

Di seguito è riportata la tabella 3.6 che riassume i principali risultati presentati nel capitolo corrente:

		RICERCA	METODO VALUTAZIONE ATTRATTIVITA'	IPOTESI	ESITO	REFERENCE
PERFORMANCE	CONTRARI	"*The Facial Appearance of CEOs: Faces Signal Selection but Not Performance*" – J. Stoker, H. Garretsen e L. Spreeuwers - 2016	calcolo del logaritmo del likelihood ratio per ogni fotografia: se LLR > T allora l'immagine raffigura un CEO	i volti dei CEO di aziende con buon performance e i volti dei CEO di aziende con basse performance sono simili	ipotesi non rifiutata: i due gruppi di CEO risultano avere volti simili	tabella 3.1
		"*Corporate Beauty Contest*"– J. Graham, C. Harvey e M. Puri - 2010	sondaggio su scala da 1 a 5	verifica della relazione tra l'aspetto del CEO e gli attributi percepiti (competenza, attrattività, affidabilità e simpatia) e performance aziendale	gli attributi percepiti dall'osservazione del viso del CEO (competenza, attrattività, affidabilità e simpatia) non risultano correlati alle performance finanziarie	tabella 3.2
	SOSTENITORI	"*The Face of Success*" - N. Rule e N. Ambady - 2008	sondaggio su scala da 1 a 7	verifica delle correlazioni tra la percezione di attrattività, competenza, dominanza, simpatia, maturità, affidabilità, capacità di leadership e le performance aziendali	le caratteristiche percepite risulterebbero essere correlate all'efficacia del CEO e quindi alla performance aziendale, è possiibile disinguere i CEO di aziende con buone performance	tabella 3.3
		"*A Face Only an Investor Could Love: CEOs' Facial Structure Predicts Their Firms' Financial Performance*" - E. Wong, M. Ormiston e M. Haselhuhn - 2011	fWHR	le aziende guidate da CEO uomini con un fWHR maggiore sarebbero in grado di ottenere prestazioni superiori	il fWHR dei CEO risulterebbe essere positivamente correlato alla prestazione finanziaria d'azienda	tabella 3.4
				la complessita cognitiva del TMT modera la relazione tra fWHR del CEO e le performance finanziarie	TMT a bassa complessità cognitiva: correlazione positiva fra performance finanziaria e il fWHR del CEO; TMT ad alta complessità cognitiva: nessuna correlazione tra performance finanziaria e fWHR dei CEO	tabella 3.4 + figura 3.1
MONDO ACCADEMICO - ECONOMIA		"*Do Looks Matter for Career in Economics?*" – G. Hale, T. Regev e Y. Rubinstein - 2021	sondaggio tramite ATM	verifica dell'effetto dell'attrattività sulla produttività del ricercatore (numero pubblicazioni)	ipotesi rifiutata: l'attrattività non influenzerebbe il totale delle pubblicazioni	tabella 3.5
				verifica dell'attrattività sul successo delle pubblicazioni (numero citazioni)	ipotesi non rifiutata: relazioni positivamente significativa tra attrattività e numero di citazioni	tabella 3.5

Tabella 3.6 – tabella sinottica dei risultati presentati nel capitolo 3

CAPITOLO 4

4.1 Valore dell'azienda

Come anticipato, l'amministratore delegato e il top management sono i principali responsabili delle performance aziendali, da loro quindi dipende anche il benessere di gran parte degli stakeholder esterni all'azienda come azionisti, clienti e finanziatori. Un indicatore di fondamentale rilevanza per l'impresa, derivante dalle prestazioni lavorative del top management e dei dipendenti, è il valore dell'azienda.
Come già analizzato nei capitoli precedenti, sembrerebbe che sia l'attrattività stessa ad avere un valore economico, infatti tramite l'aspetto fisico risulterebbe possibile per un individuo trasmettere informazioni sulla capacità di leadership e di comunicazione, capacità indispensabili per un amministratore delegato. Ma in che modo gli attributi fisici dei CEO potrebbero influenzare la valutazione dell'azienda?
Per rispondere a tale domanda, Joseph T. Halford e Hung-Chia S. Hsu hanno condotto nel 2020 lo studio *"Beauty is wealth: CEO attractiveness and firm value"* con l'obiettivo di analizzare l'effetto che provocherebbe l'avvenenza di un amministratore delegato sul valore dell'impresa di cui fa capo.
Per questo studio, è stato formato un campione iniziale composto da 667 amministratori delegati e per ognuno di questi sono state controllate varie caratteristiche tra cui ad esempio età, genere (donna), razza (non-bianco), overconfidence (OC67), fWHR, istruzione (Ivy e MBA), durata della carica (mandato) etc. Per valutare l'attrattività degli individui invece, è stato utilizzato l'indice di attrattività facciale FAI, un indice geometrico di misura facciale ottenuto tramite la piattaforma web Anaface.com. Per maggiore robustezza dei risultati, tale valutazione è stata ripetuta 6 volte per ogni componente del campione e, come punteggio finale del FAI, è stata considerata la media dei 6 risultati ottenuti in ciascuna ripetizione. In aggiunta sono state introdotte altre variabili di controllo per l'analisi delle immagini, infatti sono presenti variabili che catturano se nell'immagine il CEO rappresentato è sorridente, è calvo, indossa gli occhiali, se l'immagine ha una qualità professionale e se è a colori. Mentre come indicatore della valutazione dell'impresa, i ricercatori hanno preso in considerazione i rendimenti anomali cumulativi (CAR) intorno a determinati eventi (le informazioni riguardanti i rendimenti azionari sono state raccolte da CRSP).
Inoltre, per tutti i seguenti test sono state introdotte diverse variabili di controllo come la dimensione dell'impresa misurata tramite il logaritmo degli assets, l'opportunità di crescita

delle imprese misurata tramite il market-to-book ratio (MTB) e la leva finanziaria definita come il rapporto tra passività totali e attività totali, tutti dati contabili ottenuti attraverso COMPUSTAT.

In prima istanza, è stata valutata l'entità della relazione tra FAI e rendimenti azionari anomali relativi alle date di annuncio di assunzione del CEO, questo specifico evento è stato scelto dagli studiosi in quanto sarebbe in grado di fornire informazioni riguardanti l'iniziale reazione dei mercati azionari all'attrattività dei CEO. I risultati ottenuti dall'analisi di regressione svolta su un campione finale composto da 486 annunci di lavoro tra il 1985 e il 2012, relativi a 485 CEO e a 287 aziende sono riportati in tabella 4.1. I dati mostrano che l'attrattività del CEO avrebbe un impatto statisticamente significativo sui rendimenti azionari relativi alle date di annuncio di lavoro del CEO, con un coefficiente stimato positivo. Per valutare la robustezza dell'effetto dell'attrattività sono state considerate più finestre temporali in giorni per lo stesso evento, ad esempio in colonna 3, ovvero per la finestra temporale che comprende i 5 giorni precedenti e i 5 giorni successivi all'annuncio, questo effetto risulterebbe essere economicamente significativo: un incremento del 10% del punteggio FAI provocherebbe un aumento dell'1,27% dei rendimenti azionari. Se la finestra temporale considerata è addirittura più ampia, come ad esempio in colonna 5 (-5 giorni, + 60 giorni), la relazione aumenterebbe e, ad un incremento del 10% del FAI, corrisponderebbe un aumento dei rendimenti azionari del 2,47%. È inoltre interessante notare il risultato riguardante il caso di amministratori delegati assunti internamente, ovvero selezionati da un pool di candidati già interni all'azienda, in tal caso a questi sono associati rendimenti azionari peggiori.
Analisi analoga è stata effettuata da D. Cook e S. Mobbs durante la loro ricerca del 2019, in particolare si testa come gli azionisti reagirebbero alla nomina di un nuovo amministratore delegato, analizzando i rendimenti anomali cumulativi (CAR) a 3 giorni dall'annuncio. I ricercatori riportano, come è possibile osservare in figura 4.1, l'andamento della media e della mediana dei CAR per ogni decile della misura delle deviazioni dalla Phi-mask. Il grafico mostra una relazione decrescente dei CAR all'aumentare delle deviazioni, corrispondente quindi ad una diminuzione dei rendimenti al diminuire dell'attrattività. Infatti al decile più basso delle deviazioni dalla maschera (maggiore attrattività) risulta il CAR più elevato mentre al decile più alto delle deviazioni dalla maschera (minore attrattività) corrisponde il CAR più basso.

