

**POLITECNICO DI TORINO**

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Analisi della struttura proprietaria  
delle imprese e l'influenza del  
secondo maggiore azionista sulla  
politica di emissione dei dividendi**

Analisi empirica delle imprese quotate nel mercato italiano



**Relatore**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato**

Andrea Ignazio Manenti

Novembre 2025



# Sommario

Le imprese sono il cuore pulsante dell'assetto economico-sociale delle nostre comunità, ma sono allo stesso tempo strutture complesse con dinamiche interne spesso difficili da comprendere e da gestire. Le imprese moderne hanno inoltre, oggi, strutture sempre più articolate, che però presentano problemi che già da tempo la letteratura affronta, soprattutto per ciò che riguarda il rapporto tra i vari azionisti dell'impresa.

Questo lavoro si pone l'obiettivo di esplorare la struttura proprietaria delle imprese, partendo dal focus sulla proprietà e il controllo, definendo i concetti principali per inquadrare il contesto, i problemi che affliggono la struttura proprietaria e le soluzioni che nel tempo sono state proposte.

Si passa, poi, all'analisi empirica sulle imprese italiane per comprendere come cambia l'emissione dei dividendi agli azionisti dell'impresa in presenza di un altro azionista importante, elaborando un modello di regressione che possa fornire un quadro sulla relazione tra composizione della struttura azionaria e dividendi. Lo scopo ultimo dell'elaborato è dunque dimostrare il ruolo di monitoraggio, a beneficio di tutti gli azionisti, dato della presenza di investitori con una quota tale da poter garantire la massima estrazione dei benefici pubblici dell'impresa, con un particolare focus sulla presenza di un secondo grande azionista nell'impresa e l'impatto delle sue quote sulla politica di emissione dei dividendi.

# Abstract

Firms are the beating heart of the economic and social structure of our communities, but at the same time they are complex structures with internal dynamics that are often difficult to understand and manage. Modern firms also have increasingly complex structures, which, however, present problems that have long been addressed in the literature, especially with regard to the relationship between the various shareholders of the firm. This work aims to explore the ownership structure of companies, starting with a focus on ownership and control, defining the main concepts to frame the context, the problems affecting the ownership structure, and the solutions that have been proposed over time.

It then moves on to an empirical analysis of Italian companies to understand how the payment of dividends to company shareholders changes in the presence of another major shareholder, developing a regression model that can provide an overview of the relationship between the composition of the shareholding structure and dividends. The ultimate aim of the paper is therefore to demonstrate the monitoring role, for the benefit of all shareholders, played by the presence of investors with a stake large enough to guarantee the maximum extraction of public benefits from the company, with a particular focus on the presence of a second large shareholder in the company and the impact of its shares on the dividend policy.



# Indice

<b>Elenco delle tavelle</b>	VII
<b>Elenco delle figure</b>	VIII
<b>Introduzione</b>	3
<b>1 Proprietà e controllo dell’impresa</b>	4
1.1 I problemi di agenzia . . . . .	4
1.2 Allocazione del controllo . . . . .	8
1.3 Benefici privati del controllo . . . . .	11
1.4 Corporate governance . . . . .	16
1.5 Blockholders e investitori istituzionali . . . . .	25
<b>2 Struttura proprietaria e governance in Italia</b>	33
2.1 La prevalenza delle PMI . . . . .	33
2.2 Concentrazione della proprietà . . . . .	34
2.3 Sistema bank-based . . . . .	36
<b>3 Struttura proprietaria e dividendi</b>	38
3.1 La politica di emissione dei dividendi . . . . .	38
3.2 Dividendi e problemi di agenzia . . . . .	41
3.3 Il riacquisto di azioni . . . . .	44
<b>4 L’influenza del secondo grande azionista sulla politica di emissione dei dividendi</b>	47
4.1 Dati . . . . .	48
4.2 Modello . . . . .	55
4.3 Analisi . . . . .	61
4.3.1 Statistiche descrittive . . . . .	61
4.3.2 Matrice di correlazione . . . . .	65
4.3.3 Regressioni . . . . .	66
<b>Conclusioni</b>	77
<b>Bibliografia</b>	80

# Elenco delle tabelle

1.1	Valore del premio per i benefici del controllo nei paesi(Dyck e Zingales 2004) . . . . .	14
1.2	Valore del premio per azioni con diritto di voto rispetto ad azioni senza diritto di voto(Enriques e Volpin 2007) . . . . .	16
1.3	Statistiche sulla composizione della proprietà(Basu et al. 2016) . . . . .	26
1.4	Impatto dei blockholders sul valore dell'impresa (Maury e Pajuste 2005) . . . . .	28
1.5	Impatto dei blockholders passivi sull'impresa (Liu et al. 2020) . . . . .	30
1.6	Impatto del secondo azionista sull'impresa (Appel et al. 2019) . . . . .	31
2.1	Distribuzione imprese in Italia rispetto al numero totale, all'occupazione e al contributo sul valore aggiunto totale (ISTAT 2023) . . . . .	34
2.2	Distribuzione della proprietà delle imprese quotate italiane da report CONSOB . . . . .	35
3.1	Comparazione tra Teoria "bird in the hand" e "dell'irrilevanza dei dividendi" . . . . .	41
3.2	Dividendi e riacquisti (Grullon e Michaely 2002) . . . . .	45
4.1	Riepilogo variabili . . . . .	58
4.2	Statistiche descrittive - 1 . . . . .	61
4.3	Statistiche descrittive - 2 . . . . .	62
4.4	Statistiche descrittive - 3 . . . . .	63
4.5	T-test per differenza di medie . . . . .	65
4.6	Matrice delle correlazioni di variabili di corporate governance . . . . .	66
4.7	Matrice delle correlazioni di variabili economico-finanziarie . . . . .	66
4.8	Risultati regressioni DPS/EPS . . . . .	72
4.9	Risultati regressioni Dividend/Marketcap . . . . .	73
4.10	Risultati regressioni Dividend/TotalAsset . . . . .	74
4.11	Risultati regressioni Dividend/Sales . . . . .	75
4.12	Tabelle regressioni con introduzione dei riacquisti ai dividendi . . . . .	76

# Elenco delle figure

1.1	Indice Tobin's Q in relazione alla dimensione del CdA (Yermack 1996)	22
1.2	Rapporto tra board e proprietà in imprese familiari (Jaskiewicz e Klein 2007)	23
2.1	Concentrazione proprietaria (Abrardi e Rondi 2023)	35
2.2	Imprese quotate in nei paesi europei e USA (SSEI 2025)	37
3.1	Payout: dividendi e riacquisti (Grullon e Michaely 2002)	45
4.1	Distribuzione delle imprese per tipo di controllo	49
4.2	Distribuzione delle imprese in familiari e non	50
4.3	Composizione media imprese italiane	51
4.4	Composizione media imprese italiane	51
4.5	Imprese con e senza secondo azionista rilevante	52
4.6	Imprese con e senza secondo azionista rilevante nel tempo	52
4.7	Media dei dividendi emessi annualmente dalla imprese italiane	53
4.8	Confronto delle medie annuali di dividendi e ebit	53
4.9	Media di Dividend Payout e dei Dividend Yield nel tempo	55



# Introduzione

Ciascuna impresa, per finanziare le proprie attività, siano esse operative o di investimento, ha necessità di fondi che possono essere raccolti in molteplici modi diversi: la struttura finanziaria rappresenta l'insieme di tutte le fonti di finanziamento e la sua composizione incide in maniera determinante nella vita dell'impresa.

Innanzitutto, è utile specificare le due anime fondamentali che rappresentano la struttura finanziaria, cioè il capitale di rischio e il capitale di debito.

Il capitale di rischio rappresenta l'insieme delle risorse finanziarie immesse nell'impresa da soci o investitori che si assumono il rischio di perdere la somma versata in caso di perdite dell'impresa e non hanno, in genere, garanzie sulla restituzione del capitale. Il capitale di debito invece è rappresentato da fonti finanziarie che prevedono un rimborso obbligatorio da parte dell'impresa, che può avvenire sotto molteplici forme, con l'aggiunta di una quota di interessi sul capitale investito, da versare ai creditori.

La struttura del capitale influenza in maniera significativa sia le scelte di investimento, sia il valore dell'impresa: scegliere la struttura adeguata è uno dei temi chiave su cui ruota l'intera sopravvivenza dell'impresa stessa. La composizione della struttura del capitale porta con se, oltre che questioni prettamente finanziarie, anche temi di investimento strategico, di rischio e di monitoraggio. In particolare il tema del monitoraggio è quello che spesso riveste notevole interesse, perché risulta essere determinante in riferimento alla modalità in cui viene condotta l'impresa e sugli obiettivi che chi la controlla persegue: questo tema ricorrerà di frequente nel

corso di questo lavoro.

Nell’analisi della struttura del capitale rientra lo studio della struttura proprietaria, centro nevralgico delle scelte dell’impresa; la struttura proprietaria descrive la distribuzione delle quote di capitale tra i suoi azionisti. Questa struttura porta con se informazioni su temi importanti per l’impresa come la concentrazione della proprietà, che descrive quanto capitale detengono pochi grandi azionisti, la natura degli azionisti, siano essi famiglie, investitori istituzionali o enti pubblici, nonché la presenza di azionisti rilevanti, cioè coloro che possiedono una quota azionaria superiore al 5%. La concentrazione e la natura degli azionisti fa riemergere con forza il tema del monitoraggio di cui si accennava in precedenza: l’eterogeneità della composizione dell’assetto azionario crea un disallineamento di interessi tra le varie parti coinvolte. La letteratura fornisce numerosi spunti su come la composizione della struttura proprietaria influenzi la corporate governance dell’impresa.

I temi emersi in questa prima introduzione, come la concentrazione della proprietà e i temi di corporate governance, verranno analizzati con maggiore dettaglio nel prossimo capitolo e rappresentano la base per lo studio sull’influenza di azionisti dominanti nelle scelte dell’impresa e come la presenza di altri di azionisti rilevanti possano influire su tale scelte, attraverso il monitoraggio.

La letteratura si è a lungo concentrata sui temi di corporate governance legati ad un azionista di controllo e come gli altri azionisti, o gruppi di questi, potessero esercitare monitoraggio sull’impresa, dunque sul comportamento del primo azionista nel caso di proprietà diffusa. Poco o nulla invece è stata trattata l’influenza di un altro azionista con una quota importante all’interno della struttura dell’impresa e come la sua presenza impatti le dinamiche di controllo e di governo, e soprattutto come una tale struttura può essere utile a proteggere gli interessi di tutti gli

azionisti.

Il presente lavoro si pone l’obiettivo di esplorare l’importanza di un altro azionista che possiede una quota notevole all’interno della struttura proprietaria dell’impresa e su come questo possa cambiare la quota di dividendi distribuiti: questo aspetto viene preso come riferimento della tutela dell’interesse di tutti gli azionisti.

Nel primo capitolo del presente elaborato verrà analizzato il problema di agenzia e in particolare quello tra i vari azionisti dell’impresa, dovuto ai benefici privati che scaturiscono dall’allocazione del controllo. Il focus poi si sposterà sulle caratteristiche della struttura proprietaria e i meccanismi di tutela degli azionisti. Verrà poi analizzata la politica di emissione dei dividendi come meccanismo di remunerazione degli azionisti e come questo sia strettamente correlato alla struttura proprietaria. Successivamente entrerà nel merito dell’analisi empirica per studiare come la presenza di un altro grande azionista influenzi l’emissione dei dividendi, partendo dai dati di imprese italiane quotate e proponendo un modello che verifichi l’andamento di diverse variabili espressione della politica di emissione dei dividendi al variare della composizione proprietaria dell’impresa, con un focus sul secondo maggiore azionista.

Nell’ultima parte verranno poi discussi i risultati e le conclusioni che si possono trarre dall’analisi.

# 1

# Proprietà e controllo dell'impresa

## 1.1 I problemi di agenzia

La diversa natura degli attori coinvolti nell'impresa genera obiettivi diversi che possono sfociare in comportamenti opportunistici e che possono portare a decisioni che danneggiano gli azionisti o che non valorizzano in maniera opportuna l'impresa. In questo contesto si colloca la teoria dei problemi di agenzia, che rappresentano una delle sfide più complesse della corporate governance di un'impresa.

Il problema dell'agenzia nasce quando vi è *un rapporto contrattuale secondo cui una parte (Principale) induce un'altra parte (Agente) a compiere un'azione per conto del principale che comporta la delega di una certa autorità decisionale all'agente (Meckling e Jensen 1976)*. In particolare nasce il problema di agenzia quando l'azione dell'agente, o le sue competenze, non sono verificabili da parte del principale e quando i due hanno obiettivi divergenti.

I problemi di agenzia sono caratterizzati da diverse forme di asimmetria informativa tra il principale e l'agente, che non può essere monitorato in maniera completa sul suo operato. Generalmente, le principali forme di asimmetria informativa, nelle imprese, sono distinte in tre categorie:

- **Azione nascosta e rischio morale:** è la forma più diffusa del problema

di agenzia e riguarda il rapporto tra proprietà (principale) e controllo (agente) dell'impresa; dunque se chi detiene il capitale è persona diversa da chi amministra l'impresa emergono obiettivi differenti (Fama e Jensen 1983), in quanto chi amministra punta a espandere l'impresa per ottenere più benefici, mentre l'azionista vorrebbe che i profitti fossero allocati per ricompensare gli azionisti stessi o preferisce una maggiore redditività delle attività, attraverso investimenti più efficienti. Questa forma di asimmetria informativa sarà inoltre molto rilevante nella discussione del caso in questione in questo lavoro, poiché è la base da cui trae origine una diversa allocazione dei profitti come dividendi. Il punto fondamentale della questione è che chi amministra può occultare il suo impegno e le sue attività, causando quella che comunemente è detta *espropriazione degli azionisti*, ma allo stesso modo è complesso per le stesse persone dimostrare il loro reale sforzo agli azionisti che può essere difficile da provare;

- **Informazione nascosta e selezione avversa:** riguarda le informazioni aggiuntive di cui può disporre chi amministra l'azienda in merito ai progetti futuri e alla profitabilità di questi. Dunque diventa complicato per gli azionisti o per i potenziali investitori capire il reale obiettivo dei progetti e quanto questo sia allineato con gli scopi della proprietà. L'amministrazione dell'impresa trova dunque difficoltà nel trasmettere il valore dei progetti futuri agli azionisti che, consci delle informazioni aggiuntive di cui godono gli amministratori, temono che questi traggano esclusivo vantaggio per se stessi;
- **Contratti incompleti e non verificabilità:** in contratti spesso complessi, come quelli che caratterizzano l'attività di un'impresa, è difficile prevedere,

e dunque specificare, ciascuna situazione che può incorrere nel futuro e le conseguenti azioni per diversi motivi tra cui (Tirole 2010): l'incertezza del futuro, con l'impossibilità di prevedere tutte le eventualità che possono accadere; elevati costi di redazione, per cui specificare in maniera dettagliata ciascuna possibilità, seppur remota, renderebbe insostenibili i costi di redazione dei contratti; difficoltà tecniche e legali, in quanto spesso, alcuni aspetti sono difficili da tradurre in clausole che abbiano un valore giuridico vincolante. Nonostante dunque l'informazione, in questo caso, sia nota sia all'assetto amministrativo e proprietario, che a quello di investimento, è difficile renderla verificabile da terzi in tribunale.

Da questa trattazione emerge che i problemi di agenzia coinvolgono gli attori dell'impresa e a seconda del rapporto reciproco che vi è tra questi, si possono distinguere diverse tipologie che evidenziano i conflitti, soprattutto, di azzardo morale e informazione nascosta. I rapporti che sono più affetti da questi sono:

- **Rapporto tra amministratori e azionisti:** In presenza di separazione tra chi detiene la proprietà (azionisti) e chi detiene il controllo dell'impresa (amministratori) si genera il conflitto che si è già discusso a proposito del rischio morale che spinge gli amministratori a massimizzare i *benefici non monetari* che possono estrarre dall'impresa, come potere, prestigio, benefit personali, aumenti di stipendio, attraverso una prioritaria massimizzazione del valore dell'azienda piuttosto che prediligere la distribuzione del reddito residuo dell'impresa agli azionisti;
- **Rapporto tra azionisti di minoranza e maggioranza:** nelle strutture con proprietà concentrata, ossia con molte quote nelle mani di pochi (spesso

uno solo) azionisti generano divergenza di obiettivi anche tra azionisti stessi.

Gli azionisti di maggioranza possono infatti estrarre, così come discusso in precedenza per gli amministratori, benefici privati esercitando la loro influenza dominante sulle scelte aziendali e sulle operazioni che l'impresa persegue, nonché anche sulla distribuzione dei dividendi (Shleifer e Vishny 1997);

- **Rapporto tra impresa e stakeholder esterni:** riguardano soprattutto le scelte che vengono prese tenendo conto degli interessi di altri attori esterni alle dinamiche proprietarie e di controllo, ma connessi all'attività dell'impresa, come creditori, fornitori o dipendenti. Le scelte aziendali interessano particolarmente questi soggetti anche a seconda dell'orizzonte verso cui vengono proiettati gli obiettivi, cioè se a breve o lungo termine, poiché un investimento a breve termine potrebbe favorire l'estrazione di benefici privati piuttosto che una sostenibilità d'impresa efficace o una buona solidità finanziaria, frutto di investimenti di lungo termine.

Affinché si riesca a limitare i problemi fin'ora descritti sono necessarie misure ad hoc, in modo da rendere quanto più compatibili possibile gli obiettivi tra il principale e l'agente; tuttavia, l'applicazione di queste misure genera dei costi che devono essere sopportati dall'impresa ed è possibile suddividerli in tre categorie (Meckling e Jensen 1976):

- **Costi di monitoraggio:** rappresentano le spese del principale per controllare l'operato dell'agente, con lo scopo di allineare gli obiettivi di quest'ultimo a quelli del principale. Tra questi si possono trovare i costi per produrre reportistica interna, per introdurre sistemi di controllo gestionale o per condurre audit finanziari;

- **Costi di bonding:** sono quei costi che deve sostenere l'agente per dimostrare la sua affidabilità e che agisce per conseguire gli obiettivi del principale e ridurre il rischio percepito dal principale stesso. Tra questi troviamo ad esempio le clausole contrattuali che prevedono penalità in caso di comportamenti opportunistici o eventuali assicurazioni per coprire le inadempienze dell'agente o schemi di incentivo come il *pay for performance*;
- **Perdita residua:** perdita dovuta alla divergenza degli obiettivi, nonostante eventuali azioni preventive intraprese. Si ottiene dalla differenza tra il massimo valore ottenibile se l'agente avesse operato nel completo perseguitamento degli obiettivi del principale e il valore realmente realizzato.

Questi costi rappresentano la cifra dell'inefficienza dovuta al disallineamento degli obiettivi tra principale e agente e dalla necessità di gestire i rapporti di cui si è discusso in precedenza. L'impresa, per minimizzare questi costi, ha a disposizione meccanismi di *corporate governance* che, per il caso specifico, verranno discussi successivamente.

## 1.2 Allocazione del controllo

La concentrazione della proprietà di un'impresa, intesa come il possesso di una porzione importante della partecipazione azionaria da parte di un unico soggetto, pone la questione fondamentale che riguarda chi detiene il potere decisionale all'interno dell'impresa stessa. Dunque, occorre evidenziare la separazione tra la proprietà dell'impresa, che appartiene a tutti gli azionisti, nella misura delle quote che ciascuno di questi possiede, e il controllo, che appartiene invece a chi detiene abbastanza quote proprietarie da esercitare la propria influenza sull'amministrazione

dell'impresa: da questa distinzione scaturiscono i problemi di agenzia di cui si è ampiamente discusso nella sezione dedicata.

La perfetta separazione tra proprietà e controllo è espressione di un azionariato diffuso, con molti azionisti che possiedono una quota non rilevante, e che dunque delega il potere amministrativo ai manager che lavorano per l'impresa. Ma, sebbene l'azionariato diffuso sia uno standard per diverse imprese, come lo sono state le grandi corporation statunitensi che hanno dato origine al concetto di separazione tra proprietà e controllo, non è possibile dire altrettanto per la maggior parte di esse, in cui vi è la presenza di un azionista che detiene una quota importante di azioni e che quindi esercita il controllo dell'impresa. La concentrazione della proprietà è favorita da diversi aspetti tra cui (Holderness 2003):

- **La dimensione dell'impresa:** nelle imprese più piccole è più facile avere una proprietà più concentrata nelle mani di un singolo azionista di controllo o di familiari;
- **Settori o paesi fortemente regolati:** la presenza di regolamenti sulla protezione degli azionisti rende la proprietà più diffusa e quindi garantisce una minore concentrazione della proprietà. Ad esempio, nei paesi con un sistema di *civil law* (come Italia, Francia, Germania, Spagna ecc.) la concentrazione proprietaria è più elevata rispetto a sistemi di *common law* (di Stati Uniti e Regno Unito) che garantiscono una protezione più elevata dei diritti degli azionisti (Porta et al. 1998).

Sugli aspetti positivi e negativi dell'avere una struttura concentrata o diffusa si è dibattuto nella letteratura economica: da un lato c'è chi sostiene che una struttura con un solo azionista di maggioranza sia più efficace, in quanto si riducono i costi

di agenzia e l'azionista predominante avrebbe come interesse principale la creazione di valore per sè e per gli altri azionisti (Meckling e Jensen 1976); dall'altro lato, che si può intendere come il risvolto della medaglia, l'azionista di maggioranza può decidere di prediligere e indirizzare il controllo per ottenere benefici privati, piuttosto che benefici per tutti gli azionisti e dunque una proprietà diffusa può contribuire ad evitare questi comportamenti.

Ma, in primo luogo, è importante capire come influisce il possesso di una larga quantità di azioni dell'impresa nell'amministrazione della stessa. L'organo di amministrazione dell'impresa viene eletto dall'assemblea dei soci, quindi dagli azionisti, attraverso un'elezione per maggioranza di quote in assemblea; risulta dunque evidente che, i soci che possiedono un'importante porzione di quote dell'impresa possono indirizzare e influenzare il voto sugli amministratori e, di riflesso, indirizzare gli obiettivi dell'impresa. Con tutta evidenza, è facile notare come il controllo dell'impresa sia in realtà nelle mani degli azionisti che, attraverso le loro quote, riescono a nominare tutto (o una grande parte) il *consiglio di amministrazione*. Per questo motivo si parla di differenza tra proprietà, che appartiene per definizione a chiunque possieda una quota qualsiasi dell'impresa, e controllo, che invece può appartenere ad una cerchia ristretta di soci.

Per esercitare il controllo dell'impresa è possibile detenere quote, che garantiscono sufficienti voti, per nominare gli amministratori in diversa misura, a cui corrispondono diversi gradi di controllo (Porta et al. 1998):

- quando il primo azionista possiede la maggioranza assoluta dei voti e dunque può prendere le decisioni sia in assemblea ordinaria che straordinaria. A questa fattispecie corrisponde il massimo potere di controllo esercitabile dall'azionista di maggioranza;

- quando il primo azionista non possiede la maggioranza assoluta, ma può comunque prendere le decisioni in seconda convocazione in assemblea sia ordinaria che straordinaria;
- quando il primo azionista non possiede la maggioranza assoluta, ma ha un peso tale da prendere le decisioni in seconda convocazione dell'assemblea ordinaria, ma non straordinaria. Questa fattispecie è la più debole dal punto di vista dell'esercizio del controllo, in quanto tale potere è subordinato all'eventuale presenza di altri soci in assemblea.

Tuttavia si è dimostrato che il 20% rappresenta la quota minima da detenere per esercitare il controllo purché l'80% restante appartenga ad un gran numero di azionisti: per potersi opporre al controllo di chi detiene anche solo il 20% sarebbe necessario, in casi come questo, convincere tutti i piccolissimi azionisti a partecipare l'assemblea (evitando il problema del free-riding, in quanto i piccoli azionisti hanno poco incentivo ad esercitare il loro compito in assemblea) e/o a creare un accordo che permetta ad una grande quantità di persone, tale per cui sia possibile superare il 20%, al fine di creare un gruppo; questi due mezzi necessari a contendere il controllo sono di difficile applicazione in contesti reali in cui la restante parte dell'assetto azionario è realmente molto diffuso, tuttavia sono presenti altri strumenti che potrebbero rendere più accessibile il contendimento del controllo.

### 1.3 Benefici privati del controllo

Si è parlato diffusamente, nelle sezioni precedenti, del fatto che una proprietà concentrata, dunque con un primo azionista che detiene una quota importante, sia un rischio per l'impresa in quanto questi sarebbe più incline ad adottare

comportamenti opportunistici volti a massimizzare la propria utilità, attraverso benefici privati, piuttosto che il valore dell'impresa, causando uno svantaggio agli altri azionisti.

Risulta utile, a questo punto, trattare in maniera specifica il concetto dei benefici privati del controllo ossia vantaggi che un soggetto, o un gruppo, può ottenere grazie alla sua posizione di controllo dell'impresa e che non sono condivisibili con gli altri azionisti(Grossman e Hart 1988); in particolare, in letteratura, sono divisi in(Zingales 1994):

- **monetari**: sono quelli che prevedono un trasferimento di risorse economiche dall'impresa;
- **non monetari**: sono quelli che fanno riferimento più alla sfera personale di chi ne gode come il prestigio personale, la reputazione o il potere.

Tra i benefici monetari si trovano compensi più elevati per mansioni ricoperte nell'impresa, il trasferimento dei profitti attraverso vendite sottocosto o acquisti in sovrapprezzo da società controllate dai soggetti che detengono il controllo dell'impresa, acquisizioni di società a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza.

Fino ad ora i benefici privati sono stati visti con la sola accezione negativa, ossia come un problema che affligge l'impresa; tuttavia, possono rappresentare anche un fattore positivo per l'impresa.

Ottenere maggiore prestigio, potere o una buona reputazione può essere anche un aspetto disciplinante per chi amministra l'impresa, in quanto può incentivare questi ad una gestione più attenta e ad un impegno maggiore(Bianchi, Bianco, Giacomelli et al. 2005). Inoltre l'impresa può sfruttare informazioni esclusive, che ha chi la controlla, per cogliere opportunità di investimento che altrimenti non

sarebbero raggiungibili, dando dunque valore alle conoscenze private e specifiche di chi controlla per aumentare il valore dell'impresa (Grossman e Hart 1988). Quando chi detiene il controllo dell'impresa può estrarre benefici privati ha tutto l'interesse di farlo quanto più a lungo possibile: i controllanti sono motivati a impegnarsi a lungo termine nell'impresa favorendo una struttura più stabile che possa assicurare continuità e coerenza nelle scelte strategiche (Bebchuk 1999). In imprese con la proprietà diffusa, caratterizzate da molti piccoli azionisti che hanno poco interesse ad operare attivamente nella vita dell'impresa (problema del free riding di cui si è accennato nella sezione precedente), chi detiene il controllo ha maggiori incentivi a monitorare nella maniera corretta l'amministrazione dell'impresa per trarne il massimo valore possibile, poiché sono i primi a subirne le decisioni e le conseguenze (Shleifer e Vishny 1997).

I benefici privati che scaturiscono dal controllo spesso aumentano notevolmente il valore della quota proprietaria posseduta dall'azionista: per questo motivo detenere il controllo ha un valore spesso più elevato del semplice possesso delle azioni e ciò implica che gli azionisti che controllano l'impresa sono molto riluttanti nel cedere tale controllo.

Ma come si misurano i benefici privati del controllo che estrae chi controlla un'impresa?

La misura dei benefici privati di controllo è un'attività complessa a causa della natura di questi stessi benefici: non è semplice stimare i vantaggi economici che riesce a estrarre l'azionista di controllo, ma ancor più difficile è quantificare, in maniera precisa, i benefici non monetari che attingono soprattutto alla sfera personale di chi ne beneficia. Esistono comunque degli approcci, basati su studi empirici, che hanno l'obiettivo di fornire delle stime, non esatte ma verosimili, sulla

misura dei benefici privati.

Il primo approccio valuta i benefici privati come la differenza tra il prezzo pagato da chi acquista in pacchetto di controllo, cioè il numero di azioni tali per cui si riesce a controllare l'impresa, e il prezzo di mercato di tali azioni il giorno dopo il trasferimento del controllo(Barclay e Holderness 1989): tale differenza rifletterà il premio dovuto ai benefici privati connessi al controllo stesso. La formula che riflette questo approccio e restituisce, in forma percentuale, il premio pagato che corrisponde ai benefici del controllo è:

$$Premio = \frac{P_{acq} - P_{mer}}{P_{mer}} * 100 \quad (1.1)$$

con  $P_{acq}$  che rappresenta il prezzo di acquisto e  $P_{mer}$  che rappresenta il prezzo di mercato.

La tabella 1.1 mostra alcune evidenze empiriche su quanto è valso, in anni diversi o in paesi diversi, il premio per il controllo.

Paese	Premio per benefici privati
USA	1%
Australia	2%
Brasile	65%
Regno Unito	1,4%
Italia	37%
Messico	35%

**Tabella 1.1:** Valore del premio per i benefici del controllo nei paesi(Dyck e Zingales 2004)

I dati mostrano come vi sia una relazione tra paesi con elevati sistemi di protezione

degli azionisti o mercati più sviluppati e il premio per il controllo: si nota che i paesi con mercati sviluppati e sistemi di tipo common law, come USA e Australia, abbiano bassi premi per il controllo, mentre paesi con un sistema di civil law, come in Italia o mercati meno sviluppati come in Sud America mostrino valori più elevati. Altri fattori che possono incidere in un valore più alto del premio per il controllo possono essere: bilanci poco trasparenti, scarsa concorrenza, bassa diffusione della stampa e alta evasione fiscale(Dyck e Zingales 2004).

Il secondo approccio invece valuta il valore aggiuntivo che hanno le azioni con diritto di voto, quelle dunque utili ad esercitare il controllo per l'influenza sull'assemblea di cui si è discusso nella prima sezione, rispetto alle azioni senza diritto di voto(Zingales 1994). La formula utilizzata per valutare il premio dovuto ai diritti di voto delle azioni è:

$$Premio = \frac{P_{voto} - P_{novoto}}{P_{novoto}} * 100 \quad (1.2)$$

con  $P_{voto}$  che rappresenta il prezzo delle azioni con diritto di voto e  $P_{novoto}$  che rappresenta il prezzo delle azioni senza diritto di voto.

La tabella 1.2 mostra il premio assegnato alle azioni con diritto di voto rispetto a quelle senza diritto di voto.

Paese	Premio per azioni con diritto di voto
USA	2%
Germania	10%
Regno Unito	10%
Italia	29%
Francia	28%

**Tabella 1.2:** Valore del premio per azioni con diritto di voto rispetto ad azioni senza diritto di voto(Enriques e Volpin 2007)

I risultati mostrano, in linea con ciò che si è visto con il primo approccio, come le azioni con diritto di voto valgano di più nell'Europa continentale, piuttosto che negli USA o nel Regno Unito (Enriques e Volpin 2007).

## 1.4 Corporate governance

Nelle sezioni precedenti è stato evidenziato come diversi attori coinvolti nell'impresa abbiano obiettivi disallineati, spesso divergenti e il motivo di tali divergenze. Bisogna però, a questo punto, interrogarsi sull'esistenza o meno di mezzi che possano garantire un modo di operare, di tutti i soggetti coinvolti, che sia efficiente, etico e responsabile nei confronti dell'impresa: è in questo contesto che si innesta la corporate governance.

La corporate governance *"si occupa dei modi con cui chi fornisce i finanziamenti alle aziende si assicuri di ottenere un ritorno sul proprio investimento"* (Shleifer e Vishny 1997). Viene inoltre definita come *"insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita*

*societaria*" (Borsa Italiana 2025).

Esistono dunque diversi meccanismi che hanno l'obiettivo di: ridurre i conflitti; garantire la trasparenza delle informazioni importanti, in modo che queste siano accessibili a tutti e si possano prendere decisioni informate; fare in modo che chi controlla e amministra l'impresa sia responsabile delle proprie azioni e decisioni intraprese; assicurare la protezione a tutti gli azionisti, soprattutto quelli di minoranza, in modo che possano godere dei diritti che gli spettano (in maniera proporzionale alla quota posseduta).

I meccanismi di disciplina si possono suddividere in esterni ed interni (Zingales 1997)¶

- **Esterne:** sono quelli che operano attraverso strumenti e forze che sono al di fuori della struttura interna dell'impresa. Sono legati anche al contesto economico, normativo e di mercato in cui è inserita l'impresa;
- **Interni:** sono quelli che operano con strumenti e forze all'interno della struttura dell'impresa.

Uno dei meccanismi esterni è la scalata: questo è uno strumento attraverso cui si ha un cambiamento nel soggetto che controlla l'impresa. La scalata può avvenire quando un soggetto o acquista un numero tale di azioni da contendere o strappare il controllo a chi lo detiene, o si fa assegnare le deleghe di voto dagli azionisti più piccoli: con questa azione lo scalatore può sostituire l'assetto amministrativo dell'impresa. In particolare con le deleghe la scalata diventa meno costosa ed è conveniente per chi detiene già una quota alta. Tuttavia sono necessarie alcune condizioni affinché si possa realizzare una scalata: deve esistere un *Mercato del Controllo delle Imprese* attraverso cui gli azionisti possono vendere le loro azioni e l'imprenditore capace riesce ad acquisire il controllo; deve esserci una struttura

dei diritti di voto compatibile con il trasferimento del controllo (solitamente la struttura *one share one vote*, che assicura ad ogni azione il diritto di voto favorisce la scalata o il mantenimento del possesso all'imprenditore capace, ossia quello che aumenta il valore dell'impresa e non i propri benefici privati, rispetto alla *dual class share* con parte delle azioni senza diritto di voto); le regole interne all'impresa e l'apparato normativo devono consentire la scalata senza ostacoli. Esistono, infatti, alcune norme che vengono inserite negli statuti delle imprese che possono rendere il controllo più contendibile o meno, o delle strategie difensive messe in campo dagli amministratori come: *pillole avvelenate* che aumentano il costo della scalata, lanciando un aumento di capitale appena qualcuno vuole provarci o dando agli azionisti la possibilità di acquistare azioni a prezzi scontati; *terra bruciata*, dando la possibilità ad altri di acquistare asset dell'impresa a prezzi più bassi se vi è il cambio di controllo; *greenmail*, pagando lo scalatore affinché desista. Uno degli ostacoli alla scalata è rappresentato anche, come già detto precedentemente, dall'allocazione delle azioni tra quelle con diritto di voto e quelle senza diritto di voto. Altri fattori che incidono nella scalata sono: la concentrazione della proprietà (più questa è concentrata più difficile è scalare poiché le azioni disponibili per farlo sono poche); la condizione per cui solo una parte degli amministratori è eletta ogni anno, mantenendo dunque un *nucleo stabile* per l'impresa; limiti al trasferimento di azioni o restrizioni dei diritti di voto; la richiesta di una maggioranza qualificata elevata per deliberare un cambio di controllo; il *paracadute d'oro* che incentiva gli amministratori a non ostacolare il cambio di controllo quando avviene, ricompensandoli con una buona retribuzione. Sono previsti inoltre alcuni strumenti che nei mercati finanziari tutelano gli investitori: leggi come la *passivity rule* che

vieta azioni difensive contro le scalate se non autorizzate dall'assemblea o la *break-through rule* che rende inefficaci le regole interne in caso di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) in corso; codici di autodisciplina volontari; organi di controllo e tribunali efficaci, come l'Autorità di Regolazione o la Consob.

Un altro meccanismo esterno di corporate governance è la concorrenza, che costringe le imprese a puntare alla massima efficienza, cercando di ridurre gli sprechi, i flussi di cassa e le risorse che altrimenti sarebbero utilizzate per i benefici privati; in questo contesto, tale meccanismo è più efficace se l'impresa opera in mercati molto concorrenziali, o è esposta alla concorrenza estera, rispetto a regimi di monopolio. Analisi empiriche hanno evidenziato che in imprese che operano in mercati più competitivi i ritorni degli amministratori sono più sensibili ai risultati (Hart 1983).

Un ulteriore meccanismo disciplinante è la competizione sul mercato degli amministratori: funge da ulteriore incentivo per questi, in quanto per l'impresa diventa facile poterli sostituire se inadeguati qualora il mercato del lavoro lo consenta. Ma la possibilità che la competizione possa essere disciplinante per i manager dipende da fattori diversi come: il ruolo della proprietà, ovvero se essa è basata su un controllo familiare, pubblico o multinazionale; se la sostituzione e la remunerazione dipendono dalla capacità del manager (ma bisogna ricordare che è difficile valutare la reale capacità in quanto il risultato ottenuto è legato alle performance dell'impresa, che spesso non dipendono solo dalla capacità del manager e ciò influisce anche sulla retribuzione qualora questa sia legata ai risultati). In Italia, evidenze empiriche hanno dimostrato che vi è una relazione tra i risultati dell'impresa e la sostituzione del CEO (Chief Executive Officer), ma tale relazione non è lineare e dipende se il CEO sia anche azionista di controllo o meno: se non è azionista di controllo, i risultati non soddisfacenti per l'impresa aumentano le possibilità di

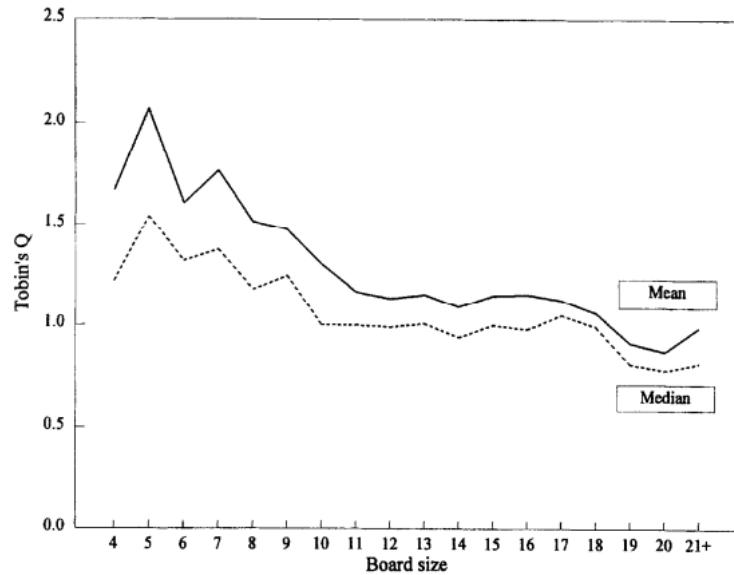
sostituzione, anche per un maggiore controllo da parte degli azionisti; se il CEO è anche azionista di controllo questi, nonostante i risultati negativi, riuscirà ad opporsi (Brunello et al. 2001). Inoltre, la facilità di turnover del CEO aumenta se vi è un patto di sindacato tra gli azionisti (ossia un gruppo di azionisti sono d'accordo su una linea comune di governo dell'impresa), se il CEO non è uno degli azionisti e chi controlla detiene una quota alta.