Variabile dipendente: CAR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	finestra temporale dall'evento (-giorni , +giorni)				
	(-2,2)	(-3,3)	(-5,5)	(-5,30)	(-5,60)
log (FAI)	0.079**	0.097**	0.127***	0.171**	0.247***
	(2.099)	(2.413)	(2.845)	(2.426)	(2.693)
log (assets)	0.001	0.002	0.000	-0.001	-0.003
	(0.432)	(0.531)	(0.024)	(-0.182)	(-0.391)
MTB	-0.000	-0.001*	-0.001*	-0.002***	-0.002*
	(-0.513)	(-1.778)	(-1.812)	(-2.678)	(-1.915)
leva finanziaria	-0.012	-0.007	0.008	0.052	0.155**
	(-0.759)	(-0.416)	(0.412)	(1.464)	(2.341)
donna	-0.000	-0.005	-0.001	0.042	0.012
	(-0.016)	(-0.259)	(-0.054)	(1.204)	(0.198)
età	0.000	0.000	0.000	-0.001	-0.003
	(0.131)	(0.492)	(0.353)	(-0.941)	(-1.565)
mandato (mesi)	0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000
	(1.219)	(1.011)	(0.544)	(-0.293)	(-0.845)
OC67	-0.007	-0.008	-0.013	0.068**	0.112**
	(-0.412)	(-0.493)	(-0.706)	(2.217)	(2.280)
fWHR	0.016	0.027	0.031	-0.026	-0.034
	(0.835)	(1.267)	(1.347)	(-0.589)	(-0.511)
Ivy dummy	0.001	0.001	0.007	-0.021	-0.017
	(0.127)	(0.086)	(0.668)	(-1.310)	(-0.671)
MBA dummy	-0.000	-0.002	-0.007	-0.002	-0.004
	(-0.041)	(-0.228)	(-0.770)	(-0.110)	(-0.204)
sorridente	-0.003	-0.002	0.002	0.009	0.015
	(-0.343)	(-0.195)	(0.257)	(0.512)	(0.587)
calvo	-0.005	-0.004	-0.004	-0.006	-0.009
	(-1.598)	(-1.137)	(-1.077)	(-0.956)	(-1.019)
occhiali	-0.012*	-0.012*	-0.010	-0.020	-0.019
	(-1.954)	(-1.688)	(-1.188)	(-1.340)	(-0.844)
foto professionale	0.011	0.009	0.014	0.023	-0.009
	(0.821)	(0.604)	(0.773)	(0.832)	(-0.190)
foto a colori	-0.013	-0.015	-0.012	-0.059	-0.059
	(-0.606)	(-0.589)	(-0.443)	(-1.435)	(-1.238)
non-bianco	0.003	-0.006	-0.010	0.010	-0.016
	(0.097)	(-0.233)	(-0.376)	(0.195)	(-0.239)
interno	-0.036	-0.046*	-0.054**	-0.089***	-0.040
	(-1.543)	(-1.708)	(-2.053)	(-2.608)	(-1.055)
razziato	-0.009	-0.015	-0.015	-0.024	0.039
	(-0.384)	(-0.543)	(-0.537)	(-0.684)	(0.944)
costretto	-0.005	-0.009	-0.005	-0.004	0.032
	(-0.413)	(-0.770)	(-0.344)	(-0.182)	(0.930)
maratona	0.005	-0.004	0.001	-0.030	-0.029
	(0.414)	(-0.299)	(0.103)	(-1.189)	(-0.922)
presidente	0.004	-0.002	-0.003	0.010	0.012
	(0.453)	(-0.256)	(-0.270)	(0.689)	(0.517)
effetti fissi di settore	SI	SI	SI	SI	SI
SE clustered (impresa)	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	486	486	486	486	486
R-squared	0.153	0.145	0.156	0.183	0.184

*Tabella 4. 1 - analisi di regressione dei rendimenti anomali cumulativi (rispetto al modello di mercato) intorno agli annunci di lavoro dei CEO sul logaritmo naturale del FAI, sono state considerate diverse finestre temporali a partire dalla data dell'evento (-giorni,+giorni). Per effettuare il test sono state controllate le seguenti variabili: se il CEO ha frequentato un'università della Ivy League (Ivy); se il CEO possiede un Master in Business Administration (MBA); se l'assunzione del CEO è interna (interno); se il CEO entrante è stato selezionato da un'altra azienda (razziato);se il CEO precedente è stato costretto a lasciare la posizione (costretto); se esiste un vuoto nella successione del CEO, noto come una successione maratona (maratona); se il CEO ricopre anche il ruolo di presidente del CdA (presidente). Le restanti variabili di controllo sono descritte nel paragrafo precedente. L'industria è definita come codici SIC a due cifre. Gli errori standard sono robusti all'eteroschedasticità e alla correlazione all'interno dell'impresa (SE clustered). Tra parantesi sono riportate le statistiche t. ***, **, e * indicano rispettivamente la significatività statistica ai livelli dell'1%, 5% e 10%.*

Tuttavia, la relazione non risulterebbe essere monotona decrescente, come si può notare al settimo decile delle deviazioni dalla phi-mask è associato un rendimento anomalo cumulativo a 3 giorni positivo e maggiore rispetto al decile precedente.

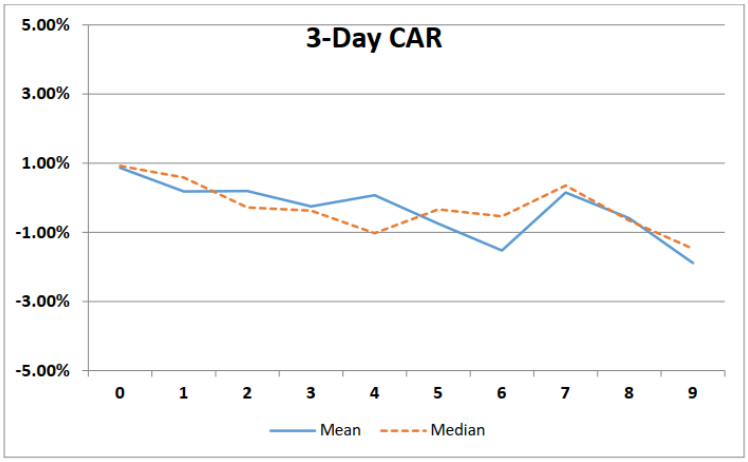

Figura 4. 1 – andamento della media e della mediana degli andamenti anomali cumulativi (CAR) a 3 giorni dall'annuncio della nomina di un nuovo CEO sui decili delle deviazioni dalla phi-mask del nuovo CEO.

Halford e Hsu tentano di giustificare il motivo per cui i mercati azionari risulterebbero reagire positivamente a CEO considerati più attraenti e hanno fornito due ipotesi che potrebbero anche coesistere fra loro: ipotesi della percezione positiva e ipotesi della rivelazione della produttività.

Nel caso di ipotesi della percezione positiva, è stato ipotizzato che gli individui più attraenti, in tale contesto i CEO, potrebbero far scaturire impressioni positive ai finanziatori/azionisti, con conseguenti rendimenti azionari migliori. Infatti, come già anticipato, gli individui più attraenti potrebbero essere percepiti come dotati di determinate capacità desiderabili anche se in realtà potrebbe non essere vero (Mobius e Rosenblat, 2008). Inoltre, come suggerisce la teoria della percezione basata sul gusto, potrebbero svilupparsi nei confronti di individui maggiormente attraenti delle preferenze basate sul gusto e riservare a loro trattamenti preferenziali (Becker, 1957; Biddle e Hamermesh, 1998). Per testare questa ipotesi, ovvero se gli investitori potrebbero in qualche modo percepire i CEO più attraenti come maggiormente capaci e sviluppare preferenze fondate sul gusto rispetto ad altri CEO considerati meno attraenti, Halford e Hsu, valutano la differenza nella reazione dei rendimenti azionari al momento degli annunci riguardanti le notizie sugli utili. Il campione utilizzato comprende 122 date di notizie degli annunci di utile con le immagini dei CEO in un arco temporale fra il 2000 e il 2012, mentre è stato creato un ulteriore

campione per gli annunci che non riportano l'immagine del CEO, in modo tale da ridurre al minimo gli effetti derivanti dalle caratteristiche non osservabili del CEO. Oltre alle variabili di controllo generali già introdotte, sono state incluse ulteriori variabili specifiche, in particolare la variabile UE mira a controllare gli utili inattesi definiti come la differenza tra gli utili effettivi e quelli stimati per azione. Infatti, è probabile che gli effetti positivi dell'attrattività del CEO che circondano le notizie sugli utili riflettano gli "earning surprise", piuttosto che l'attrattiva del CEO. Per earning surprise si fa riferimento a quella situazione in cui una società riporta cifre che sono considerevolmente diverse dalle stime. Inoltre, è stata controllata anche la volatilità del rendimento azionario (volatilità) per garantire che gli effetti derivanti dell'attrattiva dei CEO non siano guidati dai rischi aziendali (i dati sugli utili inattesi provengono dal database I/B/E/S mentre i dati sulla volatilità dei rendimenti azionari provengono dal CRSP). Dai risultati riportati in tabella 4.2, emerge che la relazione tra i rendimenti azionari e l'indice FAI sarebbe positiva e statisticamente significativa in alcuni intervalli temporali che circondano la data dell'annuncio degli utili con l'immagine del CEO (colonne da 2 a 5). Risulterebbe invece non significativa in qualsiasi arco temporale considerato, la relazione tra rendimenti azionari e l'indice FAI per quegli annunci privi dell'immagine del CEO. Inoltre, per controllare che il campione di notizie sugli utili con le immagini del CEO sia confrontabile con il campione di controllo che, al contrario, non riporta le immagini dei CEO, è stata effettuata una regressione logistica i cui risultati sono riportati in colonna 11. I risultati non mostrerebbero alcuna differenza significativa per l'indice FAI tra i due campioni, ciò garantirebbe che i risultati delle colonne precedenti non siano guidati da differenze osservabili nelle caratteristiche dell'azienda, del CEO, della foto del CEO e dell'annuncio degli utili tra i due campioni.
Nel complesso, quindi, i risultati supporterebbero l'ipotesi della percezione positiva, poiché emergerebbe che l'attrattività del CEO influenzerebbe positivamente e significativamente i rendimenti azionari intorno alle notizie di annuncio degli utili con l'immagine raffigurante l'amministratore delegato e non produrrebbe effetti significativi sui rendimenti azionari intorno alle notizie di annuncio degli utili senza l'immagine del CEO.