Il tema del contesto istituzionale incide sulla corporate governance e può rappresentare anch'esso un meccanismo esterno di disciplina: in particolare ritorna il tema del sistema legale con la distinzione tra Common Law (in vigore in UK e USA) e Civil Law (che vige nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale), con il primo che offre una maggiore protezione sui diritti di proprietà e per azionisti e creditori. Contestualmente al sistema legale si collocano le discipline in vigore negli Stati, ed in particolare in Italia con il TUF (Testo Unico Finanza L. 58/1998) che contiene i temi sulla tutela degli azionisti di minoranza, la tutela del risparmio o la competitività. Quanto visto però è strettamente legato al sistema giuridico che, per una applicazione ottimale della normativa, è importante che sia efficace e rapido: sistemi giuridici ben funzionanti consentono un controllo migliore sul corretto funzionamento dell'impresa. Spesso le imprese, non solo per rafforzare il monitoraggio, ma anche per questioni di reputazione, soprattutto nei confronti di investitori istituzionali, i quali sarebbero meno esposti al rischio, e per allinearsi a standard internazionali, che permettono all'impresa di poter operare e competere anche fuori dal territorio nazionale, aderiscono ai codici di autodisciplina; in Italia il codice di riferimento è il Codice Preda che è il Codice di autodisciplina delle società quotate. Le associazioni professionali, come quelle di revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari, che definiscono dei principi che gli appartenenti devono utilizzare

per amministrare l'impresa, favoriscono la formazione in materia di adeguamenti normativi e, con la loro funzione disciplinante, puntano a rafforzare la responsabilità professionale di coloro che rappresentano l'associazione.

Per ciò che invece riguarda i meccanismi interni di corporate governance, l'analisi si sofferma sull'organizzazione interna dell'impresa. L'organo cardine di un'impresa è il Consiglio di Amministrazione (CdA), che ha il compito di rappresentare e garantire l'esecuzione del volere degli azionisti; in particolare nomina il CEO (che solitamente è un professionista esterno) o l'Amministratore Delegato (che spesso è un azionista di controllo). Il CdA viene eletto dall'assemblea degli azionisti che però soffre del free-riding: solitamente è dunque espressione degli azionisti di controllo. La struttura del CdA è rilevante ai fini della corporate governance ed in particolare la composizione di amministratori esecutivi o non esecutivi, esterni o indipendenti e con o senza azioni. Il CdA, come ogni assemblea, è coordinato da un presidente, che può essere anche il CEO o l'azionista di controllo, anche se tale concentrazione di potere non è valutata positivamente dai mercati. Si è dimostrato, attraverso ricerche empiriche, che vi è una correlazione negativa tra la dimensione del CdA e i risultati, il valore di mercato e la capacità di risolvere e mitigare i conflitti dell'impresa (Yermack 1996).

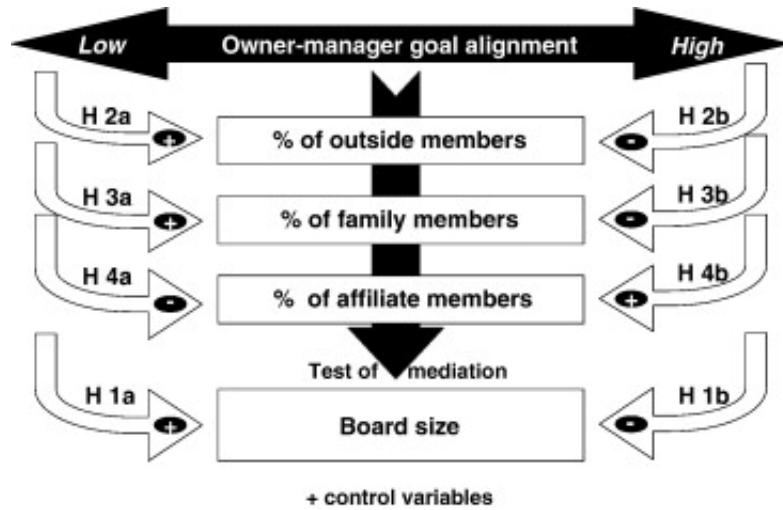
La figura 1.1 mostra come varia l'indice Tobin's Q, che rappresenta il valore di mercato dell'impresa rapportato al costo di sostituzione degli asset (ossia il costo per acquistare asset nuovi che sostituiscano i vecchi), di solito usato come approssimazione del valore di mercato, e la dimensione del CdA: l'andamento, valutato su 452 grandi imprese statunitensi, risulta essere decrescente con l'aumento della dimensione del CdA.



**Figura 1.1:** Indice Tobin's Q in relazione alla dimensione del CdA (Yermack 1996)

Ulteriori studi hanno evidenziato anche che, soprattutto le imprese familiari sono costituiti da CdA più piccoli ma meno indipendenti: in particolare è stato evidenziato che, in media su un campione di 351 imprese familiari analizzate, le imprese familiari hanno una composizione del board con: 12,21% di membri indipendenti, 33,61% di membri collegati alla famiglia di controllo e il **53,40%** di membri appartenenti alla famiglia di controllo (Jaskiewicz e Klein 2007); ma la composizione del CdA è influenzata, secondo lo studio, da quanto siano allineati gli obiettivi tra la proprietà e il management dell'impresa, come raffigura la figura 1.2.

L'attività del CdA è anche influenzata dal fatto che gli amministratori siano o meno concentrati su un'unica impresa o attività: alcune evidenze riferiscono che nei CdA composti da *busy directors* (dirigenti impegnati) il monitoraggio è meno attivo dunque si riducono le possibilità di sostituzione del CEO non adeguato e le performance dell'impresa (Fich e Shivdasani 2006). Tuttavia non sono gli unici risultati sul tema, ma ulteriori studi evidenziano invece che in imprese che hanno



**Figura 1.2:** Rapporto tra board e proprietà in imprese familiari (Jaskiewicz e Klein 2007)

bisogno di una gestione con esperienza (soprattutto in imprese giovani) i dirigenti impegnati anche in altre attività possono essere utili e portare conoscenze, ma anche risorse di rete e l'influenza negativa si riscontra solo in imprese che hanno bisogno di un alto livello di monitoraggio (Field et al. 2013). Più in generale si è comunque notato, da un'analisi su un gran numero di imprese quotate nell'S&P 500, che i "busy directors" hanno un influenza negativa sul valore dell'impresa solo quando questi partecipano ad un elevato numero di consigli (Cashman et al. 2012).

All'interno del CdA la presenza di amministratori indipendenti rappresenta un'importante strumento di monitoraggio a tutela degli interessi dell'impresa e dunque di tutti gli azionisti di minoranza. La prescrizione sul numero di amministratori indipendenti si trova nel codice di autodisciplina e dipende dalla misura e dalla concentrazione delle imprese e costoro devono rispettare alcuni requisiti come: non essere stati esecutivi o dipendenti per la stessa impresa negli ultimi tre anni; non avere nessun rapporto commerciale o professionale in essere con l'impresa;

possono restare in carica per massimo 9 anni; non possono essere all'interno del CdA di società controllate; non possono avere legami con la società di revisione. Tuttavia queste figure nella pratica incontrano difficoltà in quanto spesso hanno accesso a meno informazioni sull'impresa, sono comunque dipendenti dell'impresa stessa e hanno un incarico soggetto a riconferma: tutti questi motivi rendono quasi discutibile la loro indipendenza. Evidenze empiriche hanno però dimostrato che nei casi in cui sono presenti amministratori indipendenti è maggiore la probabilità che i manager vengono sostituiti in caso di risultati insoddisfacenti (Weisbach 1988). Nel Regno Unito si è registrato, inoltre, un aumento delle performance e del valore dell'impresa correlati all'introduzione del Cadbury Committee Recommendation che ha rafforzato il numero e il ruolo di amministratori indipendenti (Dahya e McConnell 2007). Non mancano, però, visioni discordanti che non trovano una correlazione significativa tra la presenza e il numero di amministratori indipendenti e migliori performance aziendali (Bhagat e Black 2001).

La struttura di capitale dell'impresa rappresenta un altro importante meccanismo di corporate governance ed in particolare il debito svolge una funzione disciplinante poichè prevede un obbligo di rimborso da parte dell'impresa pena il fallimento o l'acquisizione dell'impresa e/o degli asset da parte dei creditori, ponendo dunque dei limiti alla discrezionalità degli amministratori. I problemi di agenzia e il disallineamento degli interessi tra i vari soggetti coinvolti nell'impresa trovano una parziale soluzione in contratti che cercano di riallineare gli obiettivi: i contratti *pay-for-performance* rappresentano un valido strumento per scegliere i migliori amministratori e trattenerli. Allo stipendio base, si possono infatti legare altre componenti come: bonus legati a risultati raggiunti nel breve termine; premi azionari come azioni cedute o vendute in sconto; piani azionari fantasma che non

danno diritti di voto ma assegnano i dividendi; opzioni su azioni. Sebbene i risultati evidenziano un migliore allineamento tra interessi di manager e azionisti, con una riduzione dei costi di agenzia(Jensen e Murphy 1990), è stato anche evidenziato che alcuni dei benefici indicati incentivano gli amministratori a concentrarsi sui risultati a breve termine e/o possono indurli a mettere in campo misure per far sì che le azioni salgano fino al momento in cui possono esercitare l'opzione assumendosi rischi più elevati(Edmans e Gabaix 2016).

## 1.5 Blockholders e investitori istituzionali

Uno dei più importanti temi che si collocano all'interno della corporate governance è il ruolo dei *blockholders*, ossia di azionisti che detengono una quota significativa del pacchetto azionario dell'impresa, sul monitoraggio. Questo punto viene analizzato in una sezione dedicata in quanto necessita di maggiore approfondimento per lo scopo di questo lavoro.

La letteratura accademica tratta ampiamente le diverse sfaccettature sul ruolo dei blockholders nella gestione dell'impresa e molti solo gli articoli che forniscono dei risultati empirici sull'effetto di questi azionisti.

Non vi è una definizione univoca che descrive quando un azionista può essere considerato o meno un blockholder, tuttavia solitamente si fa riferimento a questi quando l'azionista detiene una quota tale da poter influenzare le scelte dell'impresa e possiede abbastanza incentivi da essere interessato ad esercitare un monitoraggio attivo nella gestione. Gli studi empirici prendono tuttavia come riferimento il possesso di almeno il 5% dell'impresa per definire un azionista blockholder, in quanto questo è il livello minimo per cui si ha l'obbligo di comunicazione alle

autorità garanti degli azionisti in USA (mentre in Italia è il 3% o il 5% per le Piccole e Medie Imprese (PMI)).

Sebbene sia fissata una soglia convenzionale, evidenze dimostrano che il monitoraggio cresce con l'aumentare della dimensione del blocco e che non vi è una discontinuità fissata al 5%. Inoltre, per semplicità solitamente si definisce il blocco come un gruppo omogeneo di azionisti, ma nella pratica non è sempre così: del blocco fanno parte diversi tipi di investitori che potrebbero essere persone fisiche, fondi di investimento, società o altro ancora; ciascuno di questi tipi può avere degli interessi diversi all'interno dell'impresa pur facenti parte del blocco, nonché possono subire in maniera diversa le azioni e i risultati dell'impresa stessa(Edmans 2014). Dunque la definizione di blockholder assume più dei connotati burocratici e applicativi piuttosto che empirici.

La presenza di blockholders nelle imprese moderne è abbastanza comune: negli Stati Uniti il 96% delle imprese, nel 2009, aveva almeno un blockholder (inteso come un azionista con una quota rilevante superiore al 5%). La tabella 1.3 mostra la struttura proprietaria delle imprese nel 2004 e nel 2009 quotate attraverso i dati di Compustat e CRSP(Basu et al. 2016).

	Numero di blockholders	Controllo totale del blockholder (%)	Controllo totale degli insider (%)
Massimo	11.00	100.00	100.00
75° percentile	4.00	53.75	23.60
<b>Media</b>	<b>3.02</b>	<b>38.54</b>	<b>17.59</b>
Mediana	3.00	35.90	9.20
25° percentile	2.00	21.60	4.05
Minimo	0.00	0.00	0.00

**Tabella 1.3:** Statistiche sulla composizione della proprietà(Basu et al. 2016)

I risultati dimostrano come in media ci sia più di un blockholder all'interno delle imprese e che questi detengano quasi il 40% del controllo.

Si è inoltre dimostrato che la presenza dei blockholders è solitamente stabile nel tempo: si è evidenziato come nel 96% dei casi i blockholders sono presenti dopo 5 anni dalla prima analisi e non si è registrata nessuna impresa che ha perso un blockholder che deteneva più del 25%.

Ma quali sono gli strumenti a disposizione dei blockholders? La loro azione può essere suddivisa in due modelli(Edmans 2014):

- **Modello voice:** detto anche di intervento diretto, riguarda tutti gli strumenti di partecipazione attiva degli azionisti che possono suggerire nuove strategie o impedire fusioni e acquisizioni, ma anche scegliere il destino degli amministratori inefficienti. Questo modello soffre particolarmente del problema del free-riding in quanto i costi di queste azioni sono sostenuti tutti da chi le esercita ma i benefici sono condivisi con tutti gli azionisti;
- **Modello exit:** riguarda la possibilità per i blockholders di vendere le proprie partecipazioni o anche solo minacciare di farlo; questo segnala al mercato una carente fiducia nell'amministrazione dell'azienda e fa calare il valore delle azioni, con una conseguente ulteriore perdita del valore dell'impresa. Questa azione potrebbe essere guidata esclusivamente dall'interesse egoistico dell'azionista ma resta comunque uno strumento disciplinante per chi controlla e amministra l'impresa.

Sulla base dei modelli presentati, i blockholders assumono un ruolo importante all'interno dell'impresa e possono impattare su diversi fattori di questa. Uno studio ha evidenziato l'effetto che hanno i blockholders sul valore dell'impresa: analizzando

136 imprese finlandesi (non finanziarie), quotate in borsa tra il 1993 e il 2000, si è misurato il valore dell'impresa attraverso gli indici Tobins'Q e Return on Asset (ROA). La tabella 1.4 evidenzia i risultati ottenuti analizzando le partecipazioni azionarie e i diritti di voto dei tre maggiori azionisti di ciascuna impresa, ponendo l'accento anche sulla loro identità (Maury e Pajuste 2005):

Aspetto analizzato	Impatto sul valore dell'impresa
Voti distribuiti in modo equo tra i maggiori tre azionisti	Positivo ↑
Potere più concentrato nel primo azionista	Negativo ↓
Controllo posseduto maggiore della proprietà posseduta	Negativo ↓
Secondo azionista è una famiglia	Negativo ↓ (in impresa a controllo familiare)
Secondo azionista è un'istituzione finanziaria	Positivo ↑ (in impresa a controllo familiare)

**Tabella 1.4:** Impatto dei blockholders sul valore dell'impresa (Maury e Pajuste 2005)

Questi risultati dimostrano come il valore aziendale è influenzato sia dalla presenza di altri grandi azionisti all'interno dell'impresa, ma anche dalla loro natura: in particolare le imprese a controllo familiare per evitare una maggiore estrazione di benefici privati necessitano di un monitoraggio da parte di altri azionisti e il valore aumenta se questi azionisti sono *istituzionali*, con il connubio di controllo familiare e istituzionale che tende a proteggere maggiormente l'impresa.

Oltre che la presenza, risulta dunque essere importante la natura del blockholder: si è dimostrato che blockholders istituzionali incidono sul livello di investimento

dell'impresa. Tuttavia si raggiunge una migliore efficienza quando questi non raggiungono una quota dominante ma quando agiscono come azionisti diversi dal primo favorendo un ruolo di monitoraggio attivo che permette di efficientare gli investimenti senza dipendere dai cashflow interni dell'impresa. Inoltre l'analisi dimostra che il livello efficiente di monitoraggio dipende dalla durata media dell'investimento dei blockholders (soprattutto quelli istituzionali): l'effetto del monitoraggio è più marcato in presenza di blockholders di lungo termine che favoriscono investimenti efficienti ed evitano il sovrainvestimento, mentre la presenza di blockholders di breve termine induce ad effettuare investimenti meno efficienti che garantiscono ritorni a breve termine. In generale però la presenza di investitori istituzionali garantisce un maggiore controllo sull'azionista di maggioranza per evitare deviazioni delle rendite e perdita di liquidità dell'impresa; per di più, la loro presenza consente un più facile accesso a finanziamenti esterni e garantisce un migliore sistema di corporate governance con una maggiore tutela degli azionisti di minoranza. Negli Stati Uniti uno studio ha dimostrato che la presenza degli azionisti istituzionali garantisce un effetto di governance migliore anche della regolazione e del sistema legale. Questi benefici portano anche a costi minori per risolvere i problemi di agenzia(Alvarez et al. 2018).

Il ruolo disciplinante dei blockholders dipende, oltre che dai fattori analizzati fino ad ora, anche dal fatto che esercitino il proprio ruolo in maniera attiva o passiva, anche a seconda del valore che la partecipazione azionaria ha all'interno dell'intero portafoglio dell'investitore. La tabella 1.5 riporta i risultati di uno studio che dimostrano le differenze sull'impresa di un ruolo passivo dei blockholders sul monitoraggio rispetto a un monitoraggio attivo(Liu et al. 2020).

Aspetto analizzato	Differenza tra impresa con monitoraggio passivo e impresa con monitoraggio attivo
Voto contro amministratori problematici	-7,5%
Probabilità di assenza degli amministratori problematici nel CdA	+17%
Numero di riunioni del CDA	-2,6%
Nomina di nuovi amministratori problematici	+10%
Retribuzione anomala del CEO	+5,1%
Sensibilità pay-for-performance CEO	-15,7%
Probabilità di merger diversificante	+14%
Valore dell'impresa (Tobins'Q)	-3,37%

**Tabella 1.5:** Impatto dei blockholders passivi sull'impresa (Liu et al. 2020)

Come già rilevato, la presenza di un secondo azionista rilevante, influenza sensibilmente il comportamento del CEO e, più in generale degli amministratori, ma si è dimostrato che influenza in maniera importante anche le decisioni sulle politiche di investimento. A riconferma di ciò la tabella 1.6 mostra qual è l'influenza di un secondo azionista attivo, rispetto agli altri passivi, su vari aspetti (tutti legati al monitoraggio sull'amministrazione) dell'impresa stessa (Appel et al. 2019).

La concentrazione o meno della struttura proprietaria dell'impresa (a cui verrà dedicato di seguito ampio spazio di analisi) influenza il ruolo dei blockholders:

Aspetto analizzato	Risultato
Effetto sulla performance operativa	Miglioramento di ROA, ROE
Effetto sulla governance	Maggiore probabilità di sostituzione del CEO in caso di risultati insoddisfacenti %
Effetti sulla probabilità di acquisizione	Maggiore probabilità che l'impresa venga acquisita
Effetto sulle decisioni	Influenza rilevante sulle scelte di investimento e sulle decisioni di M&A, con effetto disciplinante

**Tabella 1.6:** Impatto del secondo azionista sull'impresa (Appel et al. 2019)

diversi studi, tra cui Edmans e Holderness 2017, evidenziano come nei mercati in cui le imprese sono caratterizzate da proprietà diffusa e altamente frammentata, come USA e UK, il blockholder interviene come disciplinante del management per evitare comportamenti opportunistici dovuti alla separazione tra proprietà e controllo, attraverso comportamenti di *voice* e *exit* evidenziati in precedenza. Ruolo in parte diverso hanno invece i blockholders in mercati in cui le imprese hanno una proprietà altamente concentrata come in gran parte dei paesi europei, tra cui l'Italia: in questi contesti il blockholder si pone a tutela degli azionisti di minoranza dall'espropriazione che potrebbe essere condotta dagli azionisti di maggioranza, soprattutto in mercati, come quello italiano, in cui l'alta presenza di gruppi e piramidi (aspetto di cui si parlerà successivamente) consentono un alto potere di controllo a fronte di una bassa quota proprietaria (Bianchi, Bianco e Enriques 2001). Se da un lato dunque, nei mercati anglosassoni, il ruolo è di

allineamento degli incentivi tra azionisti e manager, dall'altro, nella maggior parte dei paesi europei, è quello di tutelare gli azionisti di minoranza.

## 2

# Struttura e governance in Italia

Il contesto imprenditoriale italiano presenta diverse peculiarità rispetto a quello degli altri Paesi del continente e quello statunitense, frutto di una combinazione unica di fattori storici, culturali ed economici che ne hanno segnato lo sviluppo. Lo studio Abrardi e Rondi 2023 fornisce le caratteristiche che contraddistinguono il tessuto imprenditoriale del Paese, tra cui la prevalenza delle PMI, la concentrazione della proprietà e il sistema bank-based, nonché i fattori che determinano tali peculiarità.

## 2.1 La prevalenza delle PMI

In Italia le Piccole e Medie Imprese (PMI) rappresentano la prevalenza nel tessuto imprenditoriale del paese: nel 1996 le imprese con meno di 100 dipendenti, in Italia, rappresentavano il 70% del totale a fronte del 20% della stessa categoria di imprese negli Stati Uniti. Secondo il Censimento Permanente delle Imprese del 2023 (ISTAT 2023) le PMI rappresentano quasi la totalità delle imprese italiane, con oltre il 99%: la tabella 2.1 mostra la distribuzione delle imprese.

I dati dimostrano come le PMI siano l'ossatura portante del sistema imprenditoriale italiano frutto dell'antica vocazione agricola del paese e della frammentazione

Classe dimensionale	% sul totale imprese	% valore aggiunto	% occupati
Microimprese (0 - 9 addetti)	95,0%	26,8%	43,2%
Piccole imprese (10 - 49 addetti)	4,5%	19,4%	19,3%
Medie imprese (50 - 249 addetti)	0,4%	18,9%	12,2%
Grandi imprese ( $\geq 250$ addetti)	0,1%	34,9%	23,8%
<b>Totale PMI (&lt;250 addetti)</b>	$\approx 99\%$	85,1%	74,7%

**Tabella 2.1:** Distribuzione imprese in Italia rispetto al numero totale, all’occupazione e al contributo sul valore aggiunto totale (ISTAT 2023)

che hanno ostacolato lo sviluppo delle grandi compagnie industriali largamente diffuse altrove, a vantaggio di produzioni locali di piccole dimensioni altamente specializzate e prevalentemente a conduzione familiare. Nello studio Abrardi e Rondi 2023 si fa inoltre riferimento alle condizioni del mercato finanziario e alla scarsa protezione degli investitori come causa delle difficoltà per le PMI di crescere.

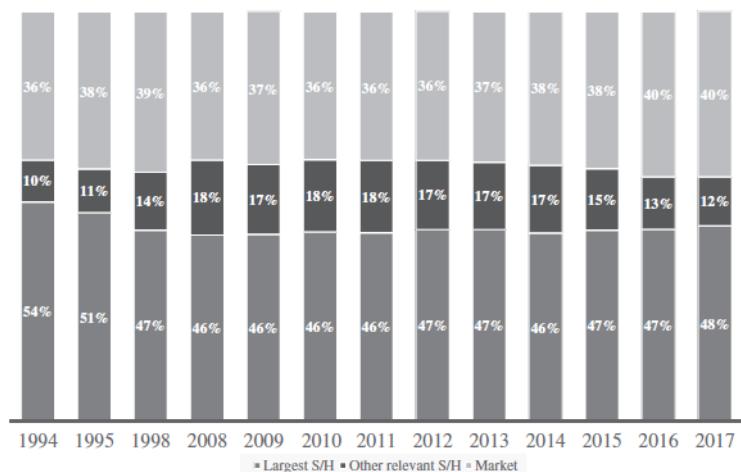
## 2.2 Concentrazione della proprietà

Se nel sistema anglosassone prevale una struttura azionaria diffusa, con un ruolo fondamentale svolto dal mercato azionario, in Italia la struttura proprietaria appare fortemente concentrata con assetti proprietari familiari o statali, stabili e caratterizzati da una scarsa contendibilità del controllo.

Alcuni dati ricavati dai report annuali della CONSOB e dallo studio Abrardi e Rondi 2023 sono particolarmente significativi e sono rappresentati nella tabella 2.2 e nel grafico 2.1.

Anno	Maggiore azionista	2° e 3° maggiore azionista
1993	47.9%	11.4%
2005	28.6%	15.5%
2016	34%	13.5%
2018	48.3%	12.2%
2021	49%	11%
2023	49.1%	12.6%

**Tabella 2.2:** Distribuzione della proprietà delle imprese quotate italiane da report CONSOB



**Figura 2.1:** Concentrazione proprietaria (Abrardi e Rondi 2023)

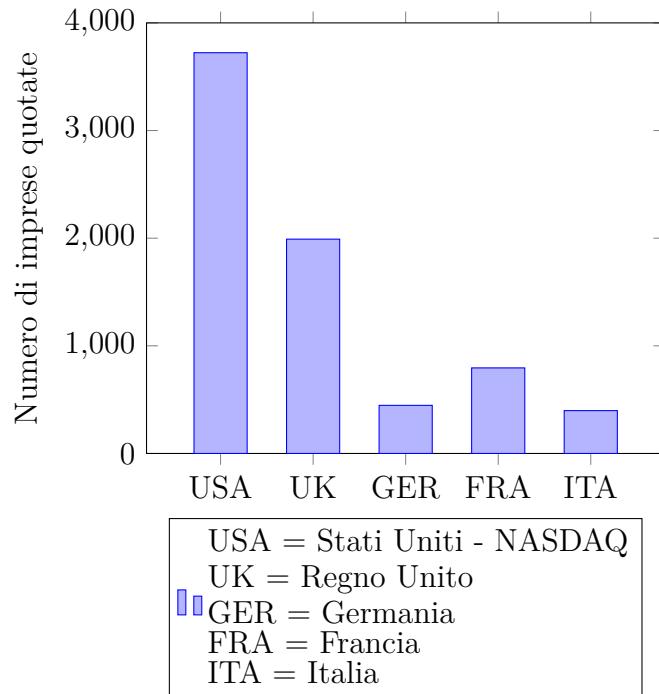
Secondo il report della CONSOB del 2023, le famiglie sono il principale azionista nel 62.4% delle imprese, a testimonianza di come tale struttura sia radicata nel sistema italiano. Le ragioni di questo modello diffuso nel Paese è attribuibile alla scarsa protezione degli azionisti di minoranza, dovuto al sistema normativo italiano, ma anche ad una storica predilezione degli imprenditori nel mantenere il controllo diretto del capitale ed evitare la diluizione della propria partecipazione azionaria, con poche imprese quotate, nonostante ciò ponga un limite alla disponibilità e

all’accesso a capitale aggiuntivo. Inoltre il mercato per il controllo delle imprese non è abbastanza sviluppato da favorire una proprietà diffusa e i takeover sono abbastanza rari. Se da un lato una struttura concentrata garantisce stabilità e una visione programmatica a lungo termine, dall’altro lato acuisce i conflitti tra gli azionisti e il rischio legato ai benefici privati del controllo. Nel tempo hanno rivestito notevole importanza le strutture piramidali, uno degli esempi più significativi a garanzia della concentrazione del controllo, anche su imprese di grandi dimensioni e con partecipazioni dirette contenute (Bianchi, Bianco e Enriques 2001). Il sistema legislativo italiano si è evoluto, a partire dal 2011, con l’introduzione di strumenti tra cui le azioni a voto multiplo e le azioni a voto maggiorato con il fine di aumentare le quotazioni nel mercato azionario, cercando di allinearsi con gli altri paesi europei e garantendo la stabilità del blocco di controllo, mantenendo dunque un’alta concentrazione dello stesso, rafforzando di fatto il potere degli azionisti di maggioranza.

## **2.3 Sistema bank-based**

Come già accennato in precedenza, in Italia sono poche le imprese che decidono di quotarsi e dunque raccogliere capitale sul mercato azionario: secondo la CONSOB (CONSOB 2025) al 31 dicembre 2024 sono solo 434 le imprese quotate di cui solo 419 con sede legale in Italia. Le imprese italiane, così come testimoniano i dati precedenti, fanno poco affidamento al mercato per finanziarsi attraverso capitale azionario e obbligazioni: la prima forma di finanziamento è infatti rappresentata dal debito bancario e da qui il carattere bank-based del sistema italiano, differente dal sistema market-based che contraddistingue maggiormente i paesi anglosassoni

[figura 2.2].



**Figura 2.2:** Imprese quotate in nei paesi europei e USA (SSEI 2025)

Anche in questo caso questa caratteristica trae origine dallo storico assetto imprenditoriale del paese caratterizzato per lo più da imprese a conduzione familiare ma anche dalla storica presenza di importanti istituti di credito: questi fattori hanno acuito la dipendenza delle imprese dal credito bancario. Se questa struttura garantisce, in generale, una maggiore stabilità a lungo termine, espone anche l'impresa ai rischi del sistema finanziario che, quando in crisi, limita l'afflusso di risorse, rappresentando un limite importante alla crescita delle imprese e dell'economia tutta (Bofondi et al. 2018). Sicuramente lo scarso sviluppo del mercato azionario costituisce un vincolo all'innovazione e all'internazionalizzazione, finanziabili per lo più con l'iniezione di capitale di rischio, delle imprese italiane, frenandone la crescita.

# 3

## Struttura proprietaria e dividendi

Un altro tema fondamentale per questo lavoro è il legame tra la struttura proprietaria e la politica di emissione dei dividendi che rappresenta uno dei principali metodi di remunerazione degli azionisti ed evidenzia diverse questioni sia sui metodi di distribuzione degli utili sia sulla possibilità o meno di distribuirli agli azionisti.

### 3.1 La politica di emissione dei dividendi

La distribuzione dei dividendi, come anticipato precedentemente, rappresenta un modo di remunerazione degli azionisti ed è strettamente legata alle strategie di investimento dell'impresa: l'impresa si trova infatti, quando ha a disposizione degli utili derivanti dalla propria attività, davanti alla scelta se redistribuire tali risorse agli azionisti e in quale misura, oppure allocarli per finanziare nuovi investimenti. Per gli azionisti sono uno strumento importante sia perché rappresentano una forma di guadagno rispetto alla proprietà posseduta, ma anche perché manifestano un segnale di fiducia e solidità dell'impresa nel medio-lungo termine generando anche valore per il capitale stesso. Nel tempo si sono susseguite diverse teorie che cercano di spiegare il rapporto tra la politica di emissione dei dividendi e la percezione del valore dell'impresa, anche contrapposte tra loro. Una delle principali

è sicuramente la *teoria di irrilevanza dei dividendi* di Miller e Modigliani 1961: il modello si fonda sulle assunzioni di mercati perfettamente competitivi e assenza di asimmetrie informative. Secondo tale teoria l'emissione dei dividendi non modifica il valore dell'impresa percepito dagli azionisti, in quanto a seguito dell'emissione dei dividendi il prezzo delle azioni, in mercati perfetti, si adegua velocemente senza dare alcun vantaggio o svantaggio all'azionista; in altre parole, secondo questa teoria, l'emissione dei dividendi anticipa i flussi di cassa futuri che dunque diminuiscono il valore attuale delle azioni. Un altro tema che richiama questo modello riflette la capacità dell'investitore di creare la propria combinazione di azioni tale da essere indifferente alla misura di dividendi emessi, garantendo una rendita costante vendendo o acquistando le partecipazioni e garantendosi delle rendite costanti: tutto ciò poiché il modello si fonda sull'assenza di costi di transazione e tasse. Da un lato questa teoria spiega quali sono le dinamiche che legano l'impresa e gli azionisti in materia di emissione dei dividendi e l'opportunità per l'impresa di adeguare, senza modificare il valore percepito dagli azionisti, la misura di redistribuzione degli utili agli azionisti stessi a seconda delle opportunità di investimento dell'impresa; dall'altro lato le forti assunzioni, che semplificano il modello, sono state valutate, dai modelli successivi, come un limite alla validità della teoria, in aggiunta al fatto che gli investitori sono influenzati dalle aspettative sull'impresa manifestate dall'emissione dei dividendi che possono deviare da un comportamento perfettamente razionale. A quanto appena esposto si contrappongono gli studi di Gordon 1963 e Lintner 1962 che evidenziano un rapporto diretto tra il valore dell'impresa e l'emissione di dividendi. In particolare, la teoria di Gordon 1963 evidenzia come il valore delle azioni aumenti con l'aumentare dei dividendi attesi: aspettative di avere delle rendite future portano ad una valutazione positiva delle partecipazioni dell'impresa,

in contrapposizione con quanto descritto da Modigliani & Miller. Tuttavia, anche questa teoria si fonda sulla perfetta razionalità degli investitori, che nella realtà invece è deviata da valutazioni sulle prospettive di crescita e di investimento future dell'impresa. In linea anche quanto esposto da Lintner 1962, secondo cui i dividendi rappresentano un importante strumento di comunicazione dell'impresa e che queste cercano di mantenere un'adeguata distribuzione, anche a discapito di maggiori utili trattenuti, a favore del valore percepito dagli azionisti dell'impresa. In un lavoro precedente (Lintner 1956) lo stesso autore evidenzia come l'emissione dei dividendi segue un aggiustamento graduale verso un target fissato, mantenendo un *target payout ratio* pressoché costante: nelle imprese analizzate si è osservato che, in genere, i dividendi emessi variano solo in presenza di cambiamenti strutturali e permanenti degli utili, con una severa avversione ai tagli degli stessi anche quando gli utili sono in diminuzione, affinché non vengano comunicati segnali negativi ai mercati attraverso cambiamenti, soprattutto in negativo, sull'emissione dei dividendi. Tuttavia non è sempre facile prevedere in anticipo i flussi di utili futuri che possono essere soggetti a situazioni esterne incontrollabili e impreviste e che impediscono l'emissione costante di dividendi. Spesso guardando alle teorie di Gordon 1963 e Lintner 1962 si usa l'espressione anglosassone di "*bird in the hand*" a rappresentare quanto gli investitori attribuiscono un valore maggiore ai dividendi distribuiti perché rappresentano un guadagno certo e immediato. Dunque la presenza di dividendi distribuiti, secondo le *teorie di rilevanza dei dividendi* appena esposte riduce l'incertezza per l'investitore e dunque abbassa il rendimento atteso dell'impresa con un aumento della valutazione della stessa. Questo approccio dei due studiosi non è stato certo esente da criticità secondo gli studi di Modigliani & Miller, che credevano fortemente nella loro tesi, evidenziando che l'emissione dei

dividendi non poteva essere valutata come una riduzione del rischio che è invece legato agli asset dell'impresa e agli investimenti; inoltre per questi non poteva essere concepibile un aumento di valore con l'emissione di dividendi, in quanto la distribuzione degli utili agli azionisti avrebbe tolto possibilità di investimenti e dunque diminuito il valore dell'impresa stessa. Di seguito la tabella 3.1 riassume e compara le due teorie esposte.

Bird in the hand (Gordon & Lintner )	VS	Teoria dell'irrilevanza (Modigliani & Miller )
Riduzione del rischio e costo del capitale attraverso i dividendi	vs	Il rischio è legato solo agli asset e agli investimenti dell'impresa
Il valore aumenta con dividendi più alti	vs	Il valore dell'impresa non dipende dai dividendi ma dagli investimenti
I dividendi garantiscono un ritorno certo e immediato	vs	Gli investitori possono avere gli stessi cashflow attraverso la compravendita di azioni

**Tabella 3.1:** Comparazione tra Teoria "bird in the hand" e "dell'irrilevanza dei dividendi"

## 3.2 Dividendi e problemi di agenzia

I dividendi, oltre che essere uno dei principali metodi di remunerazione degli azionisti, rappresentano anche un importante strumento di mitigazione dei problemi di agenzia per gli azionisti sul management o per gli azionisti di minoranza su quelli di maggioranza, limitando la discrezionalità sulle risorse interne. Facendo riferimento a quanto già analizzato in materia di benefici privati e problemi di agenzia, appare chiaro che un azionista di maggioranza, che intende estrarre benefici

privati, non è favorevole all'emissione di dividendi come ricompensa per gli tutti gli azionisti, in quanto dovrebbe condividere la somma destinata a questo scopo con tutti: preferisce estrarre benefici privati attraverso altri meccanismi sfruttando i flussi di cassa dell'impresa. Sono diversi i contributi nella letteratura che affrontano la questione: tra tutti lo studio di La Porta et al. 2000, su circa 4000 imprese da 33 Paesi, evidenzia due diversi modelli che rappresentano il ruolo dei dividendi, ossia l'*outcome model*, secondo cui nei paesi in cui vi è una maggiore protezione per gli azionisti di minoranza, caratterizzati solitamente da un sistema di tipo Common Law, i dividendi sono frutto della pressione degli azionisti di minoranza, con payout minori per le imprese in forte espansione che preferiscono trattenere gli utili per gli investimenti, e il *substitute model*, secondo cui in paesi con scarsa protezione per gli azionisti i dividendi diventano un sostituto alla protezione legale e come strumento di reputazione per attrarre investimenti. Un altro contributo arriva da Faccio et al. 2001 che analizzano un ampio campione di imprese europee e asiatiche evidenziando l'aspetto dei gruppi e delle imprese collegate; in questo caso i dividendi, per i gruppi, sono più alti rispetto alle imprese che operano individualmente, in quanto i primi hanno una maggiore esigenza di rassicurare i propri azionisti del fatto che non vengano espropriati con passaggi di utili da un'impresa all'altra. Lo studio di Michaely e Roberts 2012 mette a confronto le imprese quotate e non quotate del Regno Unito, segnalando come le imprese pubbliche paghino più dividendi rispetto a quelle private che invece cercano di adattarli agli utili guadagnati non avendo necessità di dare segnali di fiducia al mercato. La ricerca di DeAngelo et al. 2004 sulle imprese statunitensi mostra che la distribuzione dei dividendi è connessa agli utili generati e al loro rapporto con l'equity dell'impresa: al crescere degli utili generati in confronto all'equity

dell'impresa cresce l'emissione dei dividendi per contrastare i problemi di agenzia connessi ad una leva finanziaria che decresce, squilibrando l'equilibrio finanziario e favorendo comportamenti opportunistici. Inoltre, da un'analisi empirica svolta sulle imprese norvegesi, si è dimostrato come i dividendi possano essere usati per ridurre i conflitti tra gli azionisti e i costi dei problemi di agenzia(Berzins et al. 2018); tra le evidenze si può osservare che:

- Se la quota di controllo dell'azionista è intorno al 50% vi è una maggiore emissione di dividendi rispetto a quando la quota di controllo dell'azionista di maggioranza è molto più elevata (intorno al 95%);
- Una maggiore emissione di dividendi contribuisce ad un successivo maggior investimento da parte degli azionisti di minoranza;
- Le imprese con un singolo proprietario pagano meno dividendi poichè il sorgere di conflitti può riguardare la gestione di pochi piccoli azionisti, mentre la presenza di conflitti tra più azionisti stimola una più alta distribuzione di dividendi;
- L'emissione di dividendi ha un impatto rilevante anche in sistemi con forte tutela legale per gli azionisti di minoranza.