Per quanto riguarda invece la seconda ipotesi, l'ipotesi della rivelazione della produttività, questa postula che gli individui più attraenti potrebbero possedere personalità o capacità che migliorerebbero la produttività o le performance lavorative. In questo caso, le capacità prese in considerazione e che potrebbero rendere le performance lavorative migliori, sono le

Variabile dipendente: CAR	notizie di annunci utili con immagine del CEO					notizie di annunci utili senza immagine del CEO					immagine=1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	finestra temporale dall'evento (-giorni , +giorni)										
	(0,0)	(-1,1)	(-2,2)	(-3,3)	(-5,5)	(0,0)	(-1,1)	(-2,2)	(-3,3)	(-5,5)	
log (FAI)	0.055	0.202**	0.219*	0.220*	0.210*	-0.004	-0.002	-0.029	0.013	0.016	0.829
	(0.626)	(2-010)	(1.808)	(1.975)	(1.799)	(−0.045)	(−0.019)	(−0.299)	(0.136)	(0.126)	(0.535)
log (assets)	0.011	0.015	0.017	0.015	0.017	0.000	-0.003	-0.003	-0.004	0.002	0.126
	(1.524)	(0.991)	(0.967)	(0.901)	(0.997)	(0.082)	(-0.540)	(-0.524)	(-0.580)	(0.241)	-1.075
MTB	0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000	0.004	0.005	0.000	-0.002	-0.004	0.044
	(0.623)	(−0.004)	(−0.136)	(0.056)	(0.163)	(1.167)	(1.159)	(0.037)	(−0.334)	(−0.717)	(1.500)
leva finanziria	-0.034	-0.012	0.000	0.011	0.005	0.007	-0.014	-0.014	-0.017	0.039	0.003
	(-0.509)	(-0.137)	(0.000)	(0.115)	(0.044)	(0.266)	(-0.412)	(-0.390)	(-0.551)	(0.984)	(0.004)
donna	-0.029	-0.067	-0.068	-0.056	-0.076	-0.039	-0.051	-0.031	-0.043	-0.033	-0.702
	(-0.699)	(-1.110)	(-0.956)	(-0.798)	(-0.994)	(-1.235)	(-1.328)	(-0.885)	(-1.336)	(-0.906)	(-0.865)
età	-0.000	-0.002	-0.002	-0.002	-0.001	0.003*	0.002	0.002	0.001	0.003	0.017
	(-0.246)	(-0.747)	(-0.727)	(-0.865)	(-0.572)	(1.688)	(1.333)	(0.855)	(0.456)	(1.134)	(0.745)
mandato (mesi)	0.000	-0.000	0.000	0.000	-0.000	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000*	-0.002
	(0.224)	(-0.101)	(0.246)	(0.113)	(-0.329)	(0.348)	(-0.379)	(-0.749)	(-1.463)	(-1.687)	(-1.152)
OC67	0.026	-0.012	-0.023	-0.005	-0.011	-0.033	-0.023	0.018	0.088*	0.043	0.358
	(0.845)	(-0.189)	(-0.285)	(-0.056)	(-0.127)	(-1.042)	(-0.429)	(0.328)	(1.756)	(0.740)	(0.500)
fWHR	-0.028	-0.026	-0.030	-0.022	0.017	-0.018	0.001	0.019	0.070	0.065	0.311
	(-0.736)	(-0.439)	(-0.471)	(-0.340)	(0.265)	(-0.377)	(0.021)	(0.371)	(1.366)	(1.046)	(0.349)
Ivy	0.033	0.029	0.019	0.012	0.028	-0.002	0.003	0.004	0.008	-0.012	-0.080
	(1.234)	(0.875)	(0.472)	(0.298)	(0.669)	(-0.113)	(0.117)	(0.190)	(0.385)	(-0.508)	(-0.218)
MBA	-0.005	-0.020	-0.017	-0.022	-0.025	-0.012	-0.013	-0.002	-0.003	-0.017	-0.144
	(-0.405)	(-1.348)	(-1.000)	(-1.263)	(-1.338)	(-0.725)	(-0.738)	(-0.150)	(-0.203)	(-0.842)	(-0.427)
sorridente	0.039**	0.037	0.041	0.042	0.040	0.028	-0.000	-0.013	-0.029	-0.026	0.210
	(2.382)	(1.358)	(1.413)	(1.533)	(1.404)	(1.176)	(-0.006)	(-0.444)	(-0.954)	(-0.685)	(0.617)
calvo	-0.001	-0.008	-0.015	-0.008	-0.012	-0.012	-0.015*	-0.010	-0.015*	-0.001	-0.032
	(-0.072)	(-0.815)	(-1.248)	(-0.730)	(-1.034)	(-1.510)	(-1.806)	(-1.165)	(-1.925)	(-0.080)	(-0.199)
occhiali	0.015	0.014	0.022	0.014	0.008	-0.023	-0.020	-0.008	0.004	-0.002	-0.103
	(1.147)	(0.727)	(1.014)	(0.657)	(0.392)	(-1.148)	(-1.025)	(-0.479)	(0.252)	(-0.129)	(-0.278)
foto professionale	0.052**	0.012	0.021	0.010	0.025	0.007	-0.011	0.004	0.022	-0.023	-0.170
	(2.382)	(0.323)	(0.481)	(0.229)	(0.529)	(0.253)	(-0.246)	(0.090)	(0.603)	(-0.588)	(-0.319)
foto a colori	0.023	0.062	0.090*	0.072	0.101*	0.013	0.008	-0.021	-0.117***	-0.134***	0.139
	(0.681)	(1.364)	(1.762)	(1.474)	(1.976)	(0.502)	(0.244)	(-0.651)	(-3.382)	(-3.707)	(0.102)
non-bianco	0.012	0.043	0.049	0.055	0.050	-0.021	-0.019	-0.038	-0.039	0.004	0.610
	(0.451)	(1.103)	(1.059)	(1.169)	(0.932)	(-0.831)	(-0.607)	(-1.272)	(-1.208)	(0.127)	(0.839)
UE	-0.719	-1.629	-1.721	-1.969	-2.681	-1.047	1.831	-0.289	-4.170	-0.469	63.026
	(-0.872)	(-1.081)	(-1.185)	(-1.474)	(-1.617)	(-0.633)	(0.663)	(-0.091)	(-1.187)	(-0.112)	(1.235)
volatilità	0.032	0.08	0.099	0.059	0.072	0.035	0.075	0.093	0,084	0.112	-1.446
	(0.588)	(0.914)	(0.967)	(0.566)	(0.598)	(0.997)	(1.410)	(1.111)	(0.879)	(1.072)	(-1.347)
effetti fissi di settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
SE clustered(CEO)	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	122	122	122	122	122	106	106	106	106	106	228
R-squared	0.468	0.330	0.342	0.320	0.320	0.503	0.471	0.405	0.487	0.536	

Tabella 4. 2 - analisi di regressione dei rendimenti anomali cumulativi (rispetto al modello di mercato) che circondano gli eventi di annuncio degli utili sul logaritmo naturale di FAI e sono state considerate diverse finestre temporali a partire dalla data dell'evento (-giorni,+giorni). Le variabili di controllo incluse in questa analisi sono già state introdotte precedentemente. Nelle colonne 1-5, sono riportati i CAR intorno agli eventi di annuncio degli utili con immagini dei CEO. Nelle colonne 6-10, sono riportati i CAR intorno agli eventi di notizie sugli utili senza immagini del CEO. Le immagini dei CEO sono state ottenuto attraverso Google images. Il campione di controllo degli annunci degli utili senza l'immagine del CEO è abbinato in base allo stesso trimestre dell'anno precedente al campione di annunci con immagine. La colonna 11 riporta i risultati di una regressione logistica con la variabile dipendente pari a 1 se l'osservazione appartiene al campione di notizie sugli utili con immagini del CEO, e 0 altrimenti. Gli errori standard sono robusti all'eteroschedasticità e alla correlazione all'interno dei CEO (SE clustered). Tra parantesi sono riportate le statistiche t. ***, **, e * indicano rispettivamente la significatività statistica ai livelli dell'1%, 5% e 10%.

capacità interpersonali e quelle di comunicazione e negoziazione. Infatti, Mobius e Rosenblat (2006) hanno dimostrato che gli individui più attraenti svilupperebbero una maggiore sicurezza di sé, mostrando migliori abilità sociali e comunicative. Tutto ciò si dimostrerebbe utile, per i dirigenti più attraenti, nello sviluppare migliori relazioni di lavoro concolleghi e/o clienti (Pfann, Biddle, Hamermesh e Bosman, 2000). In tal senso, l'amministratore delegato rappresenterebbe una forma di capitale umano specifico e funzionale all'incremento del valore dell'impresa. In questo caso, per testare tale congettura, l'evento preso in considerazione dai ricercatori è il rendimento degli acquirenti intorno ad un annuncio di fusione e acquisizione (M&A). È stato quindi esaminato se a CEO maggiormente attraenti risulterebbero associati rendimenti migliori.
Le capacità interpersonali e di negoziazione sono essenziali durante le operazioni di fusione e acquisizione, quindi il ruolo del CEO è estremamente importante, inoltre questi sono eventi aziendali che influiscono in larga scala sul valore dell'azienda. In questo caso, tramite il database della Securities Data Company è stato possibile ottenere tutti gli annunci di fusione e acquisizione durante il mandato dei CEO, ottenendo, dopo una scrematura, un campione finale contenente 591 M&A dal 1985 al 2012 relative a 278 amministratori delegati di 217 aziende. In tabella 4.3 sono riportati i risultati dell'analisi di regressione degli effetti dell'attrattività dei CEO che circondano gli annunci di M&A. Poiché le fusioni che raggiungono un valore finale della transazione più elevato potrebbero avere un maggiore impatto sul rendimento dell'acquirente, così come potrebbe avvenire per le fusioni che coinvolgono aziende pubbliche, ovvero aziende quotate in borsa, in questa analisi, oltre alle variabili di controllo precedentemente introdotte sono state incluse variabili per garantire che l'effetto dell'attrattività non venga confuso con altri effetti, nello specifico le variabili introdotte controllano il valore della transazione relativa all'accordo (valore transazione) e se l'impresa acquisita è una società quotata in borsa (pubblico). Un'ulteriore variabile di controllo è stata inclusa e cattura se la fusione è avvenuta come offerta iniziale nel settore (offerta iniziale), questo perché gli investitori hanno meno probabilità di anticipare le offerte iniziali rispetto a quelle successive e quindi, potrebbero reagire in modo positivo alle fusioni che avvengono all'offerta iniziale.
I risultati ottenuti evidenzierebbero una relazione positiva tra il FAI e i rendimenti delle azioni intorno alle date di annuncio di M&A. Ad esempio, prendendo in considerazione una finestra temporale di -5 e +5 giorni dall'annuncio, ovvero la colonna 3, risulterebbe che ad un aumento del 10% del FAI corrisponderebbe un aumento dei rendimenti del 1,16%. Anche in questo caso i risultati sarebbero a sostegno dell'ipotesi secondo cui CEO considerati più

attraenti incrementerebbero il valore dell'impresa durante eventi in cui le capacità di comunicazione risultano essere rilevanti.