Lo strumento dei dividendi viene dunque utilizzato oltre che come strumento di mitigazione dei conflitti, anche come strumento per aumentare la fiducia da parte di tutti gli azionisti (soprattutto quelli che detengono quote minoritarie) sull'impresa. Questo meccanismo di distribuzione dei dividendi, detto di "*conflict-reducing model*" ha trovato conferme, seppur in via preliminare, nello studio Rondi 2025 condotto sulle imprese quotate italiane, tra il 2000 e il 2021, in contrapposizione

all' "opportunistic model" che vede l'utilizzo dei dividendi in maniera opportunistica come spiegato inizialmente.

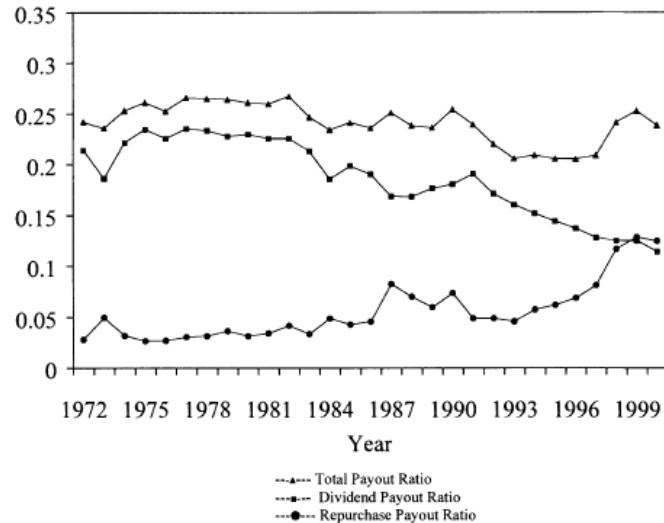
### 3.3 Il riacquisto di azioni

Accanto al tema dei dividendi, si associa spesso l'aspetto del riacquisto di azioni da parte dell'impresa come mezzo di remunerazione per gli azionisti, nell'ambito delle politiche di *payout*. Il riacquisto di azioni, conosciuto anche come *buyback*, è volto a ridurre le azioni in circolazione, sostenendo e aumentando il valore delle azioni stesse. Alcune motivazioni hanno portato allo sviluppo di tale pratica, tra cui(Allen e Michaely 2003):

- **Permette all'impresa una maggiore flessibilità finanziaria:** rispetto ai dividendi, che spesso rappresentano operazioni costanti nel tempo, il riacquisto è una forma di remunerazione che dipende dall'effettiva disponibilità e dalle condizioni del mercato ed è percepita come un'operazione occasionale;
- **Vantaggi di natura fiscale:** il capitale ottenuto traendo vantaggio dalle operazioni di buyback spesso ha una tassazione inferiore rispetto agli altri guadagni di capitale;
- **Possono costituire uno strumento per aumentare la leva finanziaria:** con la diminuzione di capitale proprio aumenta la leva finanziaria con una possibile diminuzione del costo medio ponderato del capitale.

Vengono dunque utilizzati quando si vuole distribuire un eccesso di liquidità temporanea, ma anche come strumento di segnalazione al mercato per aumentare il valore delle azioni. Tra la fine del 900' e l'inizio degli anni 2000 il riacquisto

ha vissuto una fase di grande successo superando anche l'emissione dei dividendi negli USA (Grullon e Michaely 2002) [figura 3.1, tabella 3.2] e oggi rappresentano un metodo diventato strutturale nell'economia americana (Allen e Michaely 2003) anche grazie a riforme che hanno ridotto i rischi di tali operazioni.



**Figura 3.1:** Payout: dividendi e riacquisti (Grullon e Michaely 2002)

Anno	Buyback/Utili	Buyback/Dividendi
1980	4.8%	13.1%
1990	$\approx 20\%$	$\approx 60\%$
2000	41.8%	113.1%

**Tabella 3.2:** Dividendi e riacquisti (Grullon e Michaely 2002)

In Italia, così come nell'Europa continentale, questo strumento non si è diffuso come negli Stati Uniti, con i dividendi che restano il meccanismo principale di remunerazione. In particolare in Italia, l'articolo 2357 del Codice Civile limita

l’acquisto di azioni proprie al 20% del capitale proprio ed è soggetto all’approvazione dell’assemblea nonché alla vigilanza da parte della CONSOB.

## 4

# **L'influenza del secondo grande azionista sulla politica di emissione dei dividendi: analisi empirica sulle imprese italiane**

Dopo la trattazione teorica che ha posto le basi e l'inquadramento di tutto il contesto sulla struttura e sulla governance dell'impresa, con una particolare enfasi sui disallineamenti di incentivi tra i diversi attori e gli strumenti utili per mitigare gli effetti, si può passare all'analisi empirica.

Lo scopo è indagare, attraverso l'utilizzo di adeguati modelli econometrici, il comportamento delle imprese riguardo la distribuzione dei profitti e come questa sia influenzata dalla struttura proprietaria. In particolare ci si concentrerà sull'influenza del secondo grande azionista nella politica di emissione dei dividendi, tema su cui si incentra l'intero lavoro.

Ci si concentrerà dunque sui dividendi e sui principali indicatori ad essi collegati, nonché sulla composizione proprietaria delle imprese attraverso lo studio delle varie componenti che la formano.

In questo capitolo si partirà dalla descrizione del dataset utilizzato con le principali variabili prese in considerazione, i campioni utilizzati e le caratteristiche dei dati. Successivamente, verranno presentati i modelli utilizzati per indagare il fenomeno

oggetto del presente lavoro, spiegandone le variabili utilizzate e la logica con la quale sono stati elaborati; si arriverà, infine, all'analisi dei risultati attraverso i modelli di regressione individuati.

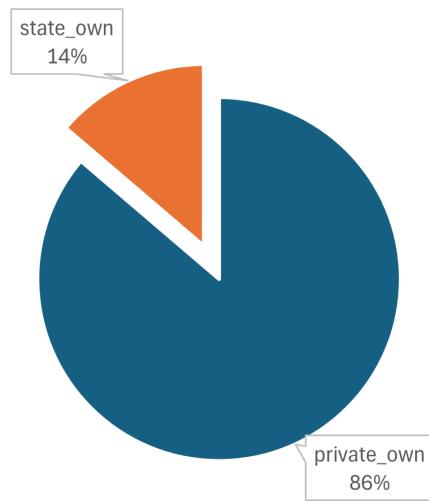
## 4.1 Dati

Il primo passo che porta alla formulazione e all'analisi dei modelli che spiegano il fenomeno indagato nel presente lavoro è la descrizione dei dati utilizzati, sviluppata in questa sezione.

Il database utilizzato fa riferimento alle imprese italiane, non finanziarie, quotate nel mercato azionario italiano. In particolare, i dati finali sono frutto di un'integrazione tra due dataset preesistenti in modo da poter collegare le variabili di interesse per questo lavoro alle altre variabili economico-finanziarie già utilizzate per lavori precedenti. Si noti che tutti i dati utilizzati sono stati forniti dalla Professoressa Laura Rondi.

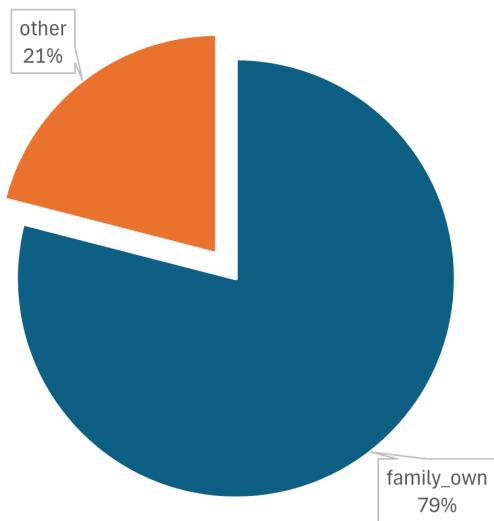
Scendendo ancor di più nel dettaglio sono 188 le imprese studiate dal 2000 al 2023 (non in maniera del tutto omogenea nel corso di tutto l'arco temporale considerato, a causa della disponibilità dei dati e delle caratteristiche intrinseche alle imprese considerate come costituzioni più recenti del 2000 o chiusura o delisting delle suddette che comportano l'esclusione dei dati più recenti) per un totale di 2986 osservazioni.

La composizione delle imprese [Figura 4.1] evidenzia la presenza del 14% di imprese dette "*Statali*" ossia quelle imprese controllate dallo stato, mentre la restante parte (l'86%) sono "*Private*", ossia controllate da investitori privati: su queste ultime si concentrerà l'analisi, restringendo il campione a 163 imprese.



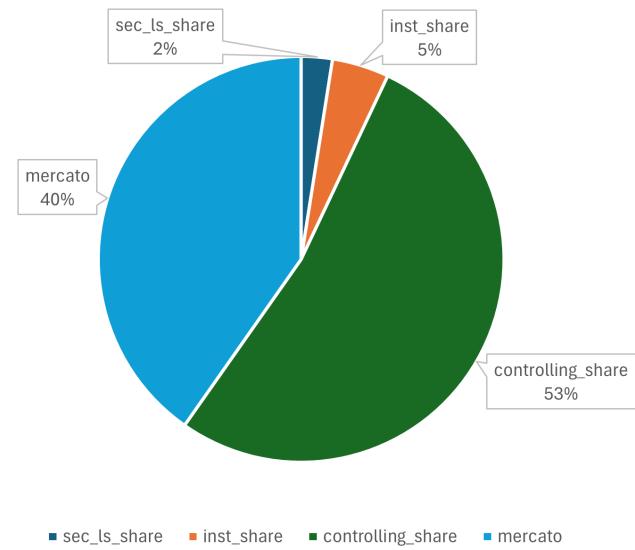
**Figura 4.1:** Distribuzione delle imprese per tipo di controllo

Tra le imprese private, 128 sono *imprese familiari* [Figura 4.2], ossia imprese che secondo lo studio Abrardi e Rondi 2020, in accordo con le definizioni della CONSOB, hanno un singolo azionista principale, o un gruppo di azionisti che fanno riferimento alla stessa famiglia, che detiene più del 50% delle partecipazioni dell'impresa. Nello studio viene preso come riferimento il valore del 50% poiché ritenuto valore utile a designare un'impresa come familiare per via dell'alta concentrazione e della stabilità delle imprese in Italia.

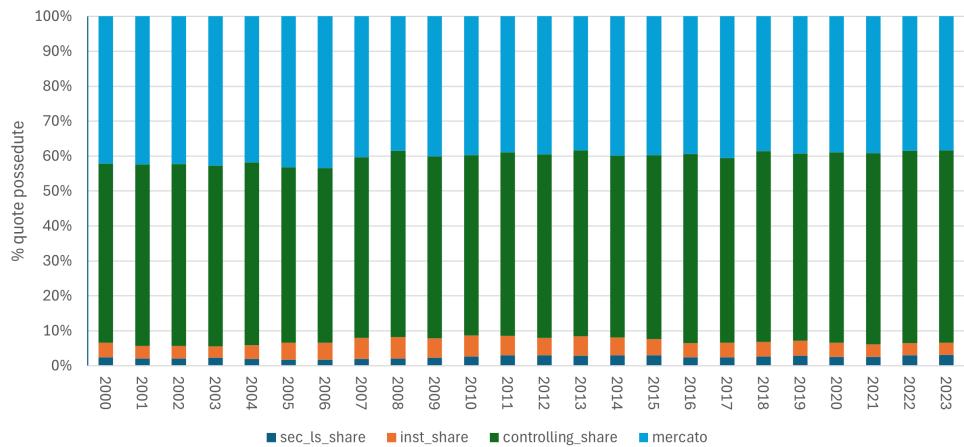


**Figura 4.2:** Distribuzione delle imprese in familiari e non

Da un'analisi ancora più dettagliata sulla composizione della struttura proprietaria delle imprese si può notare che, in media, l'azionista principale (Controlling\_share) detiene il 53% delle quote, il 2% è in mano ad un secondo investitore rilevante (Second\_ls\_share), il 3% è posseduto dagli investitori istituzionali (inst\_share) e il resto appartiene a ciò che in linguaggio economico è detto mercato, ossia a tutti gli azionisti che detengono partecipazioni non rilevanti [Figura 4.3]. Se si valuta questo aspetto nell'arco temporale preso in esame si nota che le proporzioni descritte precedentemente si mantengono, in generale, costanti nel tempo [Figura 4.4].



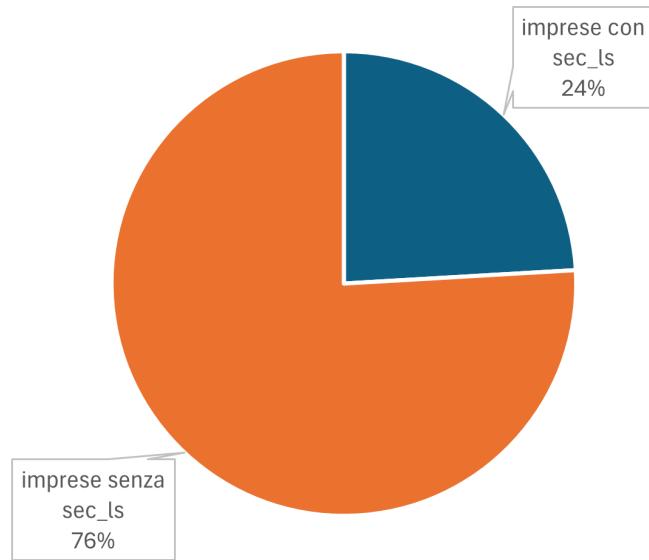
**Figura 4.3:** Composizione media imprese italiane



**Figura 4.4:** Composizione media imprese italiane

Tra le imprese italiane emerge che, in media negli anni considerati, solo un'impresa su quattro gode della presenza di un secondo azionista rilevante [Figura 4.5]. L'andamento nel tempo risulta, in linea generale costante, con una flessione positiva nel 2005 e una diminuzione sostanziale nel 2016, influenzata anche dalla disponibilità

dei dati del campione [Figura 4.6].



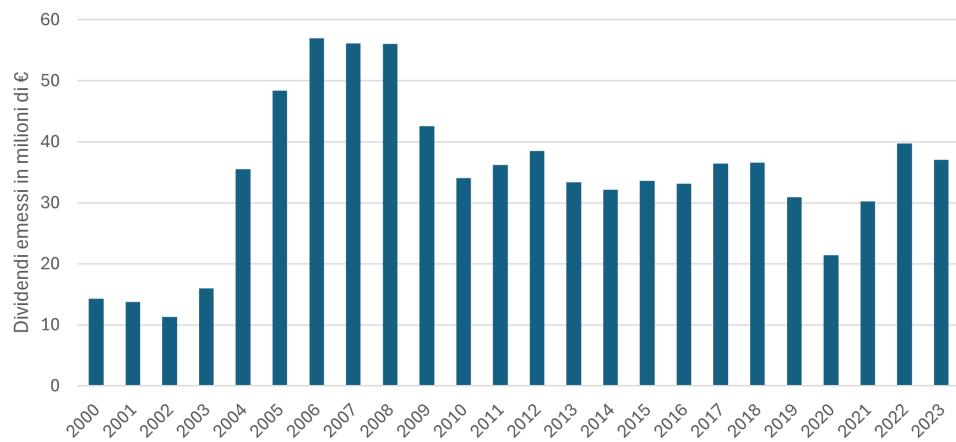
**Figura 4.5:** Imprese con e senza secondo azionista rilevante



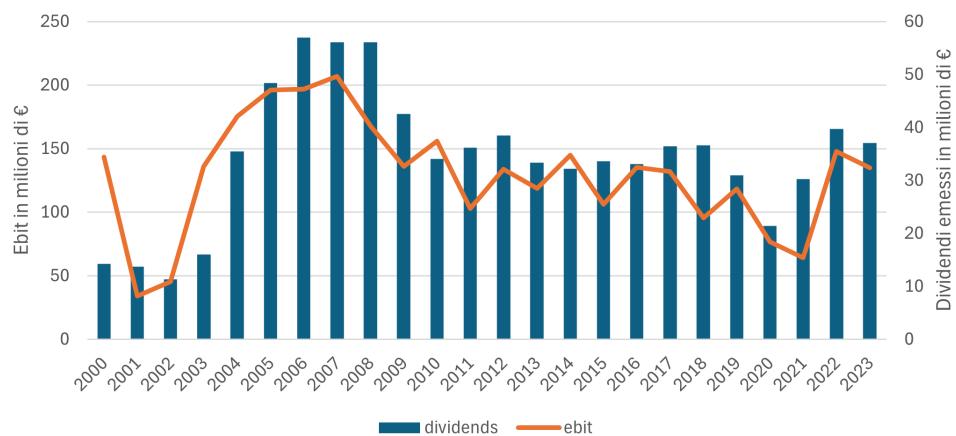
**Figura 4.6:** Imprese con e senza secondo azionista rilevante nel tempo

Le figure che seguono (Figura 4.7 e Figura 4.8) pongono l'attenzione sull'andamento medio nell'emissione dei dividendi nell'arco temporale considerato e, in particolare, la figura 4.8 confronta l'andamento dei dividendi con quello dell'ebit: dal confronto

emerge una stretta coerenza tra i due andamenti, con una crescita nei primi anni analizzati fino al 2006 e poi una diminuzione nel 2009 e una stabilizzazione negli anni successivi; emerge poi una contrazione dei due valori a cavallo del 2020, probabilmente influenzati dall'effetto della pandemia da Covid-19 e un lieve rimbalzo già nel 2021.