variabile dipendente: CAR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	finestra temporale (-giorni , +giorni)				
	(-2,2)	(-3,3)	(-5,5)	(-5,30)	(-5,60)
log (FAI)	0.099***	0.080**	0.116***	0.076	0.136*
	(2.890)	(2.268)	(3.107)	(1.440)	(1.915)
log (assets)	-0.007**	-0.006**	-0.008**	-0.010*	-0.008
	(-2.487)	(-2.209)	(-2.377)	(-1.889)	(-0.845)
MTB	-0.000	-0.000	-0.001	-0.004**	-0.005***
	(-0.028)	(-0.370)	(-0.972)	(-2.111)	(-2.765)
leva finanziria	0.029	0.006	0.009	0.051	0.099
	(1.502)	(0.284)	(0.359)	(1.319)	(1.503)
donna	-0.010	0.003	0.008	0.054**	0.063*
	(-0.341)	(0.116)	(0.293)	(2.357)	(1.838)
età	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002
	(0.285)	(0.266)	(0.349)	(0.882)	(1.093)
mandato (mesi)	-0.000	-0.000*	-0.000	-0.000**	-0.000
	(-1.474)	(-1.661)	(-1.502)	(-1.996)	(-1.598)
OC67	0.024**	0.024**	0.016	0.000	0.006
	(2.209)	(2.112)	(1.352)	(0.021)	(0.215)
fWHR	0.008	0.004	0.017	0.066*	0.078
	(0.378)	(0.157)	(0.765)	(1.660)	(1.386)
Ivy	0.005	0.006	0.007	0.001	-0.002
	(0.559)	(0.571)	(0.615)	(0.057)	(-0.098)
MBA	0.004	0.008	0.009	0.024*	0.020
	(0.558)	(0.945)	(1.014)	(1.833)	(1.156)
sorridente	-0.005	-0.011	-0.011	-0.028**	-0.050***
	(-0.627)	(-1.178)	(-1.158)	(-1.999)	(-2.674)
calvo	-0.001	-0.003	0.000	0.007	0.009
	(-0.152)	(-0.677)	(0.033)	(1.217)	(1.223)
occhiali	-0.004	-0.002	-0.006	-0.021	-0.017
	(-0.482)	(-0.246)	(-0.726)	(-1.624)	(-1.095)
foto professionale	0.014	0.004	0.008	0.008	0.011
	(1.239)	(0.326)	(0.656)	(0.381)	(0.322)
foto a colori	-0.003	-0.008	0.006	0.001	-0.013
	(-0.282)	(-0.738)	(0.417)	(0.062)	(-0.478)
non-bianco	-0.021	-0.039**	-0.029*	-0.032	-0.013
	(-1.098)	(-2.409)	(-1.921)	(-1.509)	(-0.365)
valore transazione	0.001	0.001	0.001	-0.001	0.002
	(0.528)	(0.453)	(0.481)	(-0.417)	(0.305)
pubblico	-0.035***	-0.037***	-0.037***	-0.045***	-0.041**
	(-4.614)	(-4.424)	(-4.243)	(-3.227)	(-2.271)
offerta iniziale	-0.010	-0.009	-0.016	-0.037	-0.078**
	(-1.001)	(-0.828)	(-1.395)	(-1.469)	(-2.016)
effetti fissi di settore	SI	SI	SI	SI	SI
SE clustered(CEO)	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	591	591	591	591	591
R-squared	0.166	0.160	0.176	0.202	0.170

*Tabella 4. 3 - analisi di regressione dei rendimenti anomali cumulativi (relativi al modello di mercato) che circondano gli annunci di fusione sul logaritmo naturale di FAI e sono state considerate diverse finestre temporali a partire dalla data dell'evento (-giorni,+giorni). Le variabili di controllo incluse in questa analisi sono già state introdotte precedentemente. L'industria è definita come codici SIC a due cifre. Gli errori standard sono robusti all'eteroschedasticità e alla correlazione all'interno dell'azienda (SE clustered). Tra parentesi sono riportate le statistiche e.***, **, e * indicano rispettivamente la significatività statistica ai livelli dell'1%, 5% e 10%.*

Il test appena riportato, come già sottolineato, è stato costruito intorno ad un momento ben definito, ovvero al momento dell'annuncio di fusione e acquisizione, ma Halford e Hsu ipotizzano che se le capacità interpersonali del CEO hanno contribuito a raggiungere migliori accordi di M&A vorrà dire che l'effetto derivante dall'attrattività persista per un periodo più lungo. Motivo per cui testano quanto siano persistenti nel tempo gli effetti dell'attrattività del CEO sul valore dell'impresa. Per testare tale ipotesi, è stata calcolata la mediana del FAI dei CEO e le aziende sono state successivamente divise in due gruppi di portafoglio: portafoglio FAI alto e portafoglio FAI basso, in base al valore del FAI ottenuto dal CEO a capo dell'azienda.
Per la misura dei rendimenti azionari di lungo periodo, invece, sono stati considerati due indicatori per ciascun portafoglio: i rendimenti anomali buy-and-hold, quindi i rendimenti relativi alle dimensioni e ai portafogli di riferimento book-to-market e i rendimenti anomali mensili aggiustati dai tre fattori di Fama e French e del fattore di slancio di Carhart. I risultati riportati in tabella 4.4 confermerebbero l'ipotesi e in più il valore creato da CEO maggiormente attraenti risulterebbe essere più elevato nel lungo termine. Ad esempio, per i rendimenti buy-and-hold la differenza tra i due gruppi risulta essere statisticamente significativa, infatti nella finestra temporale di 6 mesi, la fusione di aziende nel portafoglio con un FAI alto riporterebbero un 4,7% in più rispetto al portafoglio di aziende rappresentate da un amministratore delegato con un valore del FAI inferiore. Se la finestra temporale si allarga a 24 mesi, si raggiungerebbe una sovraperformance del 15,5%.
Per quanto concerne invece i rendimenti mensili, il portafoglio con FAI alto supera, dopo 6 mesi dalla M&A, il portafoglio a FAI basso dell'1% mensile. Mentre per un arco temporale più ampio, ad esempio 12 mesi, la differenza si riduce di poco allo 0,7% mensile, ovvero dell'8,4% annuo.

mesi	FAI	N. osservazioni	portafogli buy-and-hold BAHR	portafogli mensili alpha
6	alto	284	0.039	0.009
6	basso	290	-0.008	-0.001
	p(alto-basso)		0.098*	0.036**
12	alto	284	0.119	0.008
12	basso	290	0.033	0.001
	p(alto-basso)		0.079*	0.047**
18	alto	284	0.199	0.006
18	basso	290	0.032	0.004
	p(alto-basso)		0.012**	0.494
24	alto	284	0.194	0.005
24	basso	290	0.039	0.004
	p(alto-basso)		0.055*	0.754

Tabella 4. 4 - *analisi della relazione tra l'indice FAI e i rendimenti di lungo periodo dell'acquirente dopo gli annunci di M&A. Sono riportati i rendimenti anomali medi di lungo periodo buy-and-hold (BAHR) e i rendimenti di portafoglio mensili aggiustati (alpha) per varie finestre di eventi dopo annunci di M&A. Gli eventi di M&A sono classificati in FAI alto e basso in base alla suddivisione della mediana dell'indice FAI dei CEO. ***, ** e * indicano rispettivamente la significatività statistica ai livelli dell'1%, 5% e 10%.*

In accordo con l'ipotesi della rivelazione della produttività, secondo la quale le persone attraenti tendono ad avere capacità interpersonali e di leadership più efficaci, Cook e Mobbs ipotizzano che: se gli amministratori delegati più attraenti fossero in grado di comunicare in modo più efficace, allora è probabile che un CEO attraente informi meglio coloro con cui interagisce. Per eseguire il test d'ipotesi, hanno esaminato il grado in cui gli amministratori esterni all'azienda risulterebbero essere informati tramite la redditività delle azioni acquistate da questi ultimi, quindi secondo questa congettura se un dirigente esterno fosse meglio informato dovrebbe risultare una redditività più elevata. Sono state prese in esame le operazioni effettuate dai direttori esterni all'azienda entro 3 anni dalla data in cui è stato annunciato il nuovo CEO e sono stati calcolati i rendimenti aggiustati per il mercato (Market Adjusted Holding Period Returns, MAHPR) su un arco temporale di 60 giorni dalla data di acquisto. Per testare l'ipotesi è stata quindi eseguita una regressione dei MAHPR a 60 giorni dall'acquisto di azioni da parte di un dirigente esterno all'azienda sulla somma delle deviazioni dalla Phi-mask. In tabella 4.5 sono riportati i risultati della regressione e dal modello 1, dove l'unica variabile considerata è la somma delle deviazioni dalla Phi-mask, emerge un coefficiente negativo e significativo che indicherebbe una relazione positiva tra l'attrattività del CEO e una maggiore informazione dei dirigenti esterni, infatti una minore somma delle deviazioni dalla maschera è sinonimo di un'attrattività maggiore. I CEO considerati nel modello 2 sono coloro che non sono stati assunti dopo un licenziamento forzato del CEO precedente, in quanto la novità di un CEO in questo contesto potrebbe attirare attenzione da parte dei dirigenti esterni a prescindere dalla sua avvenenza. Anche in questo caso emergerebbe una stima del coefficiente negativa e significativa. Nei modelli 3 e

4, sono state incluse altre variabili di controllo (nel modello 4 i CEO considerati sono quelli del modello 2) e i risultati rimarrebbero simili a quelli dei modelli precedenti. Nel complesso quindi, risulterebbe che l'attrattività, misurata tramite la Phi-mask, possa essere un fattore importante dei MAHPR a 60 giorni che implicherebbe una maggiore informazione dei direttori esterni.

variabile dipendente: MAHPR 60 giorni				
	modello 1	modello 2	modello 3	modello 4
somma deviazioni	-0.00059**	-0.0007**	-0.0006**	-0.0007**
	(0.02)	(0.05)	(0.02)	(0.03)
ln (market equity)			-0.027*	-0.031*
			(0.09)	(0.05)
rendimenti prec.			-0.2019**	-0,1422
			(0.02)	(0.13)
acquisti tot. ($10M)			0,027	0,043
			(0.3)	(0.23)
costante	0.168***	0.189**	0.4324**	0.4935**
	(<.01)	(0.02)	(0.01)	(0.01)
N.osservazioni	335	276	335	276
effetti fissi	annuali	annuali	annuali	annuali
R-squared aggiustato	0.1386	0.122	0.22	0.2044

*Tabella 4. 5 - analisi dei modelli di regressione dei Market Adjusted Holding Period Returns a 60 giorni su gli acquisti di amministratori esterni (transazioni insider) nel periodo di tre anni successivo all'assunzione di un nuovo CEO. Somma delle deviazioni è la somma assoluta delle deviazioni da ciascuno dei 25 nodi sulla Phi-Mask al punto corrispondente sul volto del CEO. La dimensione dell'azienda è controllata tramite il logaritmo naturale del valore di mercato delle azioni dell'azienda. Rendimenti prec. sono i rendimenti del periodo di detenzione di 6 mesi precedenti. Acquisti tot. equivale al valore totale in dollari acquistato dal direttore esterno. I modelli 2 e 4 escludono le aziende in cui l'assunzione del CEO ha seguito un licenziamento forzata del CEO precedente. Tra parentesi sono riportati gli errori standard (robusti e raggruppati per azienda). *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

4.2 Valore dell'azienda – Caso ICO

L'Initial Coin Offering (ICO) è un modo di raccogliere capitale da parte delle aziende, tipicamente utilizzato da aziende emergenti con un modello di business innovativo. Consiste nell'emissione basata su blockchain di token di criptovaluta, cioè gli investitori acquistano i *token*, ovvero delle unità digitali crittografate a cui sono associati vari diritti per l'acquirente. La tecnologia blockchain invece permette, oltre alla transazione immediata del token tra azienda e investitore, la registrazione su un registro distribuito, quindi ad un token è associato univocamente un unico utente.

Le ICO sono effettuate su internet e di conseguenza, le informazioni rilevanti sono facilmente osservabili da qualsiasi potenziali investitore, a differenza delle venture capital

le quali avvengono invece a porte chiuse. Tuttavia, la valutazione dell'azienda non è così facile in quanto come già detto le aziende che tipicamente fanno ricorso alle ICO sono azienda senza precedenti con un business innovativo e visionario il che rende il contesto altamente incerto. In tale contesto di scarsità di informazioni, la qualità dell'impresa è rappresentata dal CEO e dai suoi attributi, in quanto funge da punto di riferimento per gli investitori. Ecco perché Massimo G. Colombo, Christian Fisch, Paul P. Momtaz e Silvio Vismara in *"The CEO Beauty Premium"* (2020) considerano le ICO come un contesto ideale per esaminare quanto l'attrattività del CEO sia importante per la valutazione dell'azienda. Ciò implicherebbe che la relazione esistente tra attrattività del CEO e valutazione dell'azienda dovrebbe essere più debole quando sono disponibili maggiori informazioni sull'azienda in questione.

In questo caso, gli studiosi, per valutare l'attrattività si sono serviti di 3 sondaggi, di cui il primo è stato sottoposto agli investitori di ICO ed è stato chiesto loro di valutare l'estetica degli amministratori delegati delle aziende in cui essi hanno precedentemente investito, mentre gli altri due sondaggi sono stati utilizzati per controllare che il sondaggio precedente non fosse soggetto a bias e a causalità inversa. Per raccogliere le immagini e le informazioni necessarie è stato utilizzato il sito web di ICObench e poi integrato con altre fonti quali ad esempio ICOalert, ICOdrops, CoinSchedule e LinkedIn, ovvero le stesse fonti utilizzate dagli investitori durante le ICO reali. Il campione finale è composto da 4092 CEO e ad ogni investitore in ICO è stato chiesto, dopo aver selezionato le aziende in cui precedentemente ha investito, di valutare l'attrattività dell'amministratore delegato su una scala da 1 a 10. Per assicurare una certa robustezza dei risultati sono stati considerati i CEO che hanno ricevuto almeno 3 valutazioni da investitori differenti ed in conclusione il campione sul quale testare le ipotesi risulta essere composto da 740 CEO. Il punteggio di attrattività per ogni CEO, ovvero la variabile indipendente, è stato calcolato pari alla mediana di tutte le valutazioni ricevute da parte degli investitori. Per ridurre al minimo rumore nell'indagine è stato introdotto un ampio set di variabili di controllo: la prima serie di queste comprende delle variabili fittizie che controllano le caratteristiche personali del CEO come età (giovane se l'amministratore delegato ha meno di 30 anni e anziano se ne ha più di 40), genere (donna), razza (bianco) e livello di istruzione (se l'amministratore delegato possiede un dottorato di ricerca). La seconda serie di variabili di controllo tiene conto delle caratteristiche del team con il quale il CEO lavora quotidianamente e ad una maggiore quantità di capitale umano è associato una maggiore probabilità di successo nell'ICO, motivo per cui sono incluse variabili che controllano ad esempio la dimensione del team o distinguono fra esperienza

professionale generale ed esperienza professionale specifica relativa al settore delle ICO e delle criptovalute. L'ultima serie di variabili di controllo include variabili riguardanti le caratteristiche delle ICO, ad esempio la durata in giorni dell'ICO, il numero di token offerti per gli investitori, se l'azienda ha utilizzato strumenti di promozione durante la quale gli investitori hanno la possibilità di acquistare una quantità limitata di token a prezzi inferiori per la ICO in esame (pre-ICO) o se adotta un programma di ricompensa (programmi bounty), in cui gli investitori ICO ricevono premi come token gratuiti, per la promozione della ICO. Ancora, ad esempio, è stata inclusa una variabile fittizia che cattura se l'azienda ICO implementa una politica di Know Your Customer (KYC) ovvero la registrazione da parte degli investitori come condizione per poter partecipare all'ICO.
Per quanto riguarda invece la variabile dipendente, per indicare la valutazione dell'impresa, è stata considerata come misura del successo della ICO, il logaritmo naturale dell'importo del finanziamento raccolto in questa fase.
Dopo la definizione delle variabili, è stato possibile testare le ipotesi e nello specifico, la prima ipotesi prevede una relazione positiva tra l'attrattività del CEO e la valutazione dell'azienda ICO, mentre con la seconda ipotesi gli studiosi hanno tentato di giustificare l'eventuale relazione ricavata dall'ipotesi 1. Ipotizzano infatti che tale relazione sia mediata da pregiudizi stereotipati degli investitori a favore di CEO più attraenti e alla percezione di affidabilità, competenza, simpatia e intelligenza.

La tabella 4.6 mostra i risultati della regressione riguardante la prima ipotesi, il modello principale è riportato in colonna 3 mentre sono stati utilizzati un modello di controllo (colonna 1) e un modello ridotto che tiene conto solo delle caratteristiche del CEO e del suo capitale umano (colonna 2), per tentare di dimostrare che la relazione fra attrattività e valutazione d'azienda non è guidata dalle variabili di controllo considerate. Infatti, confrontando l'R^2 tra i modelli 1 e 3, risulta che l'attrattività spigherebbe circa l'1,6% della varianza totale nella valutazione dell'azienda. Il coefficiente stimato della variabile indipendente, l'attrattività, nel modello principale risulta essere positivo e statisticamente significativo, ovvero la relazione tra attrattività dell'amministratore delegato e valutazione dell'azienda risulterebbe essere una funzione crescente, quindi i risultati sembrerebbero supportare l'ipotesi nulla, confermando l'esistenza del "premio di bellezza" anche nelle ICO.