**Figura 4.7:** Media dei dividendi emessi annualmente dalla imprese italiane



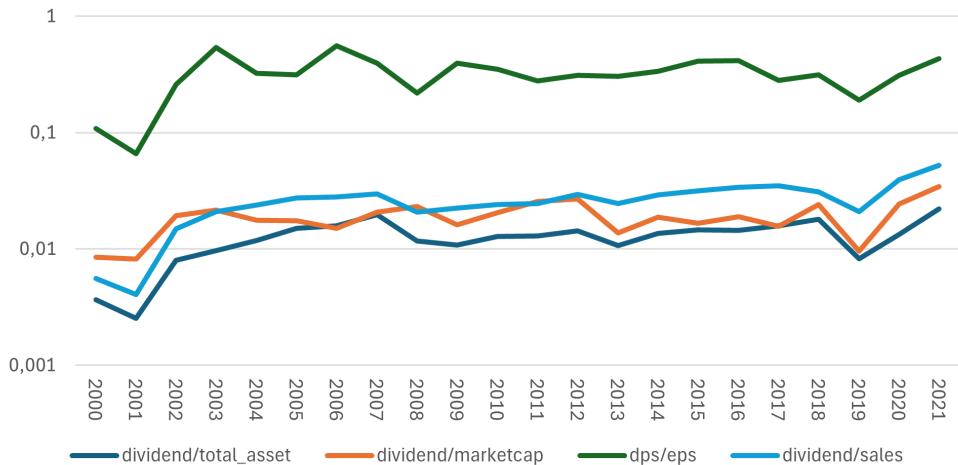
**Figura 4.8:** Confronto delle medie annuali di dividendi e ebit

Come già anticipato in precedenza, al database originario sono stati integrati degli

importanti indicatori, provenienti da un altro database, che permettono di valutare ancor più nel dettaglio la politica di emissione delle imprese; tra tutti quelli che è utile menzionare per lo scopo di questo lavoro sono:

- **Il riacquisto di azioni proprie** (Repurchases): ossia le azioni proprie riacquistate dall'impresa con le finalità descritte nei capitoli precedenti;
- **Dividendo per azione** (DPS): descrive la quota di dividendi che viene attribuita al possesso di un'azione dell'impresa;
- **Tasso di Dividend Payout** (DPS/EPS): che evidenzia quanto degli utili dell'impresa è stato distribuito sotto forma di dividendi;
- **Rapporto tra dividendi e asset** (dividend/total\_asset): evidenzia il rapporto tra i dividendi emessi e il valore dell'impresa, in questo caso valutando gli asset; questo rapporto viene anche detto Dividend Yield;
- **Rapporto tra dividendi e capitalizzazione di mercato** (dividend/market-cap): come nel caso precedente, evidenzia il rapporto tra i dividendi emessi e il valore dell'impresa espresso attraverso la capitalizzazione di mercato; questo rapporto rappresenta un'espressione alternativa di Dividend Yield.
- **Rapporto tra dividendi e vendite** (dividend/sales): esprime quanto delle vendite viene poi estratta come somma da destinare all'emissione di dividendi;

La figura mostra l'andamento dei quattro indicatori, appena descritti, che saranno poi utili per la definizione del modello: anche in questo caso, gli andamenti, eccetto rare eccezioni, sembrano in media essere ben allineati. Si noti che per questi indicatori i dati si fermano al 2021, data ultima di disponibilità del dato all'interno del database.



**Figura 4.9:** Media di Dividend Payout e dei Dividend Yield nel tempo

## 4.2 Modello

Dopo una panoramica generale sui dati che interessano l'analisi in oggetto si può passare alla ricerca di un modello che sia in grado di indagare l'effetto della composizione proprietaria, con particolare riguardo al secondo grande azionista, sulla politica di emissione dei dividendi. Si cercherà di studiare quindi qual è l'impatto delle quote possedute dalle diverse categorie di azionisti, come l'azionista di controllo, il secondo grande azionista e l'investitore istituzionale.

In prima battuta si è proceduto ad individuare le variabili dipendenti da valutare per studiare il fenomeno, ossia quelle variabili il cui comportamento risulta essere espressione di una combinazione di altre variabili, dette indipendenti: in particolare, volendo studiare l'andamento dei dividendi in funzione della composizione proprietaria, le variabili dipendenti che si è deciso di individuare sono state il Dividend Payout e le due espressioni di Dividend Yield, descritte in precedenza e oggetto di integrazione al dataset originario; si andranno dunque a costituire quattro modelli

con la stessa struttura ma contraddistinti ciascuno da una variabile dipendente diversa. Si noti inoltre che tali indicatori sono stati analizzati anche introducendo i riacquisti di azione propria ai dividendi, ottenendo altri quattro modelli.

Alle variabili principali da studiare per verificarne l'impatto sulle variabili dipendenti, è opportuno accompagnare altre variabili, dette *di controllo*, che descrivono sia i caratteri economico-finanziari dell'impresa, ma anche gli aspetti di governance, e che potrebbero avere un impatto sulla politica di emissione dei dividendi. Come suggerito dallo studio Rondi 2025 e dallo studio Isakov e Weisskopf 2015 le variabili di controllo introdotte sono state:

- **Return on Asset** (ROA): che misura la profitabilità dell'impresa;
- **Market to Book** (MtB): che rappresenta il rapporto tra il valore di mercato degli asset dell'impresa e il loro valore contabile;
- **Deviazione standard ROA a 3 anni** (Rischio\_Dev.Stand.Roa): che rappresenta il rischio per l'impresa;
- **Il fatturato** (logrevenues): che rappresenta la dimensione dell'impresa, utilizzato attraverso il logaritmo;
- **Leva finanziaria** (leverage\_fin): ossia il rapporto tra debito ed equity in modo da verificare l'incidenza di vincoli finanziari;
- **Current Ratio**: che rappresenta la posizione di liquidità dell'impresa e può rappresentare un altro dei vincoli finanziari per l'emissione dei dividendi;
- **Età** (age): che rappresenta da quanto l'impresa è attiva;

- **CEO legato alla famiglia di controllo** (famCEO): che rappresenta l'esistenza o meno di un legame tra il CEO dell'impresa e chi controlla la stessa;
- **Sussistenza delle due classi di azioni** (dual): che rappresenta se vi è la presenza di azioni con e senza diritto di voto;
- **Presenza di patti parasociali** (patti\_para): che rappresenta se vi sono o meno patti parasociali tra gli azionisti;
- **CEO Chair Duality** (CEO\_Chair): che rappresenta se il CEO è anche il presidente del consiglio di amministrazione.

Prendendo spunto dal lavoro Wang et al. 2025, che ha voluto analizzare l'impatto del secondo grande azionista nella politica di emissione dei dividendi, scopo analogo a quello di questo lavoro, ma tra le imprese cinesi, si è voluto valutare anche l'introduzione di variabili che descrivono l'impatto dovuto dall'interazione tra i diversi attori proprietari dell'impresa: nel lavoro citato si valuta l'interazione tra l'azionista di controllo e il secondo grande azionista; in questo lavoro si è invece voluto valutare l'interazione tra il secondo maggiore azionista dell'impresa e l'eventuale investitore istituzionale presente, ottenuta dal prodotto delle quote possedute dai due tipi di investitori considerati.

La tabella 4.1 mostra un riepilogo delle variabili inizialmente introdotte per la formulazione del modello, con il nome e il tipo del valore considerato.

	<b>Variabile</b>	<b>Nome</b>	<b>Tipo</b>
1	Dividendo per azione	DPS	Float
2	Dividend Payout	DPS/EPS	Float
3	Dividend Yield	Dividend/TotalAsset	Float
4	Dividend Yield	Dividend/Marketcap	Float
5	Dividend Yield	Dividend/Sales	Float
6	Dividendo per azione	DPS	Float
7	Dividend Payout con riacquisti	DPSRev/EPS	Float
8	Dividend Yield con riacquisti	DividendRev/TotalAsset	Float
9	Dividend Yield con riacquisti	DividendRev/Marketcap	Float
10	Dividend Yield con riacquisti	DividendRev/sales	Float
11	Quota azionista di controllo	controlling_share	Percentuale
10	Quota investitore istituzionale	inst_share	Percentuale
13	Quota secondo maggiore azionista	sec_ls_share	Percentuale
14	Interazione tra Investitori istituzionali e secondo maggiore azionista	Inst_SLS	Float
15	Return on Asset	ROA	Valore numerico in €
16	Market to Book	MtB	Float
17	Deviazione standard ROA in tre anni	Rischio_Dev.Stand.Roa	Float
18	Fatturato	logrevenues	Valore logaritmico
19	Leva finanziaria	leverage_fin	Float
20	Current Ratio	current_ratio	Float
21	Età impresa	age	Intero
22	Legame tra Ceo e azionista di controllo	famCEO	Dummy (0/1)
23	Presenza di due classi di azioni	dual	Dummy (0/1)
24	Patti parasociali	patti_para	Dummy (0/1)
25	CEO Chair Duality	CEO_Chair	Dummy (0/1)

**Tabella 4.1:** Riepilogo variabili

Si può a questo punto procedere con l'elaborazione di un primo modello preliminare, la base per effettuare le analisi di regressione e che vedrà, proprio in fase di

analisi, successivi affinamenti ove necessario. Di seguito sono proposte le diverse formulazioni dei modelli utilizzati; a titolo esemplificativo verranno mostrati solo i modelli con variabile indipendente DPS/EPS, tenendo saldo che per le altre variabili indipendenti di cui si è discusso precedentemente il modello risulta analogo con la sola differenza nell'introduzione della variabile dipendente.

### **Quesito 1**

Si parte dalla valutazione dell'impatto dell'azionista di controllo e dell'investitore istituzionale sui vari indicatori espressione della politica di emissione dei dividendi:

$$\begin{aligned} DPS/EPS = & \alpha + \beta_1 * controlling\_share + \beta_3 * inst\_share + \beta_5 * roa + \beta_6 * MtB + \\ & + \beta_7 * Rischio\_Dev.Stand.Roa + \beta_8 * logrevenues + \\ & + \beta_9 * leverage\_fin + \beta_{10} * current\_ratio + \beta_{11} * age + \beta_{12} * famCEO + \\ & + \beta_{13} * dual + \beta_{14} * patti\_para + \beta_{17} * CEO\_Chair + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.1)$$

In fase di analisi verrà attenzionato il valore  $\beta_1$  e il valore di  $\beta_3$  per verificarne il comportamento: un segno negativo del valore di  $\beta_1$ , che è quello aspettato, indica che ad una quota di controllo maggiore corrisponde un impatto negativo sulla politica dei dividendi e viceversa; mentre un valore positivo di  $\beta_3$ , che è quello aspettato, indica che una maggiore quota degli investitori istituzionali comporta impatto positivo sulla politica di emissione dei dividendi.

### **Quesito 2**

Al modello precedente si aggiunge la variabile che individua le quote anche del

secondo maggiore azionista:

$$\begin{aligned}
 DPS/EPS = & \alpha + \beta_1 * controlling\_share + \beta_2 * sec_ls\_share + \beta_3 * inst\_share + \\
 & + \beta_5 * roa + \beta_6 * MtB + \beta_7 * Rischio\_Dev.Stand.Roa + \beta_8 * logrevenues + \\
 & + \beta_9 * leverage\_fin + \beta_{10} * current\_ratio + \beta_{11} * age + \beta_{12} * famCEO + \\
 & + \beta_{13} * dual + \beta_{14} * patti\_para + \beta_{17} * CEO\_Chair + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4.2}$$

Da questo modello, in aggiunta alle considerazioni fatte per il modello precedente, si pone l'attenzione su  $\beta_2$ : ci si aspetta un valore positivo per confermare che la quota del secondo maggiore azionista influenzi positivamente l'emissione dei dividendi.

### **Quesito 3**

Si aggiunge, a questo punto, la variabile che spiega l'interazione tra il secondo grande azionista e l'investitore istituzionale:

$$\begin{aligned}
 DPS/EPS = & \alpha + \beta_1 * controlling\_share + \beta_2 * sec_ls\_share + \beta_3 * inst\_share + \\
 & + \beta_4 * Inst_SLS + \beta_5 * roa + \beta_6 * MtB + \beta_7 * Rischio\_Dev.Stand.Roa + \\
 & + \beta_8 * logrevenues + \beta_9 * leverage\_fin + \beta_{10} * current\_ratio + \beta_{11} * age + \\
 & + \beta_{12} * famCEO + \beta_{13} * dual + \beta_{14} * patti\_para + \beta_{17} * CEO\_Chair + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4.3}$$

Anche in questo caso ci si pone l'obiettivo di aggiungere un tassello al modello precedente: ci si aspetta che un valore positivo della variabile interagita, amplifichi l'effetto positivo e congiunto delle quote di secondo maggiore azionista e investitore

istituzionale sulla politica di emissione dei dividendi.

## 4.3 Analisi

Si procederà a questo punto alle analisi vere e proprie, partendo dalle statistiche descrittive, dalla matrice delle correlazioni, fino ad arrivare alle regressioni multivariate. Si noti che per effettuare le analisi si è preso in considerazione il sottocampione che include esclusivamente le imprese a controllo privato, in quanto quelle a controllo pubblico potrebbero distorcere i risultati delle analisi per via delle proprietà intrinseche che contraddistinguono quelle stesse imprese.

### 4.3.1 Statistiche descrittive

Prima di arrivare all'applicazione effettiva dei modelli, è utile valutare le variabili utilizzate, con le statistiche che le descrivono, come media, deviazione standard, minimo e massimo, oltre che valutare la differenza tra le medie nei casi in presenza o meno del un secondo maggiore azionista.

Nelle tabelle che seguono sono state suddivise le variabili tra quelle che caratterizzano la struttura proprietaria [Tabella 4.2], quelle economico-finanziarie e quelle relative alla governance [Tabella 4.3 e Tabella 4.4].

Firm characteristic	N	Mean	p50	min	MAX	SD
Controlling_share	2581	52,72262	18,25104	0	99,96	18,2510
Inst_share	2590	4,634576	6,547991	0	66,947	6,54799
Sec_ls_share	2589	2,492187	5,843833	0	38,745	5,84383

**Tabella 4.2:** Statistiche descrittive - 1

Per ciò che riguarda le caratteristiche sulla proprietà dell'impresa, i risultati della media sono già stati discussi in precedenza; interessante invece è il dato dei picchi (MAX) che vede per gli azionisti di controllo un valore prossimo al 100% con una deviazione standard sulla media che si attesta intorno al 35%. Notevole è anche la deviazione standard sulle quote di investitori istituzionali e secondo maggiore azionista, a testimonianza dello scenario variegato delle imprese italiane.

Le tabelle che seguono suddividono le variabili analizzate nei casi di assenza di un secondo grande azionista [Tabella 4.3] e di presenza dello stesso [Tabella 4.4].

Sec_ls_dum = 0 Firm characteri- stic	N	Mean	p50	min	MAX	SD
DPS_EPS	1548	0,307991	0,10011	0	30	1
Dividend_TotalAsset	1548	0,011805	0,00385	0	0,18833	0,0193
Dividend_MarketCup	1548	0,018739	0,00739	0	0,53329	0,0347
Dividend_Sales	1548	0,018884	0,0056274	0	0,4743173	0,0377674
roa	1807	0,021973	0	-1	6,06255	0,16575
MtB	1789	1,949903	1	0	133,508	4,17067
Rischio_DevStandRoa	1548	0,01854	0,00919	0	0,34285	0,02932
logrevenues	1805	5,676649	5,61086	1	7,49467	0,64377
leverage_fin	1796	1,053045	0,79272	-14	24,6067	1,723
current_ratio	1784	1,450218	1,32285	0,07644	13,6741	0,79306
age	1896	56,76213	47	0	271	40,9154
famCEO	1884	0,417728	0	0	1	0,49332
dual	1695	0,276106	0	0	1	0,4472
patti_para	1885	0,311936	0	0	1	0,46341
CEO_Chair	1856	0,300108	0	0	1	0,45843
dividend	1793	36	4	0	2328	113
repurchase(mil)	1548	-2	0	-445	0	19

**Tabella 4.3:** Statistiche descrittive - 2

Dalla Tabella 4.3 si evidenzia, ad ulteriore riconferma dell'eterogeneità si possono notare importanti valori di deviazione standard per ciascuna delle variabili. La media dell'età delle imprese si attesta intorno al 57%, ulteriore testimonianza di quanto già esposto in occasione della descrizione del contesto italiano rappresentato

da imprese per lo più a conduzione familiare con un importante radicamento storico. Tutti sotto il 50% i valori che riguardano le variabili di corporate governance, seppur con deviazioni standard importanti, a testimonianza del fatto che meno della metà delle imprese ha il CEO con legami con il controllo dell'impresa, che prevedono patti parasociali e due classi di voto e la dualità del CEO: questi dati confermano le caratteristiche del mercato italiano delle imprese. La media dei dividendi emessi sembrerebbe avere un valore modesto, ma bisogna tener conto dell'ampia deviazione standard della variabile in oggetto. I riacquisti di azioni vengono espressi col segno negativo, perché in fase di acquisizione dei dati rappresentano un'uscita di cassa da parte dell'impresa, anche se non sono molto frequenti tra le imprese italiane.

Sec_ls_dum = 1 Firm characteri- stic	N	Mean	p50	min	MAX	SD
DPS_EPS	621	0,285261	0,19231	0	11,5098	0,60301
Dividend_TotalAsset	621	0,015163	0,00747	0	0,1775	0,02209
Dividend_MarketCup	621	0,018682	0,01264	0	0,42162	0,02872
Dividend_Sales	621	0,0275359	0,01089766	0	0,4140762	0,0504054
roa	686	0,02288	0,02851	-1,8251	0,54528	0,10927
MtB	686	1,974947	1,47936	-34,642	39,8189	2,90611
Rischio_Dev.StandRoa	641	0,02142	0,011987	0	0,3306624	0,0311471
logrevenues	686	5,499415	5,39289	1,38021	7,49525	0,67777
leverage_fin	680	1,040632	0,57011	-10,774	22,481	2,40529
current_ratio	686	1,741314	1,5423	0,06674	9,77064	1,07778
age	693	53,81097	49	1	139	32,7453
famCEO	685	0,524088	1	0	1	0,49978
dual	649	0,322034	0	0	1	0,46762
patti_para	691	0,377714	0	0	1	0,48517
CEO_Chair	687	0,382824	0	0	1	0,48643
dividend	681	34,2302	2,986	0	2997	194,172
repurchase(mil)	621	-1,91295	0	-159,1	10,9	10,7226

**Tabella 4.4:** Statistiche descrittive - 3

Considerazioni pressoché analoghe riguardano i casi in cui vi è la presenza di un secondo grande azionista nell'impresa. Si noti che, le imprese con un secondo grande azionista, hanno in media un'età dell'attività minore.