Successivamente è stata testata la seconda congettura, questa ipotizza che l'effetto dell'attrattività sulla valutazione dell'azienda possa avvenire in modo indiretto a causa degli stereotipi inconsci insiti nei finanziatori. Per verificare questa ulteriore ipotesi, in sede di

sondaggio è stato richiesto agli intervistati di valutare su una scala da 1 (punteggio più basso) a 10 (punteggio più alto) l'affidabilità, la competenza, la simpatia e l'intelligenza percepite osservando la fotografia del CEO, ovvero gli stereotipi più comuni considerati anche negli studi precedentemente citati.

Nel complesso, i risultati della regressione, non supporterebbero tale ipotesi. Infatti osservando i dati in tabella 4.7, le valutazioni basate sugli stereotipi non sembrerebbero mediare l'effetto dell'attrattività sulla valutazione dell'impresa. Ad esempio, in colonna 2 e in colonna 3, l'attrattività risulta essere correlata significativamente con la valutazione d'azienda e l'affidabilità ma l'affidabilità non prevede il valore dell'azienda, quindi non c'è un effetto di mediazione. Inoltre, l'effetto dell'attrattività non risulterebbe essere più debole quando è incluso un controllo sull'affidabilità. Osservazioni analoghe emergono per l'intelligenza, la competenza e la simpatia.

Un'importante caratteristica delle ICO permetterebbe anche un'analisi post-finanziamento su base giornaliera, infatti le ICO essendo eventi pubblici rendono accessibili e disponibili al pubblico tutte le transazioni avvenute durante e successivamente la fase di ICO. È possibile quindi verificare l'esito dell'investimento effettuato dai finanziatori e questo è reso possibile osservando i rendimenti che, come già detto, fungono da misura della performance. Quindi, l'ipotesi di partenza postula che se le aziende a cui capo sono presenti CEO attraenti godono di valutazioni maggiori in un contesto di ICO, a causa della loro avvenenza allora queste aziende in fase post-finanziamento dovrebbero ottenere performance più alte. In altre parole, se l'attrattiva degli amministratori delegati è legata alla qualità delle loro aziende, le valutazioni più alte di ICO rimarranno tali nel tempo.
Per testare quindi l'esistenza di una correlazione positiva tra l'attrattività del CEO e le prestazioni post-ICO delle aziende, sono stati calcolati i rendimenti anomali Buy-and-Hold (BAHR) per un periodo di 6 mesi dalla data della quotazione iniziale. La variabile dipendente in questo caso quindi sono i BAHR e i risultati sono riportati in tabella 4.8. Da questi emergerebbe che l'attrattività è positivamente correlata ai BAHR con un p-value pari a 0,0587, non permettendo quindi di rifiutare l'ipotesi nulla a favore della persistenza nel tempo del premio di bellezza. Il risultato ha un grande valore economico infatti un aumento di una deviazione standard dell'attrattività del CEO corrisponderebbe ad un aumento stimato dei BAHR del 60,9%.

variabile dipendente: log (valutazione dell'azienda)			
	modello di controllo (1)	modello capitale umano (2)	modello completo (3)
attrattività CEO		0.2192	0.2247
		(0.0655)	(0.0644)
giovane	-0.1959	-0.2954	-0.1842
	(0.1512)	(0.1360)	(0.1499)
anziano	-1.7803	-1.5569	-1.8595
	(1.6704)	(1.6802)	(1.6539)
donna	0.1565	0.2139	0.1345
	(0.3061)	(0.3108)	(0.3034)
bianco	-0.1337	-0.0845	-0.1424
	(0.1473)	(0.1484)	(0.1460)
dottorato di ricerca	0.2284	0.2705	0.1804
	(0.1397)	(0.1404)	(0.1391)
dimensione team	0.0513		0.0504
	(0.0106)		(0.0105)
esperienza professionale team	0.0017		0.0018
	(0.0011)		(0.0011)
esprienza crypovalute team	0.0061		0.0073
	(0.0196)		(0.0194)
N. advisor	0.0130		0.0109
	(0.0154)		(0.0153)
log (N. contatti LinkedIn)	0.3592		0.3635
	(0.1538)		(0.1523)
pre-ICO	0.1334		0.1499
	(0.1379)		(0.1367)
durata ICO	-0.0051		-0.0050
	(0.0017)		(0.0017)
bounty	-0.0370		-0.0466
	(0.1534)		(0.1522)
KYC	-0.1685		-0.1569
	(0.1733)		(0.1717)
open source	-0.1019		-0.0609
	(0.2845)		(0.2866)
blockchain	-0.1666		-0.1963
	(0.1677)		(0.1662)
log (N. token)	0.0032		0.0032
	(0.0084)		(0.0084)
lock up	-0.1668		-0.1829
	(0.2907)		(0.2880)
trimestre	SI	SI	SI
settore	SI	SI	SI
paese	SI	SI	SI
N. osservazioni	740	740	740
R-squared	0.246	0.191	0.262

Tabella 4. 6 - analisi di regressione OLS della valutazione dell'azienda su l'attrattività del CEO valutata dagli investitori. Sono riportate ulteriori variabili di controllo oltre a quelle citate nel paragrafo corrente: N. advisor indica il numero di consulenti ICO dell'azienda per tenere conto del capitale sociale del team, log (N. contatti LinkedIn) controlla il numero di contatti dei membri del team dell'azienda. Open source è una variabile dummy pari a 1 se l'impresa rende il suo codice sorgente liberamente disponibile online su GitHub (codice open-source è considerato un segnale di capacità tecnologiche, correlato al successo delle ICO); blockchain controlla se l'azienda ICO utilizza uno standard blockchain già esistente o se utilizza una blockchain proprietaria (utilizzare una blockchain pre-esistente permetterebbe una maggiore interoperabilità, un'infrastruttura più avanzata e l'accesso all'esternalità di rete); lock up è pari a 1 se è in vigore un blocco dei token, ovvero le aziende possono imporre restrizioni di trading sui loro token dopo l'ICO (durante questo periodo, gli investitori non possono vendere i token che hanno acquistato, questa restrizione potrebbe scoraggiare alcuni investitori). Infine, sono state incluse dummies di trimestre, di settore e di Paese. Fra parentesi sono riportati gli errori standard.

variabile dipendente:	log (val. azienda)	affidabilità	log (val. azienda)	log (val. azienda)	competenza	log (val. azienda)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
attrattività CEO	0.2247	0.5765	0.2053	0.2247	-0.0054	0.2198
	(0.0644)	(0.0910)	(0.0935)	(0.0644)	(0.0812)	(0.0775)
affidabilità			-0.0315			
			(0.0420)			
competenza						0.1687
						(0.1508)
effetti fissi e controlli	SI	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	740	740	740	740	740	740
R-squared	0.262	0.171	0.266	0.262	0.081	0.264

variabile dipendente:	log (val. azienda)	simpatia	log (val. azienda)	log (val. azienda)	intelligenza	log (val. azienda)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
attrattività CEO	0.2247	0.0932	0.2216	0.2247	0.2508	0.2193
	(0.0644)	(0.0972)	(0.0574)	(0.0644)	(0.0613)	(0.0590)
simpatia			-0.0176			
			(0.0304)			
intelligenza						0.0209
						(0.0672)
effetti fissi e controlli	SI	SI	SI	SI	SI	SI
N. osservazioni	740	740	740	740	740	740
R-squared	0.262	0.124	0.262	0.262	0.143	0.295

Tabella 4. 7 - risultati dei modelli di mediazione basati sulla percezione dei quattro attributi stereotipati, ovvero affidabilità, competenza (riquadro superiore), simpatia e intelligenza (riquadro inferiore), valutati dagli investitori. Per brevità, le variabili di controllo sono incluse ma non riportate in tabella poiché molto simili a quelle riportate in tabella 4.6. Fra parentesi sono riportati gli errori standard corretti per l'eteroschedasticità.

variabile dipendente: log (BAHR a 6 mesi)	
	(1)
attrattività CEO	0.2212
	(0.1163)
effetti fissi e controlli	SI
N. osservazioni	249
R-squared	0.095

Tabella 4. 8 - analisi di regressione OLS dei i rendimenti anomali buy-and-hold a 6 mesi (BHAR) come variabile dipendente. Per brevità, le variabili di controllo sono incluse ma non riportate in tabella poiché molto simili a quelle riportate in tabella 4.6. Fra parentesi sono riportati gli errori standard corretti per l'eteroschedasticità.

4.3 Analisi dei settori

Secondo quanto riportato finora risulterebbe che l'attrattività possa riflettere migliori abilità comunicative del CEO. Se così fosse, è probabile che l'attrattività assuma maggior rilievo nei settori in cui le capacità interpersonali e comunicative risulterebbero essere fondamentali. Di conseguenza, in tali ambienti in cui l'aspetto fisico sarebbe considerato un vantaggio competitivo ci si aspetterebbe un numero prevalente di amministratori delegati considerati attraenti, mentre in quei settori dove le competenze tecniche avrebbero maggior importanza, l'attrattività non sarebbe associata a un vantaggio competitivo.