La Tabella 4.5 mostra i risultati dei T-test effettuati sulle differenze tra le medie delle variabili considerate: se si considera un livello di significatività del 95%, è opportuno valutare quei casi in cui il valore assoluto della t risulta almeno pari a 1,96 o superiore. In particolare attraverso questo procedimento statistico si valuta se rifiutare o meno l'ipotesi che la differenza tra le medie della variabile nei due casi, sia uguale a zero. Dunque un valore della t superiore (o uguale) a 1,96 suggerisce che è possibile rifiutare l'ipotesi nulla (che le medie siano uguali) e valutare, con una confidenza del 95%, che le due medie siano differenti. Nella tabella 4.5 si notano valori superiori a 1,96 per le variabili di:

- **Dividend\_TotalAsset e Dividend\_Sales:** la media è maggiore in presenza di un secondo grande azionista, ma questo aspetto verrà analizzato con più puntualità attraverso le analisi di regressione;
- **logrevenues:** la media è maggiore nelle imprese senza secondo grande azionista;
- **current\_ratio:** la media è maggiore nei casi in cui è presente un secondo grande azionista;
- **Rischio\_DevStandRoa, famCEO, dual, patti\_para, patti\_para, CEO\_Chair:** la media risulta essere maggiore nelle imprese con secondo grande azionista;

Per tutte le altre variabili non si può escludere che le medie siano differenti, seppur i valori di age e Rischio\_DevStandRoa non presentano valori distanti dalla soglia che permette un intervallo di confidenza al 95%.

Firm characteristic	Sec_ls_dum = 0		Sec_ls_dum = 1		t
	N	Mean	N	Mean	
<b>DPS_EPS</b>	1548	0,307991	621	0,28526	0,5039
<b>Dividend_TotalAsset</b>	1548	0,011805	621	0,01516	-3,5104
<b>Dividend_MarketCup</b>	1548	0,018739	621	0,01868	0,0363
<b>Dividend_Sales</b>	1548	0,018884	621	0,027	-4,0667
<b>roa</b>	1807	0,021973	686	0,02288	-0,1328
<b>MtB</b>	1789	1,949903	686	1,97495	-0,1444
<b>Rischio_DevStandRoa</b>	1548	0,01854	641	0,02142	-2,0925
<b>logrevenues</b>	1805	5,676649	686	5,49942	6,0485
<b>leverage_fin</b>	1796	1,053045	680	1,04063	0,1425
<b>current_ratio</b>	1784	1,450218	686	1,74131	-7,3519
<b>age</b>	1896	56,76213	693	53,811	1,7092
<b>famCEO</b>	1884	0,417728	685	0,52409	-4,8154
<b>dual</b>	1695	0,276106	649	0,32203	-2,1966
<b>patti_para</b>	1885	0,311936	691	0,37771	-3,1514
<b>CEO_Chair</b>	1856	0,300108	687	0,38282	-3,9733
<b>dividend</b>	1793	36	681	34,2302	0,2947
<b>repurchase(mil)</b>	1548	-2	621	-1,9129	-0,6547

**Tabella 4.5:** T-test per differenza di medie

### 4.3.2 Matrice di correlazione

Verranno ora analizzate le possibili correlazioni tra le variabili considerate e suddivise a seconda dell'ambito a cui fanno riferimento, differenziando tra la corporate governance e le variabili economico-finanziarie, in modo da valutare eventuali imprecisioni nella stima dei coefficienti delle variabili in fase di regressione.

La Tabella 4.6 mostra l'eventuale correlazione tra le variabili riferite alla corporate governance: non si nota alcuna correlazione forte tra le variabili se non quella evidenziata che, comunque non si ritiene forte in quanto inferiore al 50%. Al più si

può notare inoltre una correlazione che si aggira poco al di sopra del 25% tra gli azionisti di controllo e gli investitori istituzionali e tra l'azionista di controllo e il secondo maggiore azionista.

	controlling_share	inst_share	sec_ls_share	famCEO	CEO_Chair	dual	patti_para	age
controlling_share	1							
inst_share	-0,2582	1						
sec_ls_share	-0,2809	-0,0154	1					
famCEO	0,1274	-0,1326	0,0813	1				
CEO_Chair	0,0339	-0,135	0,0663	0,4740	1			
dual	0,0333	0,0331	-0,0373	0,1733	0,1501	1		
patti_para	-0,2574	0,1387	0,0959	-0,0936	0,0229	-0,0213	1	
age	0,0696	0,0993	-0,0437	0,0618	-0,0808	0,1645	0,0003	1

**Tabella 4.6:** Matrice delle correlazioni di variabili di corporate governance

La tabella 4.7 mostra se sono presenti correlazioni tra le variabili economico-finanziarie considerate: anche in questo caso non sono presenti correlazioni forti; l'unica correlazione da segnalare, ma comunque inferiore al 50% è tra dividendi e il logaritmo del fatturato. Le correlazioni tra MtB e ROA, tra Rischio\_DevStandRoa e ROA, tra leverage\_fin e MtB, tra current\_ratio e ROA, si aggirano tra il 30% e il 35% quindi ritenute deboli.

	roa	MtB	Rischio_DevStandRoa	logrevenues	leverage_fin	current_ratio	dividends	Repurchase[mila]
roa	1							
MtB	0,3163	1						
Rischio_DevStandRoa	-0,3272	-0,0991	1					
logrevenues	0,1715	0,1297	-0,0756	1				
leverage_fin	-0,1522	0,2964	-0,0557	0,0275	1			
current_ratio	0,3447	0,0553	-0,1100	-0,0913	-0,2065	1		
dividends	0,0897	0,0329	-0,0382	0,4176	0,0222	-0,0319	1	
Repurchase[mila]	0,0832	0,0959	0,0042	0,15	-0,0242	-0,0372	0,1068	1

**Tabella 4.7:** Matrice delle correlazioni di variabili economico-finanziarie

### 4.3.3 Regressioni

Dopo aver fornito una prima valutazione, anche a livello statistico, delle variabili in gioco nei modelli precedentemente formulati, si può procedere ad effettuare le analisi

di regressione. Prima di passare all'analisi vera e propria è utile fornire una breve spiegazione teorica sullo strumento della regressione e su come questa sia stata impiegata al caso specifico. La regressione è uno strumento statistico che permette di analizzare la relazione che intercorre tra più variabili; in particolare consente di stimare l'effetto di una o più variabili indipendenti su una variabile dipendente: l'obiettivo risulta essere quindi quello di valutare l'entità e il segno della relazione che intercorre tra le suddette variabili. La regressione inoltre può essere *lineare*, che è la più comune e stabilisce una relazione che comporta un cambiamento costante della variabile dipendente al variare di una variabile indipendente; la regressione può anche essere *non lineare* se l'effetto marginale di una variabile indipendente sulla variabile dipendente non è costante, ma può essere approssimato attraverso, ad esempio, quadratiche o cubiche. Come già intuibile dalle variabili considerate, che sono chiaramente più di una, la regressione utilizzata sarà *multivariata*, ossia studia l'effetto congiunto di più variabili sulla variabile dipendente, al fine di evitare distorsioni da variabili omesse. I dati utilizzati sono detti, nel contesto della regressione, *dati panel*, in quanto forniscono osservazioni su imprese diverse su periodi diversi. Questo tipo di dati permette di fare valutazioni sia sull'effetto della variabile nel tempo, sia sull'effetto di variabili diverse nell'unità di tempo selezionata, ma soprattutto la combinazione degli effetti di imprese diverse su istanti temporali differenti, con una valutazione più profonda e accurata del fenomeno oggetto dell'analisi.

Prima di passare all'analisi vera e propria, è utile puntualizzare ulteriori aspetti sulla procedura utilizzata: l'analisi è stata effettuata attraverso il software STATA ed in particolare il comando *xtreg* ha permesso di effettuare le regressioni sui dati panel; sono state inserite alcune condizioni che permettono di escludere gli

outlier nei valori di DPS (che sono stati posti inferiori a 1) e le variabili dipendenti poste tutte maggiori o uguali a zero in modo da evitare valori anomali negativi; è stata utilizzata l'opzione *robust* in modo da calcolare gli errori standard robusti all'eteroschedasticità, in modo da consentire l'adeguatezza dell'inferenza; è stata introdotta anche l'opzione *fixed effect fe* in modo da utilizzare il modello a effetti fissi e non tener conto degli effetti di fattori che non variano tra le imprese; le variabili relative alla proprietà sono state introdotte nell'analisi dividendole per 100 in modo da ottenere i valori percentuali delle quote di controllo e facilitare la lettura del modello; inoltre sono state considerate, durante l'analisi, anche le dummy di tempo.

La prima analisi [Tabella 4.8] valuta il comportamento del *DPS/EPS* introducendo le variabili che riguardano la composizione proprietaria dell'impresa: inizialmente si considerano solo azionista di controllo e investitore istituzionale, poi si aggiunge la variabile con le quote del secondo maggiore azionista e infine si valuta l'effetto dell'interazione tra investitore istituzionale e secondo maggiore azionista.

Valutando ciascuno dei quesiti su cui si basa l'analisi si può affermare che: il coefficiente dell'azionista di controllo, che risulta essere positivo e quindi contro l'ipotesi del quesito 1, non presenta una significatività sufficiente che consente di prendere in considerazione il valore; il coefficiente del secondo grande azionista risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore al 10%, dunque in linea con l'ipotesi del quesito 2; il coefficiente della variabile interagita risulta essere negativo e quindi non in linea con l'ipotesi del quesito 3, tuttavia il coefficiente non risulta essere significativo abbastanza. Ponendo l'attenzione sulle variabili di controllo si nota che solo quelle che riguardano il logaritmo del fatturato e la leva finanziaria dell'impresa risultano essere significative con un errore inferiore al

10%: in particolare si può notare che un'aumento della leva finanziaria si riflette negativamente sulla variabile dipendente mentre il logaritmo delle vendite ha un impatto positivo. Si noti che l'introduzione delle variabili migliora il valore dell'R-squared.

Analogamente alla prima analisi, la tabella 4.9 mostra i risultati per la regressione con la variabile indipendente Dividend/Marketcap.

Per quanto riguarda il quesito 1, le considerazioni risultano essere analoghe all'analisi precedente; tuttavia è molto interessante analizzare il comportamento delle variabili delle quote del secondo grande azionista, dell'investitore istituzionale e della variabile interagita, che una volta introdotte nel modello finale risultano essere significative ed in particolare: il coefficiente delle quote del secondo grande azionista risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore all'1%, quindi conferma quanto aspettato; anche il coefficiente relativo alla variabile interagita risulta essere significativo con un errore inferiore all'1% ma presenta un segno negativo, opposto a quanto aspettato; analogamente il coefficiente relativo alle quote dell'investitore istituzionale risulta essere significativo con un errore inferiore all' 1%, anch'esso con segno positivo a rafforzare il fatto che il contendimento del controllo influisce positivamente sull'emissione dei dividendi. Le variabili di controllo significative (a livelli diversi) risultano essere il ROA e il MtB: il ROA ha un impatto positivo, viceversa il MtB. Si noti che l'introduzione delle variabili migliora il valore dell'R-squared.

Si procede ora all'analisi della variabile Dividend/TotalAsset, con i risultati esposti in tabella 4.10.

Anche in questo caso il quesito 1 non può essere confermato, in quanto il coefficiente relativo alle quote dell'azionista di controllo non risulta essere mai significativo;

con l'introduzione di tutte le variabili si può notare che il coefficiente relativo alle quote del secondo grande azionista risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore al 5% , mentre il coefficiente della variabile interagita risulta essere significativo con un errore inferiore al 1% ma con segno negativo, quindi non in linea con quanto aspettato; la variabile relativa alle quote dell'investitore istituzionale risulta essere positiva e significativa con un errore inferiore al 10%. Le variabili di controllo significative risultano essere il ROA, il MtB e la leva finanziaria: il ROA e il MtB influenzano positivamente la variabile dipendente, mentre l'opposto vale per la leva finanziaria che incide negativamente sulla variabile. Si noti che l'introduzione delle variabili migliora il valore dell'R-squared.

Si procede infine con l'analisi della variabile Dividend/Sales, con i risultati esposti in tabella 4.11.

Analizzando i risultati ottenuti si può notare che dall'analisi dell'impatto sulla variabile Dividend/Sales, nessuna delle variabili che riguarda la proprietà risulta essere sufficientemente significativa, dunque non è possibile confermare nessuno dei quesiti presentati. Risultano significative, con un errore inferiore al 5% solamente le variabili di controllo relative al ROA, al MtB, alla leva finanziaria: anche in questo caso il ROA ha un coefficiente positivo, così come il MtB; mentre il resto delle variabili significative hanno un coefficiente negativo, quindi all'aumentare del valore della variabile, la variabile dipendente si muove in senso opposto. Si noti che l'introduzione delle variabili migliora, seppur in maniera marginale, il valore dell'R-squared.

Si vogliono ora introdurre le analisi che riguardano ciascuna delle variabili dipendenti considerate fino ad ora, ma aggiungendo alla quota dei dividendi i riacquisti di azioni proprie [Tabella 4.12]: per semplicità si mostrano i risultati derivati dall'introduzione

di tutte le variabili.

Dalle analisi si può notare che i coefficienti risultano relativamente poco utili a rispondere al fenomeno oggetto del lavoro. Tuttavia si può notare che, se si fa riferimento alla variabile interagita tra investitori istituzionali e secondo grande azionista, essa risulta essere negativa e significativa per le variabili DividendRev/-TotalAsset, DividendRev/Marketcap e DividendRev/Sales rispettivamente con un errore inferiore al 10% per la prima, 1% per la seconda e 10% per la colonna 4. Il coefficiente relativo alle quote dell'investitore istituzionale risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore all'1% solo nella colonna 2. Le variabili di controllo si comportano in maniera differente a seconda della colonna considerata: sulle colonne 1, 2 e 4 il valore del ROA risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore all'1% e quello del MtB risulta essere positivo e significativo con un errore inferiore all'1%, tranne nella colonna 2 in cui risulta essere negativo; la leva finanziaria presenta valori negativi e significativi sulle colonne 1 e 4 con un errore inferiore all'1%; l'età dell'impresa, in colonna 4 presenta un valore positivo e significativo con un errore inferiore all'5%. La variabile CEO\_Chair risulta essere negativa e significativa con un errore inferiore al 10% solo in colonna 1.

Nei modelli descritti si è valutata l'introduzione anche di termini quadratici relativi alle variabili relative alla composizione proprietaria, tuttavia non sono stati ottenuti risultati utili a giustificare l'introduzione di tali termini.

VARIABLES	(1) DPS/EPS	(2) DPS/EPS	(3) DPS/EPS
controlling_share_100	0.310 (0.274)	0.373 (0.292)	0.353 (0.285)
sec_ls_share_100		0.593 (0.544)	1.320* (0.735)
inst_share_100	1.294 (1.128)	1.327 (1.130)	1.978 (1.517)
Inst_SLS			-0.192 (0.136)
roa	-0.0141 (0.194)	-0.0258 (0.194)	-0.0793 (0.220)
MtB	0.00645 (0.0102)	0.00577 (0.0102)	0.00663 (0.0106)
Rischio_DevStandRoa	-0.243 (0.627)	-0.265 (0.624)	-0.314 (0.595)
logrevenues	0.248* (0.132)	0.249* (0.132)	0.264* (0.134)
leverage_fin	-0.0114 (0.00787)	-0.0118 (0.00789)	-0.0136* (0.00739)
current_ratio	0.0141 (0.0210)	0.0138 (0.0211)	0.0170 (0.0217)
age	-0.00211 (0.00414)	-0.00218 (0.00410)	-0.00260 (0.00395)
famCEO	0.00238 (0.134)	0.00717 (0.134)	-0.00410 (0.127)
dual	0.135 (0.142)	0.133 (0.141)	0.141 (0.146)
patti_para	0.0683 (0.0588)	0.0626 (0.0588)	0.0571 (0.0562)
CEO_Chair	-0.208 (0.165)	-0.212 (0.166)	-0.217 (0.167)
Constant	-1.213 (0.794)	-1.260 (0.802)	-1.337 (0.825)
Observations	1,924	1,923	1,923
R-squared	0.017	0.017	0.021
Number of nfirm	142	142	142

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabella 4.8:** Risultati regressioni DPS/EPS

VARIABLES	(1) Dividend/MarketCap	(2) Dividend/MarketCap	(3) Dividend/MarketCap
controlling_share_100	0.00284 (0.0144)	0.00966 (0.0158)	0.00882 (0.0152)
sec_ls_share_100		0.0628* (0.0327)	0.0921*** (0.0318)
inst_share_100	0.0149 (0.0149)	0.0184 (0.0145)	0.0447*** (0.0154)
Inst_SLS			-0.00777*** (0.00177)
roa	0.0518*** (0.0150)	0.0506*** (0.0146)	0.0484*** (0.0139)
MtB	-0.00146** (0.000584)	-0.00153*** (0.000581)	-0.00149** (0.000572)
Rischio_DevStandRoa	0.0169 (0.0242)	0.0146 (0.0238)	0.0126 (0.0232)
logrevenues	0.00961 (0.00636)	0.00976 (0.00633)	0.0104 (0.00628)
leverage_fin	-8.61e-06 (0.000328)	-5.68e-05 (0.000332)	-0.000131 (0.000330)
current_ratio	-3.15e-05 (0.00134)	-6.98e-05 (0.00135)	5.77e-05 (0.00135)
age	-0.000221 (0.000170)	-0.000227 (0.000163)	-0.000244 (0.000160)
famCEO	-0.00277 (0.00270)	-0.00233 (0.00274)	-0.00279 (0.00265)
dual	0.00399 (0.00344)	0.00379 (0.00345)	0.00409 (0.00346)
patti_para	-0.00216 (0.00264)	-0.00275 (0.00251)	-0.00297 (0.00246)
CEO_Chair	0.000640 (0.00330)	0.000324 (0.00340)	0.000120 (0.00337)
Constant	-0.0236 (0.0337)	-0.0291 (0.0346)	-0.0322 (0.0344)
Observations	1,924	1,923	1,923
R-squared	0.040	0.045	0.052
Number of nfirm	142	142	142

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabella 4.9:** Risultati regressioni Dividend/Marketcap

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	Dividend/TotalAsset	Dividend/TotalAsset	Dividend/TotalAsset
controlling_share_100	-0.00543 (0.00528)	-0.00319 (0.00605)	-0.00348 (0.00587)
sec_ls_share_100		0.0206 (0.0146)	0.0307** (0.0133)
inst_share_100	0.00500 (0.00662)	0.00615 (0.00639)	0.0151* (0.00814)
Inst_SLS			-0.00266*** (0.000953)
roa	0.0439*** (0.0117)	0.0435*** (0.0116)	0.0427*** (0.0114)
MtB	0.00204*** (0.000523)	0.00202*** (0.000519)	0.00203*** (0.000522)
Rischio_DevStandRoa	0.0115 (0.0151)	0.0107 (0.0152)	0.0100 (0.0151)
logrevenues	0.00147 (0.00264)	0.00152 (0.00259)	0.00174 (0.00256)
leverage_fin	-0.00111*** (0.000305)	-0.00113*** (0.000309)	-0.00115*** (0.000309)
current_ratio	0.000999 (0.000722)	0.000987 (0.000721)	0.00103 (0.000721)
age	8.27e-05 (0.000105)	8.10e-05 (0.000104)	7.51e-05 (0.000103)
famCEO	0.000134 (0.00176)	0.000275 (0.00176)	0.000119 (0.00176)
dual	-0.00171 (0.00289)	-0.00177 (0.00289)	-0.00167 (0.00289)
patti_para	0.000247 (0.00113)	5.29e-05 (0.00112)	-2.28e-05 (0.00110)
CEO_Chair	-0.00160 (0.00163)	-0.00170 (0.00166)	-0.00177 (0.00165)
Constant	-0.00265 (0.0166)	-0.00444 (0.0164)	-0.00551 (0.0162)
Observations	1,924	1,923	1,923
R-squared	0.125	0.127	0.130
Number of nfirm	142	142	142