Quindi quali sono i settori in cui l'attrattività sarebbe considerata un vantaggio competitivo? Per rispondere a questa domanda, Cook e Mobbs in "CEO Selection and Executive Appearance", analizzano le caratteristiche delle aziende e dei settori in cui i CEO considerati attraenti sono prevalenti. In particolar modo, è stata eseguita un'analisi di regressione (tabella 4.9) sui determinanti delle aziende con a capo i CEO più attraenti del campione considerato nello studio. La variabile dipendente Good Mask è pari ad 1 se, preso la fotografia del viso di un CEO, la somma delle deviazioni dalla phi-mask è nel quartile inferiore di tutti gli amministratori delegati neo assunti del campione (ovvero il quartile superiore di attrattività). Il modello 1, il cui controllo include solo la dimensione dell'azienda misurato tramite il logaritmo naturale degli assets totali, mostrerebbe una stima del coefficiente positiva e significativa, il quale suggerirebbe che le aziende più grandi avrebbero maggiori probabilità di assumere amministratori delegati più attraenti. Per giustificare questo risultato, gli studiosi hanno ipotizzato che le aziende più grandi avendo ovviamente maggiore visibilità, sarebbero più appetibili per i potenziali CEO e, quindi, è più probabile che abbiano un pool di potenziali candidati CEO molto ampio. Nei settori dove le competenze richieste sono omogenee, è possibile che in questo ampio pool, i candidati abbiano competenze simili e che l'aspetto fisico possa rappresentare un criterio di valutazione da parte dell'azienda. Il modello 2 testa quest'ultima ipotesi, è stata infatti inclusa una variabile di controllo per l'omogeneità del settore (Parrino - 1997; Gillan, Hartzell e Parrino - 2009). La stima del coefficiente risulta essere anche questa volta positiva e significativa e non permetterebbe di rifiutare l'ipotesi nulla secondo la quale le aziende in settori più omogenei avrebbero maggiori probabilità di nominare un amministratore delegato attraente.

Successivamente, per chiarire meglio il ruolo dell'attrattività in questi ambienti omogenei, sono stati presi in considerazione due specifici settori che fungono da esempio di settore omogeneo: il settore bancario e quello dei servizi. In questi contesti aziendali è più probabile che i candidati CEO abbiano competenze simili tra loro. Inoltre, risultano essere entrambi settori altamente regolamentati in cui l'innovazione è limitata ed anche settori in cui le relazioni interpersonali sono rilevanti, in particolar modo in quello bancario. Il modello 3, include due variabili di controllo pari a 1 se l'azienda appartiene rispettivamente al settore dei servizi di pubblica utilità o al settore bancario e i risultati ottenuti supporterebbero l'ipotesi del ruolo maggiore dato all'attrattività in settori come questi.

Invece, nelle industrie dove l'innovazione e la gestione operativa efficiente è maggiormente valutata, come ad esempio nel settore manufatturiero, il valore dell'attrattività potrebbe risultare inferiore. È per questo motivo che il modello 4, introduce un'ulteriore variabile di controllo pari a 1 se l'azienda appartiene ad un'industria manifatturiera (codice SIC:2000-3999). Da questo test emerge una stima del coefficiente negativa e significativa al livello del 5%, risultato quindi coerente con l'ipotesi secondo cui le aziende delle industrie manifatturiere avrebbero meno probabilità di nominare un CEO attraente. Poiché all'interno dell'ampia classificazione dell'industria manifatturiera ci potrebbe essere una grande differenza tra le aziende in termini di competenze tecniche e competenze operative (impresa produttrice di scatole e impresa farmaceutica rientrano nella stessa classificazione), nel modello 5 è inclusa una variabile per il controllo dell'intensità di ricerca e sviluppo (R&S) a livello aziendale, ovvero se l'azienda ha un livello di R&S superiore alla mediana del settore. Secondo questo ragionamento quindi, le aziende con un livello di R&S elevato dovrebbero prediligere CEO con competenze tecniche elevate, il che rappresenta un requisito stringente per i candidati CEO motivo per cui l'attrattività in tale contesto potrebbe risultare meno importante e non un criterio di valutazione. La stima del coefficiente risulta essere negativa e significativa, coerentemente con l'ipotesi secondo cui l'attrattiva del CEO risulterebbe essere meno importante quando le competenze tecniche sono più apprezzate.

In conclusione quindi, l'attrattiva derivante dall'osservazione del viso degli amministratori delegati risulterebbe essere più importante quando i potenziali candidati hanno competenze simili fra loro e meno importante quando le competenze richieste sono più specializzate e rare.

variabile dipendente: Good Mask (1/0)					
	modello 1	modello 2	modello 3	modello 4	modello 5
ln (assets)	0.14**	0,09	0,09	0,1	0.13**
	(0.04)	(0.27)	(0.28)	(0.14)	(0.05)
omogeneità del settore		3.77**			
		(0.01)			
settore servizi pubblici			0.57***		
			(<0.01)		
settore bancario			0.54*		
			(0.06)		
settore manufatturiero				-0.67**	
				(0.02)	
alto R&S/assets					-0.8373**
					(0.02)
costante	-2.15***	-2.705***	-1.713**	-1.52*	-1.78**
	(<0.01)	(<0.01)	(0.05)	(0.05)	(0.01)
N. osservazioni	100	100	100	100	100
pseudo R-squared	0.0181	0.0411	0.0347	0.0621	0.0751

*Tabella 4. 9 - analisi di regressione probit, la variabile dipendente pari a 1 se la somma delle deviazioni Phi-Mask è nel quartile inferiore di tutti i CEO di nuova nomina. Il settore manifatturiero è una variabile dummy pari a 1 se l'azienda è in un settore con codici SIC da 2000 a 3999. Il settore bancario è una variabile dummy pari a 1 se l'azienda si trova in un settore con codici SIC da 6000 a 6199. Settore servizi pubblici è una variabile dummy pari a 1 se l'azienda è in un settore con codici SIC 4900 a 4942. Alto R&S/assets è una variabile dummy pari a 1 se R&S/Assets è maggiore della mediana del settore per l'anno di riferiemento. L'omogeneità del settore è l'indice usato in Parrino (1997) ed è pari alla media del coefficiente di correlazione parziale sull'indice di rendimento del settore per tutte le imprese del settore. Gli errori standard sono robusti e raggruppati per settore. Tra parentesi sono riportati i p-values. *, **, *** indicano rispettivamente la significatività ai livelli del 10%, 5% e 1%.*

Di seguito è riportata la tabella 4.10 che riassume i principali risultati presentati nel capitolo corrente:

	RICERCA	METODO VALUTAZIONE ATTRATTIVITA'	IPOTESI	ESITO	REFERENCE
VALORE DELL'AZIENDA	*" Beauty is wealth: CEO attractiveness and firm value" - J. T. Halford e H. S. Hsu - 2020*	indice di attrattività facciale FAI (Anaface.com)	verifica della relazione tra log (FAI) e CAR relativi alle date di annuncio di assunzione del CEO	relazione positiva ad un livello di significatività del 5% o 1% in base alla finestra temporale considerata	tabella 4.1
	"CEO Selection and Executive Appearance" - D. Cook e S. Mobbs - 2019	somma delle deviazioni assolute dalla Phi-Mask	verifica dell'andamento di media e mediano dei CAR a 3 giorni dall'annuncio di assunzione del CEO per ogni decile di misura dell'attrattività	relazione decrescente, al diminuire dei decili dell'attrattività dimuiscono i CAR (tranne per il settimo decile)	figura 4.1
	" Beauty is wealth: CEO attractiveness and firm value" - J. T. Halford e H. S. Hsu - 2020	indice di attrattività facciale FAI (Anaface.com)	ipotesi della percezione positiva: verifica della differenza dei CAR al momento delle notizie sugli utili fra annunci avvenuti con immagine del CEO e annunci privi di immagine del CEO	relazione positivamente significativa tra attrattività e CAR negli annunci con l'immagine del CEO; relazione non significativa tra attrattività e CAR per gli annunci privi l'immagine del CEO.	tabella 4.2
			ipotesi della rivelazione della produttività: verifica degli effetti dell'attrattività dei CEO che sui CAR intorno agli annunci di M&A	relazione positivamente significativa tra attrattività e CAR intorno alle date di annuncio di M&A	tabella 4.3
			verifica degli effetti dell'attrattività dei CEO sui BAHR e sui rendimenti anomali mensili aggiustati che circondano gli annunci di M&A nel lungo periodo	relazione significativa tra attrattività e BAHR e tra ttrattività e rendimenti menisli anomali aggiustati	tabella 4.4
	"CEO Selection and Executive Appearance" - D. Cook e S. Mobbs - 2019	somma delle deviazioni assolute dalla Phi-Mask	verifica delle capacità comunicative del CEO derivanti dall'attrattività: relazione tra attrattività e i MAPHR a 60 giorni.	relazione positivamente significativa tra attrattività e MAHPR a 60 giorni (indice di maggiore informazione dei direttori esterni)	tabella 4.5
VALORE DELL'AZIENDA - CASO ICO	*"The CEO Beauty Premium"* - Massimo G. Colombo, Christian Fisch, Paul P. Momtaz e Silvio Vismara - 2020	sondaggio sottoposto agli investitori di ICO su scala da 1 a 10	verifica della relazione tra attrattività del CEO e valutazione dell'azienda ICO	relazione positivamente significativa tra attrattività del CEO e il logaritmo della valutazione dell'azienda	tabella 4.6
			verifica se la relazione tra attrattività del CEO e valutazione dell'azienda ICO è mediata da pregiudizi stereotipati di affidabilità, competenza, simpatia e intelligenza	le valutazioni basate sugli stereotipi non mediano l'effetto dell'attrattività sulla valutazione dell'impresa	tabella 4.7
			verifica della relazione tra attrattività del CEO e valutazione dell'azienda ICO (BAHR) nel lungo periodo (6 mesi post-ICO)	relazione positivamemnte significativa tra attrattività e i BAHR a 6 mesi post-ICO	tabella 4.8
SETTORE	*"CEO Selection and Executive Appearance"* - D. Cook e S. Mobbs - 2019	somma delle deviazioni assolute dalla Phi-Mask	verifica delle determinanti delle aziende con a capo i CEO percepiti come più attraenti all'interno del campione	relazione positivamente significativa tra dimensione dell'azienda e maggiore attrattività del CEO	tabella 4.9 - modello 1
			effetto dell'attrattività nei settori con competenze richieste omogenee	relazione positivamente significativa tra omogeneità del settore e maggiore attrattività del CEO	tabella 4.9 - modello 2 (es. modello3)
			effetto dell'attrattività nel settore manifatturiero	relazione negativamente significativa tra settore manifatturiero e maggiore attrattività del CEO	tabella 4.9 - modello 4
			effetto dell'attrattività nei settori con competenze richieste specializzate (alta intensità di R&S)	relazione negativamente significativa tra elevato R&S/asstes e maggiore attrattività del CEO	tabella 4.9 - modello 5

Tabella 4. 10 – tabella sinottica dei risultati presentati nel capitolo 4

CONCLUSIONI

In questo elaborato, sono stati presentati alcuni dei maggiori risultati ottenuti dalla ricerca economica per fare luce su come l'aspetto estetico di coloro che rientrano nel top management d'azienda possa influire sul loro percorso professionale. In particolar modo è stato analizzato l'effetto derivante dall'attrattività del viso per un amministratore delegato. Se da un lato esistono caratteristiche quantitative valutabili con precisione per i potenziali CEO, non vale lo stesso per l'estetica in quanto caratteristica qualitativa. È quindi difficile misurare le varie peculiarità del viso di un individuo ma, nonostante questa difficoltà, sono stati utilizzati diversi approcci ritenuti il più oggettivi possibile e i risultati ottenuti sembrerebbero essere, per la maggior parte, concordi fra loro e confermerebbero l'esistenza del *beauty premium*.