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabella 4.10:** Risultati regressioni Dividend/TotalAsset

VARIABLES	(1) Dividend/sales	(2) Dividend/sales	(3) Dividend/sales
controlling_share_100	0.00909 (0.0218)	0.0108 (0.0240)	0.0105 (0.0238)
sec_ls_share_100		0.0157 (0.0319)	0.0258 (0.0386)
inst_share_100	0.0381 (0.0427)	0.0389 (0.0432)	0.0481 (0.0556)
Inst_SLS			-0.00271 (0.00424)
roa	0.0346*** (0.0113)	0.0343*** (0.0112)	0.0335*** (0.0111)
MtB	0.00207*** (0.000779)	0.00205*** (0.000776)	0.00206*** (0.000787)
Rischio_DevStandRoa	-0.0146 (0.0344)	-0.0152 (0.0345)	-0.0158 (0.0349)
logrevenues	-0.00207 (0.0107)	-0.00203 (0.0107)	-0.00180 (0.0105)
leverage_fin	-0.00113*** (0.000399)	-0.00114*** (0.000401)	-0.00116*** (0.000408)
current_ratio	0.00419 (0.00302)	0.00418 (0.00302)	0.00423 (0.00300)
age	0.000149 (0.000343)	0.000147 (0.000342)	0.000142 (0.000338)
famCEO	-0.00624 (0.00592)	-0.00613 (0.00597)	-0.00629 (0.00608)
dual	0.00387 (0.00664)	0.00381 (0.00662)	0.00391 (0.00673)
patti_para	-0.00370* (0.00223)	-0.00385* (0.00219)	-0.00395* (0.00216)
CEO_Chair	0.000165 (0.00375)	0.000101 (0.00380)	2.73e-05 (0.00382)
Constant	0.0114 (0.0445)	0.0100 (0.0447)	0.00883 (0.0443)
Observations	1,907	1,906	1,906
R-squared	0.029	0.029	0.029
Number of nfirm	142	142	142

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabella 4.11:** Risultati regressioni Dividend/Sales

VARIABLES	(1) DividendRev/TotalAsset	(2) DividendRev/MarketCap	(3) DPSRev/EPS	(4) DividendRev/Sales
controlling_share_100	-0.00839 (0.00582)	0.00893 (0.0154)	0.203 (0.352)	-0.00899 (0.00795)
sec_ls_share_100	0.0177 (0.0257)	0.0817 (0.0575)	1.332 (1.521)	-0.00825 (0.0332)
inst_share_100	0.0152 (0.00932)	0.0508*** (0.0186)	1.429 (1.545)	0.0399 (0.0252)
Inst_SLS	-0.00282** (0.00131)	-0.00838*** (0.00269)	-0.170 (0.146)	-0.00405* (0.00223)
roa	0.0464*** (0.0124)	0.0494*** (0.0148)	0.463 (0.511)	0.0475*** (0.0137)
MtB	0.00196*** (0.000575)	-0.00191*** (0.000659)	-0.00736 (0.0140)	0.00236*** (0.000671)
Rischio_DevStandRoa	0.0117 (0.0167)	-0.00375 (0.0283)	1.159 (1.326)	-0.0226 (0.0262)
logrevenues	0.00215 (0.00282)	0.0112* (0.00641)	0.486** (0.212)	-0.00799 (0.00673)
leverage_fin	-0.00114*** (0.000324)	-3.15e-05 (0.000353)	-0.0111 (0.00988)	-0.00131*** (0.000404)
current_ratio	0.00117 (0.000726)	0.000343 (0.00128)	-0.0341 (0.0834)	0.00163 (0.00146)
age	0.000140 (0.000125)	-0.000214 (0.000185)	-0.000239 (0.00656)	0.000661** (0.000253)
famCEO	0.00111 (0.00188)	-0.00159 (0.00253)	-0.147 (0.167)	-0.00120 (0.00354)
dual	-0.00152 (0.00303)	0.00369 (0.00365)	-0.291 (0.474)	0.00370 (0.00404)
patti_para	0.000431 (0.00116)	-0.00141 (0.00257)	0.182 (0.180)	0.000758 (0.00181)
CEO_Chair	-0.00389* (0.00212)	-0.00270 (0.00350)	-0.452 (0.296)	-0.00487 (0.00337)
Constant	-0.00689 (0.0181)	-0.0358 (0.0357)	-2.336** (1.119)	0.0253 (0.0335)
Observations	1,918	1,918	1,922	1,918
R-squared	0.095	0.046	0.017	0.065
Number of nfirm	142	142	142	142

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabella 4.12:** Tabelle regressioni con introduzione dei riacquisti ai dividendi

# Conclusioni

Le imprese sono strutture complesse, soprattutto in tema di struttura proprietaria e controllo delle stesse, aspetti che ne influenzano la gestione e la vita economica. Per questo il presente lavoro si è posto l'obiettivo di analizzare la struttura proprietaria delle imprese italiane e verificare come la presenza di un secondo grande azionista possa mitigare i problemi di agenzia attraverso la politica di emissione dei dividendi. La composizione della struttura delle imprese, con i diversi attori che le coinvolgono, genera spesso dei problemi di agenzia con comportamenti opportunistici e il tentativo di estrazione di benefici privati che possono penalizzare una parte tra le altre. A tal proposito, tra i problemi di agenzia, si sono distinte le categorie di azzardo morale, selezione avversa e incompletezza dei contratti, nei rapporti tra amministratori e azionisti, tra gli azionisti di maggioranza e minoranza e tra impresa e stakeholders esterni.

Si è passato poi ad approfondire il controllo dell'impresa e gli aspetti che lo favoriscono, come la dimensione, il settore e la regolamentazione del paese in cui insiste l'impresa; inoltre sono stati esposti i diversi gradi di controllo esercitabili dal primo grande azionista a seconda delle quote possedute nell'impresa.

Si è posta l'attenzione su quali siano i benefici privati del controllo che può, opportunisticamente, estrarre chi controlla l'impresa, e sugli strumenti di corporate governance si occupano di proteggere gli interessi degli azionisti, sia attraverso strumenti esterni che interni e come i blockholders e gli investitori istituzionali possano, con la loro presenza, fungere da mitigazione dei problemi di agenzia,

attraverso diversi modelli di azione.

Particolarmente rilevante è stata l'analisi del contesto delle imprese italiane, su cui si è basato il lavoro, caratterizzato da una prevalenza di PMI, con strutture concentrate (anche attraverso gruppi e piramidi) e il sistema bank based.

Un aspetto centrale del lavoro riguarda la politica di emissione dei dividendi che rappresentano uno strumento importante per la remunerazione degli azionisti. Inoltre si è esposto come questi rappresentino uno strumento importante di controllo dell'impresa e di mitigazione dei problemi di agenzia, sul contrasto tra i benefici privati e l'emissione dei dividendi per chi controlla l'impresa che vede i benefici allocati non solo a se stesso ma a tutti gli azionisti, nonché come strumento per accrescere la fiducia in azionisti e investitori. Si è introdotto anche il tema di riacquisto di azioni come strumento aggiuntivo di remunerazione.

I risultati delle regressioni hanno evidenziato, se si considerano gli indicatori di Dividend Payout e Dividend Yield (DPS/EPS, Dividend/MarketCap, Dividend/TotalAsset, Dividend/Sales), che vi è un impatto positivo sull'emissione dei dividendi, dunque sulla tutela degli azionisti di minoranza, in presenza di un secondo grande azionista: dunque la presenza di un secondo azionista riduce l'estrazione di benefici privati del primo azionista e permette, attraverso una maggiore distribuzione dei dividendi, una corretta tutela di tutti gli azionisti; la valutazione sull'impatto dell'interazione tra investitori istituzionali e secondo grande azionista ha mostrato risultati discordanti rispetto alle aspettative, in quanto le regressioni hanno evidenziato un impatto negativo dell'interazione sulla politica di emissione dei dividendi: questo aspetto potrebbe essere dovuto a molteplici fattori, come ad esempio free riding, possibili divergenze di obiettivi tra i monitor ecc., e può essere spunto per ricerche successive. Non sono stati invece trovati risultati particolarmente

soddisfacenti se si considerano i riacquisti di azioni proprie da parte delle imprese. Numerosa è la letteratura che affronta i problemi di agenzia e il controllo delle imprese, con un'analisi su tutti gli strumenti adatti a mitigare gli effetti e le politiche messe in campo per proteggere gli azionisti. Diversi studi si sono concentrati pure sugli impatti positivi della politica di emissione dei dividendi, ma solo uno studio si è concentrato sulla relazione tra la politica di emissione dei dividendi e la presenza di un secondo grande azionista e lo ha fatto sulle imprese cinesi: il presente lavoro si propone dunque di attenzionare il tema anche nel contesto italiano, in modo da fornire spunti utili ad approfondire un tema interessante per quanto riguarda lo sviluppo della governance delle imprese anche in Italia.

# Bibliografia

- Abrardi, Laura e Laura Rondi (2020). «Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms». In: *Journal of Industrial and Business Economics* 47.4, pp. 613–643 (cit. a p. 49).
- (2023). «Italy». In: *The European Corporation: Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms*. A cura di Klaus Gugler e Evgeni Editors Peev. Cambridge University Press, pp. 175–206 (cit. alle pp. 33–35).
- Allen, Franklin e Roni Michaely (2003). «Payout policy». In: *Handbook of the Economics of Finance* 1, pp. 337–429 (cit. alle pp. 44, 45).
- Alvarez, Roberto, Mauricio Jara e Carlos Pombo (2018). «Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets». In: *Journal of Corporate Finance* 53, pp. 38–64 (cit. a p. 29).
- Appel, Ian R, Todd A Gormley e Donald B Keim (2019). «Standing on the shoulders of giants: The effect of passive investors on activism». In: *The Review of Financial Studies* 32.7, pp. 2720–2774 (cit. alle pp. 30, 31).
- Barclay, Michael J e Clifford G Holderness (1989). «Private benefits from control of public corporations». In: *Journal of financial Economics* 25.2, pp. 371–395 (cit. a p. 14).
- Basu, Nilanjan, Imants Paeglis e Mohammad Rahnamaei (2016). «Multiple blockholders, power, and firm value». In: *Journal of Banking & Finance* 66, pp. 66–78 (cit. a p. 26).

## BIBLIOGRAFIA

---

- Bebchuk, Lucian A (1999). *A rent-protection theory of corporate ownership and control* (cit. a p. 13).
- Berzins, Janis, Øyvind Bøhren e Bogdan Stacescu (2018). «Shareholder conflicts and dividends». In: *Review of Finance* 22.5, pp. 1807–1840 (cit. a p. 43).
- Bhagat, Sanjai e Bernard Black (2001). «The non-correlation between board independence and long-term firm performance». In: *J. CorP. l.* 27, p. 231 (cit. a p. 24).
- Bianchi, Marcello, Magda Bianco e Luca Enriques (2001). «Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy». In: (cit. alle pp. 31, 36).
- Bianchi, Marcello, Magda Bianco, Silvia Giacomelli e Alessio M. Pacces (2005). *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*. Il Mulino (cit. a p. 12).
- Bofondi, Marcello, Luisa Carpinelli e Enrico Sette (2018). «Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis». In: *Journal of the European Economic Association* 16.3, pp. 696–729 (cit. a p. 37).
- BorsaItaliana (2025). *Glossario finanziario*. Ultimo accesso: 22 Maggio 2025. URL: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html> (cit. a p. 17).
- Brunello, Giorgio, Clara Graziano e Bruno Parigi (2001). «Executive compensation and firm performance in Italy». In: *International Journal of Industrial Organization* 19.1-2, pp. 133–161 (cit. a p. 20).
- Cashman, George D, Stuart L Gillan e Chulhee Jun (2012). «Going overboard? On busy directors and firm value». In: *Journal of banking & finance* 36.12, pp. 3248–3259 (cit. a p. 23).
- CONSOB (2025). *Comunicato stampa del 16 gennaio 2025: Dati sulle società quotate italiane*. URL: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/detttaglio->

- news/-/asset\_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/comunicato-stampa-del-16-gennaio-2025/10194 (cit. a p. 36).
- Dahya, Jay e John J McConnell (2007). «Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation». In: *Journal of financial and quantitative analysis* 42.3, pp. 535–564 (cit. a p. 24).
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo e René M Stulz (2004). *Dividend policy, agency costs, and earned equity* (cit. a p. 42).
- Dyck, Alexander e Luigi Zingales (2004). «Private benefits of control: An international comparison». In: *The journal of finance* 59.2, pp. 537–600 (cit. alle pp. 14, 15).
- Edmans, Alex (2014). «Blockholders and corporate governance». In: *Annu. Rev. Financ. Econ.* 6.1, pp. 23–50 (cit. alle pp. 26, 27).
- Edmans, Alex e Xavier Gabaix (2016). «Executive compensation: A modern primer». In: *Journal of Economic literature* 54.4, pp. 1232–1287 (cit. a p. 25).
- Edmans, Alex e Clifford G Holderness (2017). «Blockholders: A survey of theory and evidence». In: *The handbook of the economics of corporate governance* 1, pp. 541–636 (cit. a p. 31).
- Enriques, Luca e Paolo Volpin (2007). «Corporate governance reforms in continental Europe». In: *Journal of economic perspectives* 21.1, pp. 117–140 (cit. a p. 16).
- Faccio, Mara, Larry H P Lang e Leslie Young (2001). «Dividends and expropriation». In: *American economic review* 91.1, pp. 54–78 (cit. a p. 42).
- Fama, Eugene F e Michael C Jensen (1983). «Agency problems and residual claims». In: *The journal of law and Economics* 26.2, pp. 327–349 (cit. a p. 5).
- Fich, Eliezer M e Anil Shivdasani (2006). «Are busy boards effective monitors?». In: *The Journal of finance* 61.2, pp. 689–724 (cit. a p. 22).

- Field, Laura, Michelle Lowry e Anahit Mkrtchyan (2013). «Are busy boards detrimental?» In: *Journal of financial economics* 109.1, pp. 63–82 (cit. a p. 23).
- Gordon, Myron J (1963). «Optimal investment and financing policy». In: *The Journal of finance* 18.2, pp. 264–272 (cit. alle pp. 39, 40).
- Grossman, Sanford J e Oliver D Hart (1988). «One share-one vote and the market for corporate control». In: *Journal of financial economics* 20, pp. 175–202 (cit. alle pp. 12, 13).
- Grullon, Gustavo e Roni Michaely (2002). «Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis». In: *the Journal of Finance* 57.4, pp. 1649–1684 (cit. a p. 45).
- Hart, Oliver D (1983). «The market mechanism as an incentive scheme». In: *The Bell Journal of Economics*, pp. 366–382 (cit. a p. 19).
- Holderness, Clifford G (2003). «A survey of blockholders and corporate control». In: *Economic policy review* 9.1 (cit. a p. 9).
- Isakov, Dušan e Jean-Philippe Weisskopf (2015). «Pay-out policies in founding family firms». In: *Journal of Corporate Finance* 33, pp. 330–344 (cit. a p. 56).
- ISTAT (2023). *Censimento permanente delle imprese 2023 - Risultati anno di riferimento 2022*. URL: <https://www.istat.it/it/files/2023/11/REPORTCensimprese.pdf> (cit. alle pp. 33, 34).
- Jaskiewicz, Peter e Sabine Klein (2007). «The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses». In: *Journal of Business research* 60.10, pp. 1080–1089 (cit. alle pp. 22, 23).
- Jensen, Michael C e Kevin J Murphy (1990). «Performance pay and top-management incentives». In: *Journal of political economy* 98.2, pp. 225–264 (cit. a p. 25).

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W Vishny (2000). «Agency problems and dividend policies around the world». In: *The journal of finance* 55.1, pp. 1–33 (cit. a p. 42).
- Lintner, John (1956). «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes». In: *The American economic review* 46.2, pp. 97–113 (cit. a p. 40).
- (1962). «Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations». In: *The review of Economics and Statistics*, pp. 243–269 (cit. alle pp. 39, 40).
- Liu, Claire, Angie Low, Ronald W Masulis e Le Zhang (2020). «Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance». In: *The Review of Financial Studies* 33.10, pp. 4489–4531 (cit. alle pp. 29, 30).
- Maury, Benjamin e Anete Pajuste (2005). «Multiple large shareholders and firm value». In: *Journal of Banking & Finance* 29.7, pp. 1813–1834 (cit. a p. 28).
- Meckling, William H e Michael C Jensen (1976). «Theory of the Firm». In: *Managerial behavior, agency costs and ownership structure* 3.4, pp. 305–360 (cit. alle pp. 4, 7, 10).
- Michaely, Roni e Michael R Roberts (2012). «Corporate dividend policies: Lessons from private firms». In: *The Review of Financial Studies* 25.3, pp. 711–746 (cit. a p. 42).
- Miller, Merton H e Franco Modigliani (1961). «Dividend policy, growth, and the valuation of shares». In: *the Journal of Business* 34.4, pp. 411–433 (cit. a p. 39).
- Porta, Rafael La, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W Vishny (1998). «Law and finance». In: *Journal of political economy* 106.6, pp. 1113–1155 (cit. alle pp. 9, 10).

- Rondi, Laura (2025). «Opportunistic or Trustworthy Owners? Evidence from the Dividend Policy». In: (cit. alle pp. 43, 56).
- Shleifer, Andrei e Robert W Vishny (1997). «A survey of corporate governance». In: *The journal of finance* 52.2, pp. 737–783 (cit. alle pp. 7, 13, 16).
- SSEI, Sustainable Stock Exchanges Initiative (2025). *Stock Exchange Database*. URL: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search> (cit. a p. 37).
- Tirole, Jean (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton university press (cit. a p. 6).
- Wang, Qian, Xiaobo Tang, Huigang Liang, Yajiong Xue e Xiaolin Sun (2025). «How the second largest shareholder affects cash dividends? An empirical study in China». In: *International Journal of Emerging Markets* 20.3, pp. 1328–1350 (cit. a p. 57).
- Weisbach, Michael S (1988). «Outside directors and CEO turnover». In: *Journal of financial Economics* 20, pp. 431–460 (cit. a p. 24).
- Yermack, David (1996). «Higher market valuation of companies with a small board of directors». In: *Journal of financial economics* 40.2, pp. 185–211 (cit. alle pp. 21, 22).
- Zingales, Luigi (1994). «The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience». In: *The Review of Financial Studies* 7.1, pp. 125–148 (cit. alle pp. 12, 15).
- (1997). «Corporate Governance». In: *New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. DOI: 10.2139/ssrn.46906 (cit. a p. 17).