In primo luogo, l'esistenza di una relazione positiva tra l'aspetto estetico e il successo di un CEO risulterebbe essere confermato in fase di selezione e retribuzione. Ciò vale a dire che la bellezza del viso risulterebbe essere un valore aggiunto durante la fase di selezione del nuovo amministratore delegato, aumentando la probabilità di quest'ultimo di essere assunto. Inoltre, un aspetto estetico migliore troverebbe riscontro in contratti di remunerazione più elevati per i CEO rispetto ai colleghi e, discorso analogo, vale per la relazione tra competenza percepita e retribuzione dell'amministratore delegato.

Un miglior aspetto estetico risulterebbe essere importante soprattutto quando il pool di potenziali candidati condividono le stesse competenze e quindi l'attrattività potrebbe rappresentare un valore aggiunto. Diversamente accade invece nei settori in cui le competenze richieste sarebbero più specifiche e rare da individuare in un CEO, in tal caso l'attrattività assumerebbe un valore marginale.

L'attrattività risulterebbe essere anche predittiva per le capacità possedute dal CEO, infatti ad un amministratore delegato più attraente sarebbero associati migliori capacità interpersonali. Tramite l'osservazione del viso sembrerebbe possibile eseguire inferenze su tratti caratteriali dei CEO, da queste risulterebbe che gli amministratori delegati sarebbero percepiti come più competenti oltre che più attraenti ma anche meno simpatici ed affidabili. Anche la maturità percepita tramite l'osservazione del viso sarebbe significativamente correlata alle percezioni di competenza e simpatia, coerentemente con i pregiudizi legati alla babyfaceness i quali assocerebbero ad un viso da bambino attributi infantili quale ad esempio l'ingenuità. In realtà questi pregiudizi sarebbero infondati, poiché è stato provato che gli individui con l'aspetto del viso da bambino presenterebbero spesso tratti opposti a quelli

previsti. Quindi possedere alcuni tratti fisici non è necessariamente sinonimo di possedere tratti caratteriali legati ad essi, tali pregiudizi potrebbero risultare fuorvianti.

Anche nel mondo accademico economico l'aspetto estetico è importante, la natura stessa del lavoro accademico richiede interazioni umane durante seminari e conferenze, di conseguenza i risultati ottenuti non sarebbero così distanti da quelli di altri settori. Anche in tale contesto l'aspetto risulterebbe importante per gli studiosi in relazione alla loro selezione, ovvero gli studenti più attraenti avrebbero maggiori probabilità di essere ammessi in istituti di dottorato migliori. Per quanto riguarda invece la predizione dell'attrattività sulla produttività, questa non risulta essere un fattore determinante per la mole di pubblicazioni prodotte dai ricercatori ma lo sarebbe per il successo di quest'ultime, misurato tramite il numero di citazioni. Infine, gli studenti considerati più attraenti avrebbero più possibilità di trovare il primo lavoro post-laurea nel settore privato in quanto, probabilmente, la regolamentazione presente nei settori pubblici e accademici attenuerebbe il *beauty premium*.

Meno chiarezza ci sarebbe nel confermare l'esistenza del *beauty premium* in termini di performance. Se da un lato la letteratura psicologica suggerisce come gli individui considerati più attraenti potrebbero sviluppare personalità più in linea con quelle che ci si aspetta da un amministratore delegato e che quindi lo porterebbero a migliorare le prestazioni lavorative, i risultati ottenuti non sarebbero così concordi. Gli studi riportati in questo elaborato mostrano pareri discordanti tra chi troverebbe prove a supporto dell'ipotesi che una maggiore avvenenza del CEO sia associato ad un incremento delle performance aziendali e chi, al contrario, smentisce tale relazione.

Quando il focus della ricerca invece si sposta sull'effetto che avrebbe l'aspetto estetico sul valore dell'azienda, i risultati ottenuti mostrano come, in primo luogo, i CEO più attraenti sarebbero associati a rendimenti anomali cumulativi (CAR) migliori nei giorni circostanti il loro annuncio di assunzione come prossimi amministratori delegati dell'azienda. Per motivare tale risultato sono state proposte due ipotesi: l'ipotesi della percezione positiva (i CEO più attraenti scatenerebbero nei clienti e/o finanziatori percezioni e impressioni positive) e l'ipotesi della rivelazione della produttività (i CEO più attraenti potrebbero mostrare personalità che incrementerebbero le performance lavorative). I risultati ottenuti osservando i CAR intorno agli annunci rispettivamente, degli utili con e senza immagine del CEO e degli eventi di M&A, supporterebbero entrambe le ipotesi. Infine, per quest'ultimo evento, gli effetti derivanti dall'attrattività risulterebbero essere persistenti nel tempo.

Tale effetto è stato valutato anche in un contesto più specifico che presenta scarse informazioni rilevanti per gli investitori, ovvero quello delle ICO ed anche in questo caso i risultati empirici ottenuti dalla ricerca supporterebbero l'esistenza del *beauty premium:* a CEO più attraenti corrisponderebbero maggiori valutazioni d'azienda. Inoltre, l'effetto dell'attrattività non risulterebbe mediato dagli stereotipi comuni associati ad un CEO avvenente, come ad esempio maggiore competenza e affidabilità.

Tuttavia, seppur la ricerca attuale è molto vasta, l'effetto dell'attrattività rimane in parte inesplorato e la ricerca futura è fondamentale per comprendere a pieno e fornire un quadro completo su come e perché l'attrattività posso influenzare la carriera di un amministratore delegato.

BIBLIOGRAFIA

- Douglas O. Cook e Shawn Mobbs - "CEO Selection and Executive Appearance" – 2019
- Daniel S. Hamermesh and Jeff E. Biddle – "Beauty and the Labor Market" – 1994
- Daniel S. Hamermesh and Jeff E. Biddle – "Beauty, Productivity, and Discrimination: Lawyers' Looks and Lucre" – 1998
- Darley, John M. Fazio, Russell H. – "Expectancy confirmation processes arising in the social interaction sequence" - 1980
- Elaine M. Wong, Margaret E. Ormiston e Michael P. Haselhuhn - "A Face Only an Investor Could Love: CEOs' Facial Structure Predicts Their Firms' Financial Performance" – 2011
- Galina Hale, Tali Regev e Yona Rubinstein - "Do Looks Matter for Career in Economics?" – 2021
- Janka I. Stoker, Harry Garretsen, Luuk J. Spreeuwers - "The Facial Appearance of CEOs: Faces Signal Selection but Not Performance" – 2016
- John R. Graham, Campbell R. Harvey e Manju Puri - "Corporate Beauty Contest"– 2010
- Joseph T. Halford, Hung-Chia S. Hsu - "Beauty is wealth: CEO attractiveness and firm value" – 2020
- Massimo G. Colombo, Christian Fisch, Paul P. Momtaz and Silvio Vismara - "The CEO Beauty Premium" – 2020
- Nicholas O. Rule e Nalini Ambady - "The face of success"– 2008
- Timothy J. Quigley,Donald C. Hambrick - "Has the "CEO effect" increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders"– 2014

SITOGRAFIA

- https://www.bmw.com/it/innovation/come-fare-una-buona-prima-impressione.html
- https://arc.eaa-online.org/blog/use-python-calculate-facial-width-height-ratio-fwhr
- http://www.cultor.org/beauty/b.html
- https://en.wikipedia.org/wiki/Face-ism
- https://www.skuola.net/psicologia/teoria-ecologica-gibson.html#:~:text=Gibson%20%C3%A8%20il%20fautore%20che,le%20cogliamo%20senza%20doverle%20elaborare
- https://www.samuelecorona.com/effetto-warren-harding/
- https://pocketbook4you.com/it/read/blink-the-power-of-thinking-without-thinking
- https://www.studiocataldi.it/articoli/37355-ceo.asp
- https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-vi-bis/art2381.html
- https://it.wikipedia.org/wiki/Presidente_del_consiglio_di_amministrazione
- https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cda.htm
- https://www.tim-management.com/chi-sono-i-c-level-in-azienda-e-come-sta-cambiando-il-loro-ruolo/

- https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1090513813000275
- https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp
- https://rankia.it/criptovalute/cose-una-ico-initial-coin-offering/
- fonte immagini: google immagini